

**Facoltà di Economia**

**Dipartimento di Impresa e Management**

**Cattedra di: Storia dell'economia**

**DUE CRISI ECONOMICHE A CONFRONTO:  
CAUSE E RIPERCUSSIONI DEL CROLLO DEL 1929  
E DI QUELLO DEL 2007.**

**Relatore: Giovanni Farese**

**Candidato: Davide Napoleone (177641)**

**ANNO ACCADEMICO: 2014/2015**

# INDICE

Introduzione	pag. 3
Capitolo 1: La crisi del 1929	pag. 7
1.1 Le cause della crisi	pag. 8
1.2 Le interpretazioni della crisi	pag. 16
1.3 Le politiche contro la depressione	pag. 21
Capitolo 2: La crisi del 2007	pag. 29
2.1 Le origini della crisi finanziaria statunitense	pag. 30
2.2 Le conseguenze della crisi e l'inizio della ripresa	pag. 39
2.3 Uno sguardo all'Europa	pag. 48
Conclusioni	pag. 55
Bibliografia	pag. 60

## **INTRODUZIONE.**

L'attuale crisi economica sta segnando profondamente l'economia sia dei paesi più sviluppati, nella quale si è originata e rapidamente diffusa, sia dei paesi emergenti, vittime di un forte calo della produzione e dell'export.

I mutui sub-prime sono considerati come la principale ed iniziale causa della crisi finanziaria, che si è poi trasformata in una vera e propria crisi dell'economia reale: i fallimenti delle imprese sono cresciuti in maniera esponenziale, la disoccupazione, in molti paesi, ha toccato livelli record (e sembra non arrestarsi) e la pesante stretta creditizia ha bloccato l'attività di moltissime piccole e medie imprese.

Questa situazione sembra riportarci indietro nel tempo: circa ottanta anni fa un fenomeno analogo causò degli squilibri talmente gravi da minare l'intero sistema capitalistico ormai diffuso in gran parte del pianeta. La crisi del 1929 verrà infatti ricordata, insieme alle due guerre mondiali, come uno dei fatti più terribili dell'intero Novecento. Nell'Ottobre di quell'anno, con il crollo delle quotazioni azionarie della borsa di Wall Street, ebbe il via una gravissima crisi che sconvolse gli anni antecedenti il secondo conflitto mondiale e per certi versi ne fu anche la causa indiretta.

Obiettivo principale dell'elaborato è quello di descrivere le cause e le ripercussioni delle due più grandi crisi degli ultimi cento anni, e di individuare le analogie e le differenze che le caratterizzano. Molti economisti infatti hanno cercato di spiegare quanto accaduto recentemente, ricordando quanto accaduto tra il 1929 e il 1933, in quel periodo meglio noto come "Grande Depressione". Oggi come allora assistiamo infatti al ripresentarsi delle negative conseguenze scaturite dal fallimento delle autorità di regolamentazione e di vigilanza, nel mercato finanziario statunitense e mondiale, nell'esercizio del proprio ruolo. Non a caso tali autorità sono state sottoposte a vibranti critiche perché non hanno saputo prevenire i comportamenti opportunistici degli operatori del mercato che producono sempre, come conseguenza finale, un danno per i piccoli risparmiatori.

La storia della Grande Depressione è considerata quanto mai attuale: essa offre degli spunti di riflessione che possono essere utili anche per la comprensione dell'attuale contesto storico-economico e per l'implementazione di scelte ottimali per uscire dal periodo di crisi.

Sono molte le similitudini tra la crisi del 1929 e quella iniziata nel 2007, e nella tesi sono state messe a nudo facendo ricorso ai testi di grandissimi personaggi del calibro di John Kenneth Galbraith, John Maynard Keynes, Paul Krugman, Ben Bernanke e così via, per evidenziare i punti salienti delle due crisi messe a confronto.

Riassumendo brevemente le principali analogie tra i due eventi balza all'occhio innanzitutto il luogo in cui hanno avuto origine le due crisi, ovvero gli Stati Uniti d'America; un secondo fattore comune è rappresentato dal periodo di stabilità che aveva caratterizzato gli anni antecedenti lo scoppio delle crisi: gli anni Venti del Novecento furono un periodo estremamente prospero in cui la produzione e l'occupazione erano elevati, così come gli anni precedenti la crisi del 2007, che furono definiti come gli anni della "Grande Moderazione". È possibile riscontrare un altro punto di contatto tra i due periodi di recessione nelle bolle immobiliari che scoppiarono in Florida a metà degli anni Venti e in tutti gli Stati Uniti attraverso il fenomeno dei mutui sub-prime di qualche anno fa. Tutti questi aspetti, e molti altri, verranno dunque analizzati, in ordine cronologico, all'interno dell'elaborato.

Per maggiore chiarezza, la tesi è strutturata in due capitoli: il primo, dedicato alla crisi del 1929, e il secondo, dedicato invece agli episodi più recenti, le cui conseguenze sono tuttora visibili. In entrambi i casi è stato seguito l'ordine cronologico degli eventi mettendo in luce le cause principali delle due crisi, le conseguenze, le ripercussioni sull'economia reale e infine i rimedi attuati dai governi e dalle autorità preposte.

Lo studio riguarda principalmente gli Stati Uniti, luogo di origine di entrambi i fenomeni, ma non mancano riferimenti ai paesi a noi più vicini dove si sono rapidamente diffuse le due depressioni e dove, per certi versi, le conseguenze sono state ancora più drastiche.

Prima di iniziare occorre soffermarsi brevemente sul concetto di crisi, inevitabilmente collegato ai cosiddetti "cicli economici". Gli studiosi hanno individuato essenzialmente due tipologie di crisi: quelle di sottoproduzione, tipiche dell'età pre-industriale, e quelle di sovrapproduzione, apparse con il sistema capitalistico industriale. Esse si presentano quasi sempre con la stessa successione di eventi:

hanno inizio con una fase di congiuntura favorevole, con un aumento della domanda, un rialzo dei prezzi e un aumento della produzione, ma è difficile stabilire fino a quale punto spingere la produzione e si corre il rischio, come spesso è accaduto, di produrre più di quanto si riesca a vendere, sicché si determina una sovrapproduzione: le merci restano invendute, le imprese non riescono a rimborsare i propri debiti e spesso falliscono, gli operai perdono il lavoro e inizia così la crisi.

È evidente che l'evoluzione del capitalismo industriale si presenta come fortemente instabile, con periodi di espansione della produzione, seguiti da periodi di depressione e disoccupazione. Per questo motivo, lo studio delle crisi è stato inquadrato in quello dei cicli economici, al quale si sono dedicati parecchi economisti a partire dalla seconda metà dell'Ottocento. Un ciclo economico rappresenta l'alternarsi di fasi caratterizzate da una diversa intensità dell'attività economica di un paese o di paesi economicamente collegati.

Al di là della durata (per i quali si distinguono i cicli brevi di Kitchin di due-quattro anni, i cicli medi di Juglar di quattro-dieci anni e i cicli lunghi di Kondratiev di durata nettamente maggiore) nei cicli economici vengono individuate le seguenti fasi: una iniziale fase di prosperità nella quale il Pil cresce rapidamente, una seguente fase di recessione in cui il Pil diminuisce notevolmente, una fase di depressione in cui la produzione ristagna e la disoccupazione si mantiene a livelli elevati e una fase di ripresa in cui il Pil inizia nuovamente a crescere.

Date queste premesse, nell'elaborato sono state descritte le ragioni delle fasi di instabilità che hanno caratterizzato i periodi intorno alle crisi del 1929 e del 2007 e le successive ripercussioni, fino ad arrivare alle fasi di ripresa.

Oltre ai testi già citati in precedenza, nella stesura della tesi sono stati utilizzati diversi articoli di giornale, di cui sono sempre presenti le fonti, soprattutto per rappresentare nel miglior modo possibile un argomento attuale e delicato come la crisi del 2007.

Il lavoro si conclude con delle considerazioni finali e con una bibliografia ragionata.

**CAPITOLO PRIMO:**  
**LA CRISI DEL 1929.**

## 1.1 Le Cause della Crisi.

La crisi del '29 fu un fenomeno economico finanziario, che sconvolse l'economia mondiale alla fine degli anni Venti del Novecento e che ebbe ripercussioni durante i primi anni del decennio successivo. L'inizio si verificò negli Stati Uniti con la crisi della borsa di Wall Street avvenuta il 24 Ottobre 1929, definito dagli storici come il "giovedì nero". Il crollo definitivo giunse il 29 Ottobre, il "martedì nero", dove furono offerte in vendita quasi 33 milioni di azioni con pochissimi acquirenti e la loro quotazione scese di colpo. Tutti coloro che avevano investito i propri risparmi in borsa furono rovinati, così come le banche e le istituzioni finanziarie che avevano concesso prestiti agli speculatori. Le conseguenze furono drammatiche: si ridussero considerevolmente la produzione, l'occupazione, i salari, i consumi e i risparmi di tutti i paesi coinvolti. Ciò che rese unica questa crisi fu proprio proprio tale contrazione che interessò tutti i settori e molti paesi in maniera così rapida e con una tale violenza da minare le basi di quel sistema capitalistico che aveva raccolto favori quasi ovunque. Ma facciamo un passo indietro.

Innanzitutto bisogna premettere che, se l'economia è sana, una crisi borsistica può essere ben presto riassorbita; ma l'economia americana e quella mondiale erano piene di squilibri fondamentali: la produzione industriale era cresciuta in maniera spropositata e si venne così a creare una sovrapproduzione cronica, specialmente nel settore agricolo, dove i prezzi scesero continuamente durante tutti gli anni Venti. Inoltre, come spiega John Kenneth Galbraith, noto economista e professore nelle Università di Princeton, Cambridge e Harvard, nel suo libro "Il grande crollo"<sup>1</sup>, le cause della crisi vanno ricercate nella speranza e nell'ottimismo sconfinati che la classe politica aveva trasmesso alla popolazione americana.

Nel Dicembre del 1928 il Presidente degli Stati Uniti Coolidge, in un discorso al Congresso, invitò il Paese a "considerare il presente con soddisfazione e il futuro con ottimismo". Tuttavia, la storia ha dimostrato che le sue previsioni furono sbagliate. Nonostante ciò, vale la pena ricordare che

---

<sup>1</sup> J. K. Galbraith, *Il Grande Crollo*, Houghton Mifflin, Boston, 1954.

l'America degli anni '20 viveva un periodo estremamente positivo: la produzione e l'occupazione erano elevate, i salari non salivano molto, ma i prezzi erano stabili; sebbene molti fossero ancora poverissimi, cresceva il numero di persone benestanti, dotate di discreti mezzi economici. A tal proposito, è utile riportare una serie di dati tratti dall'opera di Galbraith sopra citata: fra il 1925 e il 1929 il numero delle aziende manifatturiere aumentò da 183900 a 206700; il valore della loro produzione salì fino a toccare i 68 miliardi di dollari<sup>2</sup>; l'indice della Riserva Federale per la produzione industriale che era 67 nel 1921, raggiunse 126 punti nel giugno 1929<sup>3</sup>; nel periodo preso in esame vennero prodotte più di 5 milioni di automobili e gli utili delle aziende crescevano sempre più rapidamente.

In questo contesto di prosperità, molti piccoli risparmiatori avevano iniziato ad investire in azioni, trascinati dalla frenesia speculativa e incoraggiati dalle banche americane che, per consentire l'acquisto di azioni, concedevano prestiti "facili". Era stato progettato un meccanismo ad hoc: nel mercato azionario, l'acquirente di titoli "a riporto" otteneva un pieno diritto di proprietà in una compravendita incondizionata, ma si liberava dall'onere più gravoso della proprietà, quello di dover tirare fuori il prezzo d'acquisto, affidando i titoli al suo "agente di cambio" come garanzia aggiuntiva per il prestito con cui sono stati pagati. Egli, in tal modo, godeva interamente di ogni incremento di valore, in quanto il prezzo dei titoli poteva salire, mentre il prestito con cui erano stati acquistati restava immutato. Dunque le banche fornivano i fondi agli agenti di cambio, gli agenti di cambio li fornivano ai clienti, e la garanzia aggiuntiva rifluiva alle banche in modo armonioso e quasi automatico. In questo modo, gli investitori andavano in massa a comprare azioni a riporto cercando l'aumento di prezzo senza addossarsi il costo della proprietà. Il costo andava sulle spalle delle banche che a loro volta stavano rapidamente diventando agenti di prestatori di denaro sparsi in altre parti del paese e del mondo. Il paradosso più grande era che i prestiti che accompagnavano la speculazione

---

<sup>2</sup> U.S Department of Commerce, Bureau of the Census, Statistical Abstracts of the U.S. (1944-45)

<sup>3</sup> Federal Reserve Bulletin (Dicembre 1929)

erano tra gli investimenti più sicuri, poiché erano garantiti dai titoli stessi, che sono immediatamente vendibili: il denaro poteva essere recuperato a vista.

I prestiti agli operatori di borsa avevano raggiunto un livello preoccupante: all'inizio del 1926 il volume dei crediti era di circa 2 miliardi e mezzo; durante il 1927 ci fu un aumento di circa un miliardo; il primo giugno 1928 la cifra raggiunse i 4 miliardi e alla fine dell'anno si toccarono i 6 miliardi di dollari di prestiti. Non si era mai verificato nulla di simile in precedenza<sup>4</sup>. Così come i prestiti, anche i prezzi dei titoli continuavano a crescere vertiginosamente e la gente continuava ad arricchirsi: per esempio un investitore che comprava azioni General Motors a 100 dollari, le vendeva a un altro a 150, che a sua volta le rivendeva ad un terzo a 200; ciascuno dei tre guadagnava denaro. Ma il valore delle azioni, non può crescere all'infinito; il problema è che nessuno se ne rendeva conto: il presidente Coolidge qualche giorno prima di lasciare la carica, dichiarò che la situazione era assolutamente solida e che i titoli erano poco cari ai prezzi correnti.

Il desiderio di arricchirsi del popolo americano, con tutti i rischi ad esso connessi, si era manifestato già qualche anno prima, attraverso il boom immobiliare in Florida: nei primi anni Venti infatti, l'attenzione degli investitori cominciò a concentrarsi sulla penisola e sul suo clima estremamente favorevole. Iniziò così la corsa all'acquisto di lotti di terreno e di immobili, dando vita ad una grande bolla speculativa nel settore immobiliare. Il denaro circolava copiosamente, i prezzi delle abitazioni erano raddoppiati velocemente e in pochissimo tempo sempre più investitori volevano acquistare terreni a fini speculativi. Anche in questo caso era stato sviluppato un meccanismo perfetto: la negoziazione non riguardava il terreno in sé per sé, ma il diritto ad acquistarlo ad un prezzo prestabilito. Questo diritto all'acquisto, che si otteneva mediante il pagamento del dieci per cento del prezzo di compravendita, poteva essere ceduto, conferendo allo speculatore l'intero vantaggio dell'incremento di valore. I prezzi continuavano a salire e nessuno si preoccupava di indebitarsi poiché la domanda era sostenuta e ci si aspettava che i prezzi raddoppiassero in pochi mesi.

---

<sup>4</sup> Le cifre sono prese dallo Year Book, 1928-1929 dello Stock Exchange di New York.

Ovviamente la terra ha il difetto di non essere illimitata, così migliaia di terreni venivano ulteriormente suddivisi e gli investitori più sprovveduti iniziarono ad acquistare anche terreni paludosi e sempre più lontani dalla costa. Nel 1926 cominciò a venir meno l'afflusso di nuovi compratori e i prezzi scesero rapidamente, causando il fallimento di molti investitori. Pochi mesi dopo anche la natura ci mise del suo: due uragani devastarono la Florida, provocando la morte di più di 400 persone e la distruzione di circa 15000 abitazioni.

L'esperienza della bolla immobiliare sarebbe dovuta servire da avvertimento per il popolo americano. Invece, malgrado lo sgonfiamento del boom della Florida, la fiducia in un rapido, facile arricchimento in borsa cresceva ogni giorno di più.

Il boom azionario ebbe inizio negli ultimi sei mesi del 1924, quando i prezzi dei titoli cominciarono a salire e il rialzo si estese per tutto il 1925. Le cause furono le seguenti: le quotazioni, nei primissimi anni Venti, erano basse, gli utili societari erano in aumento, e le prospettive sembravano favorevoli. Durante il 1926 ci fu un piccolo regresso, dovuto in parte all'uragano che colpì la Florida, ma nel 1927 cominciò sul serio l'aumento: i prezzi delle azioni salivano di giorno in giorno e di mese in mese. Nello stesso anno la Federal Reserve, esortata da Montagu Norman, governatore della Banca d'Inghilterra, Hjalmar Schacht, governatore della Reichsbank e Charles Rist, vicegovernatore della Banca di Francia, acconsentì ad una politica monetaria "facile": il saggio di sconto della Banca della Riserva Federale di New York verso le banche aderenti fu ridotto dal 4 per cento, al 3,5 per cento. Venne inoltre acquistata una quantità considerevole di titoli pubblici con il risultato di conferire alle banche e agli individui che li avevano venduti, una grossa somma di denaro da impiegare. Lionel Robbins, citando un membro dissidente del Consiglio dei governatori del Sistema della Riserva Federale, la definì come "la più grossa e ardita operazione mai intrapresa dalla Riserva Federale, risoltasi in uno dei più costosi errori commessi da esso o da altri sistemi bancari"<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> L.Robbins, *The Great Depression*, Macmillan, New York, 1934.

In questo modo, i fondi resi disponibili dalla Riserva Federale furono investiti in azioni ordinarie o utilizzati per il finanziamento agli investitori.

Nel 1928, nonostante qualche leggera flessione, in linea di massima i prezzi continuavano a salire, grazie anche all'ottimismo che si era generato a seguito dell'elezione del nuovo Presidente Hoover: ci fu il cosiddetto "boom della vittoria", nel quale si registrarono circa 5 milioni di contrattazioni in una sola giornata e i titoli principali salirono di 5-15 punti.

La situazione degenerò l'anno seguente: già nel mese di Gennaio i titoli industriali dell'indice "New York Times" guadagnarono 30 punti; poi, nei tre mesi estivi, ci fu un incremento totale di 110 punti. Il volume della speculazione cresceva a ritmi sorprendenti: i prestiti agli operatori di borsa, durante l'estate, aumentarono al ritmo di 400 milioni di dollari al mese. Era ormai chiaro, anche ai più scettici, che la situazione sarebbe precipitata.

Tralasciando per un attimo l'analisi della borsa di New York, è utile sottolineare che, secondo molti studiosi, nell'autunno del 1929 l'economia statunitense era già in piena depressione: gli indici della produzione industriale e manifatturiera erano iniziati a scendere, la produzione di acciaio era diminuita e l'edilizia era in declino già da anni. L'economista Thomas Wilson affermò che il crollo del mercato azionario rifletté, in ultima analisi, il mutamento ormai evidente nella situazione industriale<sup>6</sup>.

Giovedì 29 Ottobre iniziò il panico: in quella giornata quasi 13 milioni di azioni cambiarono di mano, a prezzi sempre più bassi. Spesso non si trovavano acquirenti, e solo dopo vertiginosi ribassi si riuscì ad indurre qualcuno all'acquisto. A quel punto i banchieri decisero di intervenire attraverso il cosiddetto "sostegno organizzato", mettendo in comune le risorse disponibili per "sostenere", appunto, il mercato. La strategia funzionò e i prezzi si fermarono immediatamente, poi ripresero a salire. La ripresa fu straordinaria, tanto che gli industriali dell'indice di Wall Street scesero soltanto

---

<sup>6</sup> T. Wilson, *Fluctuations in Income and Employment*, Pitman, London, 1942.

di 12 punti. I due giorni seguenti le contrattazioni continuarono in modo pesante, ma i prezzi, nel complesso, rimasero stabili.

Lunedì 28 Ottobre fu un'altra giornata terribile: la quantità scambiata fu leggermente inferiore rispetto al Giovedì precedente, ma le perdite furono molto più consistenti. Questa volta i banchieri decisero di non intervenire e la situazione precipitò il giorno seguente, martedì 29 Ottobre, definita come la giornata più rovinosa della storia delle borse: vennero vedute circa 33 milioni di azioni, a prezzi bassissimi.

Ecco un grafico che riassume l'andamento dell'indice Dow Jones in quegli anni.<sup>7</sup>



<sup>7</sup> Indice S&P Composite, 1929-1939. Fonte: Center for Research in Securities Prices, Index file on the S&P 500.

È facile osservare che il crollo del 1929 fu solo l'inizio di una fase di ribasso molto più pronunciata: i corsi azionari continuarono a diminuire, tanto che verso la metà del 1932 erano scesi dell'85 per cento rispetto al picco di qualche anno prima. Quello iniziato nel 1929 fu un fenomeno ben più grave di un paio di giornate negative in borsa.

Le conseguenze della crisi borsistica furono devastanti: oltre agli investitori, che avevano perso tutti i loro risparmi, fallirono numerose banche e i clienti delle stesse persero i loro depositi; le istituzioni finanziarie sopravvissute al disastro ridussero il credito alle imprese mettendole in grave difficoltà o causandone spesso il fallimento. Di conseguenza moltissimi lavoratori furono licenziati e la disoccupazione dilagò. Un ulteriore effetto fu la contrazione della domanda di beni e servizi, tenutasi elevata durante la fase del boom, soprattutto per gli accresciuti consumi di chi aveva guadagnato in borsa.

Alla crisi era subentrata la “depressione”, che durò parecchi anni. Di seguito sono riportati alcuni dati che identificano più precisamente il fenomeno che aveva colpito gli Stati Uniti: la produzione automobilistica, che aveva trainato l'economia americana, si ridusse del 75 per cento in appena tre mesi; molte fabbriche furono costrette a chiudere e la disoccupazione toccò i 13 milioni di persone nel 1933; anche chi non perse il posto di lavoro fu gravemente danneggiato dalla crisi, poiché le imprese, nel tentativo di ridurre i costi, abbassarono notevolmente i salari (in alcuni casi anche del 30 per cento); come già detto, molte banche, che avevano finanziato la speculazione e che avevano fornito prestiti alle imprese, non riuscirono a recuperare i crediti e fallirono in migliaia: molto spesso il governo dovette intervenire per salvare quelle più solide, anche acquisendone i pacchetti azionari. Allo stesso modo il settore agricolo, che già soffriva in precedenza, fu gravemente colpito dalla depressione: i prezzi crollarono del 57 per cento, provocando la rovina di moltissimi agricoltori. Il PIL pro capite tra il 1929 e il 1932 scese del 29 per cento.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> E. De Simone, *Storia Economica*, Franco Angeli, Milano, 2012.

Dato il ruolo predominante degli Stati Uniti nell'economia mondiale, la depressione si diffuse in molti altri paesi: nel 1929 essi detenevano il 45 per cento della produzione industriale mondiale ed avevano investito molti capitali nel vecchio continente, specialmente in Germania. Con lo scoppio della crisi, le istituzioni americane decisero di ritirare in patria il denaro investito all'estero, provocando ovunque più o meno gli stessi effetti: diminuzione dei prezzi agricoli e industriali, fallimenti di imprese e banche, conseguente aumento della disoccupazione, crollo dei consumi e riduzione del valore dei titoli in borsa.

## 1.2 Le interpretazioni della Crisi.

Esistono essenzialmente due interpretazioni della crisi che ha colpito gli Stati Uniti e gran parte dell'Europa a cavallo tra gli anni Venti e gli anni Trenta: l'interpretazione "neo-classica" e quella cosiddetta "Keynesiana", dal nome del celebre economista che ha rivoluzionato il pensiero allora dominante.

La teoria economica "neo-classica", racchiusa perfettamente nella "Legge di Say", secondo la quale ogni produzione, ovvero l'offerta, crea la propria domanda, implica necessariamente una negazione della crisi: Galbraith sosteneva che, a quel tempo, ogni economista sapeva che dalla produzione deriva il "flusso di potere d'acquisto" che, per sua natura, è sufficiente a comprare ciò che veniva prodotto.<sup>9</sup> Secondo questa teoria, l'economia di mercato è sempre capace di autoregolarsi, ma affinché ciò si verifichi è necessario che forze esterne (come ad esempio lo Stato) non influenzino il naturale funzionamento del mercato.

Gli economisti neo-classici sostenevano che salari e prezzi flessibili avrebbero consentito sempre all'intero sistema di trovare un equilibrio. Scrive ancora Galbraith: "Da tutto questo, derivava un'altra conseguenza ovvia: poteva non esserci un rimedio per la depressione, se la depressione era stata esclusa dalla teoria. I medici, persino quelli di maggiore reputazione, non hanno una cura per una malattia che non può esistere".<sup>10</sup>

Tra i principali esponenti di questa corrente, durante gli anni Trenta, vi erano gli economisti Lionel Robbins e Joseph A. Schumpeter. Il primo, come riportato nella sua celebre opera "The Great Depression"<sup>11</sup>, sosteneva che per uscire dalla crisi non bisognava fare assolutamente nulla; si doveva permettere alla depressione di seguire il suo corso e solo questo modo di procedere avrebbe potuto assicurare la guarigione. Secondo l'autore, la causa di tutto ciò era stata un accumulo di veleni nel sistema e il periodo di crisi risultante aveva proprio la funzione di espellere tali veleni.

---

<sup>9</sup> J. K. Galbraith, *Storia dell'Economia*, Bur, Milano, 2012.

<sup>10</sup> Ibidem

<sup>11</sup> L. Robbins, Op. cit.

Schumpeter, invece, dichiarò che: “la guarigione era qualcosa che veniva sempre da sé” e aggiunse: “la nostra analisi ci conduce a credere che la guarigione sia autentica solo se viene da sé”<sup>12</sup>. Un altro esponente della corrente neo-classica, Milton Friedman, fornisce una spiegazione della crisi di tipo “monetarista”. Egli ritenne che gli errori di politica monetaria commessi dalla Federal Reserve furono la causa scatenante della crisi del '29 e della successiva Grande Depressione<sup>13</sup>. Quest'ultima non fu prodotta dal fallimento di un'impresa privata, ma piuttosto da un fallimento del potere pubblico in un'area tradizionalmente di sua competenza, ovvero “battere moneta, regolare il suo valore e quello della moneta estera”<sup>14</sup>. Tuttavia la sua interpretazione ha fatto sorgere numerosi dubbi. Innanzitutto perché la base monetaria creata dalla Federal Reserve non fu mai ridotta e la restrizione dell'offerta di moneta avvenne a causa di un maggior desiderio di liquidità di tutto il sistema bancario. Dunque, non le autorità monetarie, ma tutto il sistema bancario ed il pubblico di investitori devono essere messi sotto accusa per la diminuzione dello stock di moneta. Secondo Temin, l'errore di Friedman consiste nell'aver identificato lo stock con l'offerta di moneta, trascurando così il ruolo giocato dalla domanda di moneta stessa<sup>15</sup>.

Fino al 1933 la teoria neo-classica rimase predominante, ma, dati gli scarsi risultati ottenuti e l'impossibilità di trovare un rimedio alla crisi, prese sempre più piede la seconda interpretazione della Grande Depressione: quella dell'economista britannico John Maynard Keynes. Come sottolineato nella raccolta di saggi “*Come uscire dalla crisi*”<sup>16</sup>, la sua spiegazione è essenzialmente monetaria: la causa principale del sopraggiungere e del perdurare della depressione fu l'elevato saggio d'interesse, che, a parer suo, ha comportato una diminuzione degli investimenti e dei profitti. La sua teoria economica ruppe con la tradizione liberista del “laissez-faire” e fu la base del “New Deal” inaugurato dal Presidente americano Franklin Delano Roosevelt per uscire dalla crisi. Il nocciolo della posizione

---

<sup>12</sup> J. A. Schumpeter, *Depression, in The Economics of the Recovery Programs*, Whittlesey House, McGraw-Hill, New York, 1934.

<sup>13</sup> M. Friedman-A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1963*, Princeton, 1963.

<sup>14</sup> M. Friedman, *Anatomia di una Crisi*, in *Liberi di Scegliere*, Longanesi, Milano, 1979.

<sup>15</sup> P. Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, New York, 1976.

<sup>16</sup> J.M. Keynes, *Come uscire dalla crisi*, a cura di P. Sabbatini, Laterza, 2004.

keynesiana era il seguente: “il laissez-faire non funziona più; questo però non vuol dire che bisogna sostituire il mercato con un meccanismo diverso più o meno basato sulla programmazione. La mano invisibile è ancora il modo migliore con il quale le risorse possono essere allocate tra i vari agenti economici. C’è però il problema di eliminare il gap tra la produzione potenziale e quella effettiva, problema che deve essere risolto dall’intervento statale.”<sup>17</sup> L’ economia moderna, secondo Keynes, non trova necessariamente il suo equilibrio nella piena occupazione; essa può trovarlo anche nella disoccupazione: nell’equilibrio della “sotto-occupazione”. Egli ripudiò la Legge di Say, sostenendo che una scarsità di domanda era possibile; perciò il governo, in situazioni di necessità, sarebbe dovuto assolutamente intervenire per ovviare a tale scarsità. Il livello di produzione di una nazione, il suo reddito (cioè il PIL), e l’occupazione, sono determinanti della domanda aggregata. Secondo il “principio della domanda effettiva”, sostiene Keynes, è proprio la domanda dei consumatori che spinge le imprese a produrre di più, ad innovarsi e ad assumere nuovo personale. Non è vero che tutto ciò che viene prodotto viene venduto, poiché la moneta può essere anche accumulata. È proprio questo risparmio a causare il deficit di domanda che porta all’abbassamento della produzione. In un celebre passo, tratto dalla sua opera più importante, egli scrisse: “I difetti lampanti della società economica in cui viviamo sono la sua incapacità di provvedere alla piena occupazione e la sua distribuzione arbitraria e iniqua della ricchezza e dei redditi”<sup>18</sup>. Fino ad allora infatti, nessuno aveva spiegato come fosse possibile l’assenza di piena occupazione: l’economia classica non prevedeva una possibilità del genere.

Keynes propose la sua soluzione: “Ritengo che una socializzazione di una certa ampiezza dell’investimento si dimostrerà l’unico mezzo per farci avvicinare alla piena occupazione”<sup>19</sup>. Infatti, se il Pil e l’occupazione, come precedentemente detto, dipendono dalla domanda, per aumentarli occorrerà incrementare la domanda aggregata attraverso un aumento della spesa pubblica.

---

<sup>17</sup> Ibidem.

<sup>18</sup> J. M. Keynes, *Teoria Generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta*, a cura di Terenzio Cozzi, UTET, Torino, 2006.

<sup>19</sup> Ibidem.

Keynes suggerì quindi che fosse lo Stato a fare ciò che l'economia privata, da sola, non riusciva a fare. Dai suoi scritti emerge infatti la sua proposta: effettuare, su larga scala, lavori pubblici per porre rimedio alla crisi. Bisognava costruire strade, ferrovie, abitazioni, accrescendo il Pil, ma non solo: per esempio la realizzazione di un'opera pubblica comporta il reperimento dei materiali, che andranno dunque ad incrementare la domanda di beni necessari alla produzione; ci sarà bisogno inoltre di assumere un certo numero di lavoratori, e queste persone si ritroverebbero un reddito maggiore da spendere in alimenti, vestiti ecc. A loro volta i produttori di beni di consumo dovranno far fronte alla domanda crescente e così via. Questo meccanismo viene definito il "Moltiplicatore keynesiano".

È utile sottolineare che questa non fu solo un'ipotesi teorica, ma, come spiegato successivamente, la politica economica intrapresa dal Presidente americano Roosevelt attraverso il "New Deal" e gli interventi dello Stato nell'economia nel secondo dopoguerra che hanno reso gli Stati Uniti e l'Europa i leader del ventesimo secolo, furono un'applicazione pratica dei principi dell'economista britannico. L'ideologia di Keynes riscosse un enorme successo, tanto da rimanere predominante fino agli anni Settanta, quando una nuova crisi stravolse gli equilibri che si erano venuti creare, facendo prevalere nuovamente la corrente liberista attraverso la privatizzazione delle aziende pubbliche, la dismissione delle partecipazioni statali e la continua deregolamentazione del sistema finanziario.

Nonostante le molteplici interpretazioni della crisi, gli studiosi sono d'accordo nell'individuare alcuni punti deboli che rendevano l'economia americana e quella mondiale essenzialmente malsana, negli anni che hanno preceduto il crollo del 1929: innanzitutto vi era un'enorme diseguaglianza nella distribuzione del reddito. In quegli anni i ricchi erano indubbiamente ricchi: il 5 per cento della popolazione con i redditi più elevati ricevette quell'anno approssimativamente un terzo dell'intero reddito personale<sup>20</sup>; quindi questa distribuzione diseguale significava che l'economia era basata su un alto livello di investimenti e un alto livello di spese. Vi era inoltre una "cattiva struttura societaria": la più grave debolezza risiedeva nella struttura delle holding e degli "investment trust", con i

---

<sup>20</sup> S. Goldsmith, G. Jaszi, H. Kaitz, M. Liebenberg, *Size Distribution of Income since the Mid-Thirties*, Rev. Econ. Stat., 16, 18 (Febbraio 1954).

dividendi delle società che venivano utilizzati per pagare gli interessi sulle obbligazioni delle holding che le controllavano<sup>21</sup>. Un ulteriore problema era costituito dalla “cattiva struttura bancaria”: essa era intrinsecamente debole poiché esistevano un gran numero di unità indipendenti e quindi il fallimento di una di esse comportava il fallimento a catena delle altre. Un altro punto di debolezza riguardava il “dubbio” stato della bilancia dei pagamenti: dopo la prima guerra mondiale gli Stati Uniti divennero creditori sui conti internazionali con possibilità di cessioni d’oro nei suoi confronti. In mancanza di tale possibilità il paese debitore poteva solo aumentare le esportazioni verso gli Stati Uniti o ridurre le importazioni da esso al fine di sanare la bilancia commerciale. La conseguenza di tutto ciò fu una flessione delle esportazioni americane. Infine vi era un misero stato dell’informazione economica: gli economisti e i consulenti degli ultimi anni Venti erano assolutamente fuori strada; fu riscontrato infatti che nei primi anni successivi al tracollo le direttive della “consulenza economica rispettabile” furono invariabilmente a favore di misure che avrebbero aggravato la situazione.

Questi furono i cinque punti dove la depressione andò a colpire e se l’economia fosse stata più sana, l’effetto del grande crollo sarebbe stato sicuramente più lieve.

---

<sup>21</sup> J. K. Galbraith, *Il Grande Crollo*, Houghton Mifflin, Boston, 1954

### 1.3 Le Politiche Contro la Depressione.

Nella parte rimanente della presidenza di Herbert Hoover, fino al Marzo del 1933, la politica economica degli Stati Uniti seguì il disegno classico. Sotto i consigli dei celebri economisti Robbins e Schumpeter le istituzioni americane fecero poco o nulla: secondo la corrente allora dominante, un'ingerenza dello Stato in economia sarebbe stata dannosa e avrebbe addirittura aggravato la crisi. Tuttavia, per contrastare la diminuzione dei prezzi, si cercarono di ostacolare le importazioni attraverso una politica protezionistica: con la legge Hawley-Smoot del 1930 gli Stati Uniti aumentarono i dazi doganali del 30 per cento, provocando la reazione di altri paesi che fecero lo stesso. I risultati delle politiche liberiste però non furono soddisfacenti. Scrive Galbraith che nel 1932 la depressione aveva ancora tre caratteri visibili: in primo luogo vi era un'inesorabile deflazione nei prezzi, con effetti devastanti sull'industria e sull'agricoltura; in secondo luogo uno dei problemi fondamentali era l'enorme quantità di persone senza un posto di lavoro; e infine vi erano le gravi difficoltà che la depressione creava specialmente ai gruppi più vulnerabili, come gli anziani, i malati e coloro che non disponevano di un'abitazione<sup>22</sup>.

Anche sul versante della politica monetaria, nei primissimi anni Trenta, le autorità fallirono: la Federal Reserve non attuò infatti quelle misure espansive cui ci si aspetta di assistere in un periodo di grave recessione, poiché desiderava innanzitutto bloccare la speculazione sui mercati azionari e in secondo luogo poiché voleva preservare il regime del "Gold Standard". Di conseguenza venne a mancare l'azione di contrasto al declino che la politica monetaria avrebbe potuto fornire e infatti, si registrò un ulteriore calo dei prezzi. Scrive Bernanke che "si può discutere a lungo sulle cause di un calo della produzione e dell'occupazione, ma se il livello generale dei prezzi scende del 10 per cento, sappiamo che la politica monetaria è troppo restrittiva"<sup>23</sup>. La deflazione, come abbiamo già visto ebbe conseguenze devastanti, perché decretò il fallimento di moltissimi agricoltori e di quanti contavano sulla vendita di prodotti per pagare i propri debiti. A peggiorare la situazione contribuì il regime di

---

<sup>22</sup> J.K. Galbraith, *Storia dell'Economia*, BUR, Milano, 2012.

<sup>23</sup> B. S. Bernanke, *La Federal Reserve e la Crisi Finanziaria*, Il Saggiatore, Milano, 2014.

cambi fissi creato dal Gold Standard: le politiche della Fed furono così trasmesse ad altri paesi, che si ritrovarono in condizioni monetarie troppo restrittive e dunque nell'impossibilità di arrestare il crollo delle rispettive economie. Una delle ragioni che spinse la banca centrale statunitense a non adottare una politica espansiva fu il timore di un attacco speculativo contro il dollaro (come successe nel 1931 alla Gran Bretagna). La Fed temeva che un attacco simile avrebbe costretto il dollaro ad uscire dal Gold Standard; così, per preservare il sistema aureo, decise di alzare i tassi anziché ridurli. I funzionari della banca Federale pensavano che gli alti tassi d'interesse avrebbero reso più attraenti gli investimenti negli Stati Uniti e avrebbero scoraggiato un deflusso di capitali dal paese. Ma l'economia americana aveva bisogno di ben altro. È utile ricordare che uno dei compiti principali di una banca centrale è quello di erogare prestiti di ultima istanza, ma anche in questo caso la Federal Reserve fallì: nei primi anni che seguirono il crollo del '29, essa lasciò che moltissime banche fallirono in seguito alla cosiddetta "corsa agli sportelli" (fenomeno per il quale un elevato numero di clienti di una banca prelevano contemporaneamente tutti i loro depositi per paura che la banca diventi insolvente).

Il 1933, data in cui fu eletto presidente Roosevelt, fu l'anno della svolta: egli si occupò subito di affrontare il problema dei prezzi, di aiutare i disoccupati fornendo loro un lavoro, e di mitigare le difficoltà dei più deboli attraverso la creazione di uno "Stato assistenziale" (in realtà quest'ultimo era già nato in Europa e stava approdando ora negli Stati Uniti). Il presidente americano si convinse che era necessario sostenere la domanda globale, come sosteneva Keynes, attraverso politiche di "Deficit Spending", ovvero "spesa in disavanzo". Fu proprio così che vennero abbandonate le idee "classiche" o "liberiste" che imponevano un bilancio in pareggio: lo Stato, anche se non vi erano entrate sufficienti, veniva stimolato a spendere lo stesso, spesso ricorrendo all'indebitamento, in modo da sostituire la domanda privata, con la domanda pubblica. Fu così, che nel 1933, fu inaugurato il "New Deal" o "Nuovo Corso". Questa serie di provvedimenti durò fino al 1938 e si è soliti distinguere in un "primo" New Deal, dal 1933 al 1935, e un secondo, dal '35 al '38. Roosevelt, insediatosi nel Marzo del '33, con una larga maggioranza nei due rami del Parlamento, si mise subito al lavoro, incontrando

il Congresso tutti i giorni e facendo approvare una serie di misure per far fronte alla situazione, che ormai aveva toccato il fondo. Il primo atto, destinato a durare fino ad oggi, fu l'EBA (Emergency Banking Act), e stabiliva che nessuna banca poteva operare negli Stati Uniti, senza l'autorizzazione e la supervisione della banca centrale. Una delle iniziative più importanti a tutela degli investitori fu la creazione della "Federal Deposit Insurance Corporation", ovvero un'istituzione preposta all'assicurazione dei depositi: da allora, se una banca fallisce, nella maggior parte dei casi i risparmiatori sanno che i loro fondi sono al sicuro, e quindi non hanno più motivo di correre agli sportelli. In effetti, dopo l'introduzione di tale assicurazione sui depositi, i fallimenti bancari diminuirono drasticamente. Un altro provvedimento, che riguardò sempre l'ambito bancario, fu il "Glass-Steagall Act" che separava le banche commerciali, che dovevano occuparsi del credito a breve termine, dalle banche d'investimento, che invece erano incaricate di fornire il credito a lungo termine alle imprese: si poneva fine alle cosiddette "banche miste". Per quanto riguarda il settore industriale, nello stesso anno, fu approvata una legge per rilanciare l'attività produttiva e per evitare la "sovraproduzione": il National Recovery Act (NRA). Attraverso questo provvedimento le imprese potevano accordarsi tra loro, in modo da consentire la riduzione dei costi e, come contropartita, fu chiesto loro di permettere alla forza lavoro di fare altrettanto. Vennero istituiti dei "codici" che fissavano prezzi, salari e orario di lavoro: in pratica, era stata permessa la "concentrazione" tra le imprese. Pochi anni dopo, nel 1937, la Corte Suprema dichiarò la legge "Incostituzionale", ma ormai essa aveva prodotto i suoi effetti e molte concentrazioni erano già avvenute. Le riforme riguardarono anche il settore agricolo: il governo americano ritirò le eccedenze e concesse sussidi a chi riduceva le terre coltivate attraverso l' "Agricultural Adjustment Act" (AAA). Ma il provvedimento più efficace del "Primo New Deal" fu sicuramente il "FERA", ovvero il "Federal Emergency Relief Act", che consisteva in una serie di interventi diretti per fornire ai disoccupati denaro, cibo e abbigliamento. Oltre tutti questi provvedimenti, Franklin D. Roosevelt viene ricordato per aver preso la difficile decisione di uscire dal Gold Standard: questa mossa favorì l'espansione dell'offerta di moneta, che pose fine alla recessione e determinò un forte rimbalzo dell'economia nel 1933-1934.

Nel complesso, le riforme attuate dal Presidente americano non produssero i risultati sperati, poiché nel 1935 la disoccupazione era diminuita di poco (era ancora al di sopra del 20 per cento), e la ripresa economica era debole. Anche Keynes, in una lettera al Presidente<sup>24</sup>, espresse il suo disappunto: in primo luogo egli criticò il “National Recovery Act” e lo definì come una riforma che probabilmente ha ostacolato la ripresa, perché varata con troppa fretta. Sempre nella stessa lettera, l’economista britannico suggerì un aumento della spesa governativa finanziata con prestiti e non attraverso il semplice trasferimento dei redditi esistenti, tramite la tassazione: in questo modo vi sarebbe un aumento del potere di acquisto nazionale, considerato da Keynes, come “il primo fattore a mettersi in moto nella fase iniziale della ripresa”. Infine egli propose il mantenimento di un credito abbondante e a buon mercato, e in particolare la riduzione del saggio di interesse a lungo termine: questo intervento avrebbe avuto ripercussioni favorevoli su tutto il mercato obbligazionario. Roosevelt allora iniziò a proporre manovre ancora più drastiche, in cui l’intervento dello Stato nell’economia degli Stati Uniti si faceva sempre più insistente. È questa la fase del cosiddetto “secondo New Deal”. Alcuni provvedimenti attuati in questo periodo durarono molto a lungo, come ad esempio, la riforma fiscale: venne istituito un sistema di tassazione progressivo e proporzionale, calcolato in base al reddito. Ma la misura rimasta più celebre di tutto il “Nuovo Corso” fu certamente la creazione della “Works Progress Administration” (WPA): il piano prevedeva che grandi enti statali assumessero milioni di disoccupati, per la costruzione di opere pubbliche come strade, dighe, parchi, scuole, ecc.

I lavori pubblici realizzati furono davvero imponenti: vennero costruiti 122000 edifici, oltre un milione e mezzo di chilometri di strade, 77000 ponti, 285 aeroporti, per un totale di quasi 4 milioni di assunzioni<sup>25</sup>. Uno degli interventi più consistenti fu realizzato tramite l’istituzione di un ente federale, la “Tennessee Valley Authority”, che permise la costruzione di dighe e laghi artificiali, sfruttati anche a scopo turistico, nel bacino fluviale del Tennessee, regione molto povera, spopolata

---

<sup>24</sup>J.M. Keynes, *The New Deal (Lettera a Roosevelt)*, “The New York Times”, 31-12-1933.

<sup>25</sup> E. De Simone, Op. Cit.

e priva di infrastrutture. Inoltre, nella stessa zona, furono bonificati e irrigati i terreni, fu portata la corrente elettrica nelle fattorie e fu creato un piano per la realizzazione di industrie di trasformazione. Una delle risposte più significative alla Grande Depressione negli Stati Uniti fu sicuramente la creazione di quello che in seguito sarebbe stato chiamato “Stato Assistenziale” o “Welfare State”. Fu il prodotto più duraturo della Rivoluzione Roosveltiana, anche se, come già detto, non fu una creazione americana. Le prime politiche “sociali” si devono alla Germania del conte Otto von Bismarck, che, verso la fine del diciannovesimo secolo, fece approvare delle leggi che prevedevano forme di assicurazione elementari nei casi di infortuni, malattia, vecchiaia e invalidità. Azioni simili seguirono in altri paesi europei come Austria e Ungheria, ma un passo avanti fu compiuto in Gran Bretagna, nei primi anni del ‘900. Sotto il patrocinio del Cancelliere dello Scacchiere Lloyd George, nel 1911, furono approvate leggi per fornire un’assicurazione contro la malattia e l’invalidità e in seguito anche un sussidio di disoccupazione. Negli Stati Uniti, la fonte delle idee e dell’iniziativa pratica che furono alla base della legislazione sociale, fu John R. Commons, professore all’università del Wisconsin, che, insieme ad un gruppo di economisti e politici, elaborò il cosiddetto “Wisconsin Plan”. Il piano comprendeva una legge d’avanguardia sugli impieghi statali, la regolamentazione dei tassi reali delle obbligazioni emesse da imprese pubbliche, un limite ai tassi d’interesse “usurai”, il sostegno al movimento sindacale e un sistema statale di sussidi di disoccupazione<sup>26</sup>.

Il primo passo, a livello federale, fu compiuto durante il New Deal, nel quale il Presidente Roosevelt fece approvare alcuni provvedimenti attraverso i quali lo Stato si impegnava a garantire un livello minimo di sussistenza a tutti i cittadini. Il “Social Security Act” del 1935 istituì il primo sistema nazionale di pensioni di vecchiaia e invalidità, e avviò un programma di assistenza ai disoccupati attraverso sussidi. Tuttavia questo provvedimento risultò di portata assai limitata, poiché il fondo pensionistico era limitato ad alcune categorie specifiche (la manodopera agricola venne esclusa) e soprattutto perché venne finanziato direttamente con imposte sui salari dei lavoratori dipendenti.

---

<sup>26</sup>J.K. Galbraith, Storia dell’Economia, Bur, Milano, 2012.

Soltanto con il secondo dopoguerra le politiche di Welfare risultarono più efficaci; soprattutto negli anni Sessanta e Settanta quando venne aumentata la parte di spesa pubblica destinata ai gruppi sociali più poveri.

La letteratura riguardante i risultati del New Deal è spesso contrastante: senza dubbio alcune manovre furono degli insuccessi e, a volte, finirono con l'aumentare la disoccupazione. Gli esempi più lampanti furono il tentativo di mettere d'accordo gli agricoltori per diminuire la produzione e mantenere alti i prezzi, attraverso l' Agricultural Adjustment Act (AAA), e il già menzionato NRA. Altre riforme invece portarono effettivamente un aiuto all'enorme popolazione di disoccupati e alcune di queste furono così efficienti, che, sotto varie forme, durano fino ai nostri giorni.

Su una cosa però, gli economisti e gli storici sono concordi: il New Deal non fu totalmente un intervento di stimoli "keynesiani" all'economia. La maggioranza democratica di Roosevelt era composta in buona parte da deputati del sud, contrari ad ogni spesa in deficit. Infatti, durante tutti gli anni del New Deal, il debito pubblico restò stabile poco sopra il 40 per cento del Pil. Questo perché l'aumento di spesa venne finanziato con un elevatissimo aumento delle tasse, contrariamente a quanto sostenuto ripetutamente da Keynes.

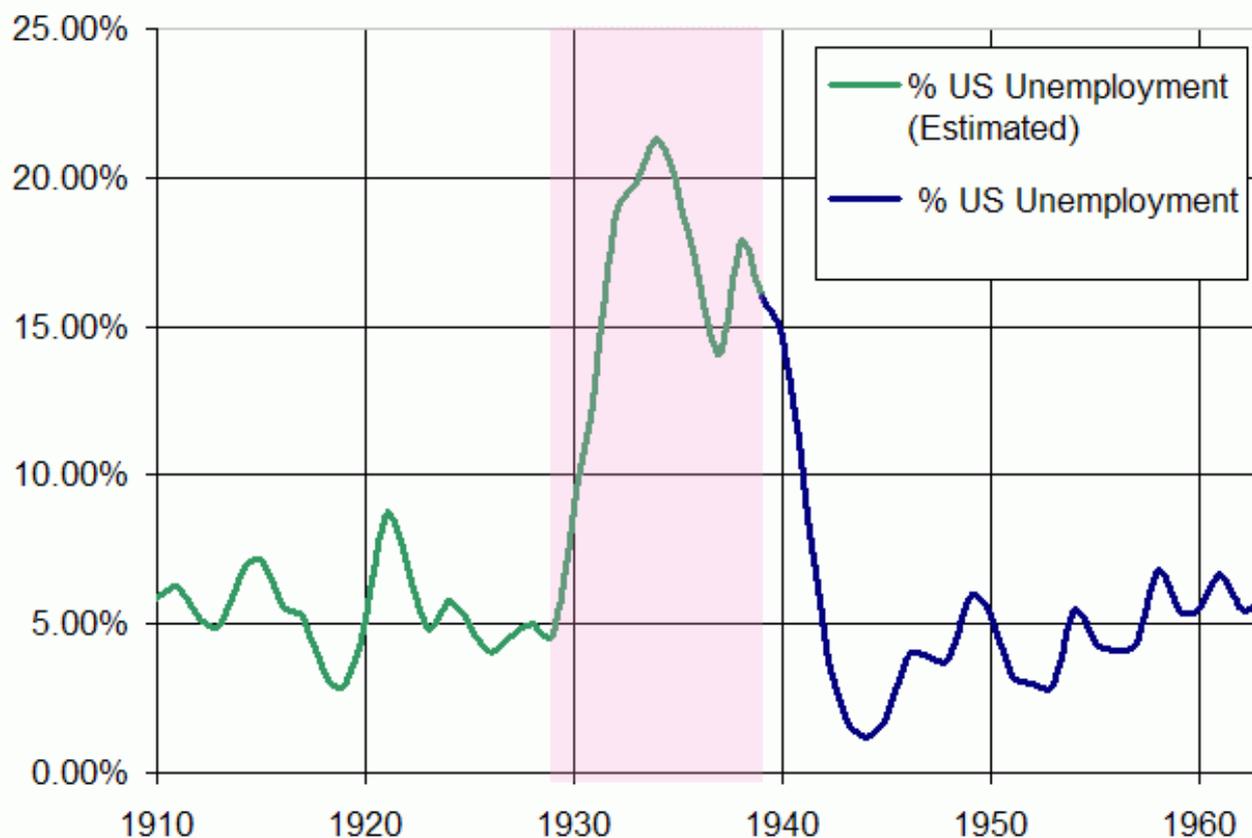
In altre parole, la politica fiscale di Roosevelt, per tutto il periodo del suo mandato, che fu assai lungo, fu molto conservatrice e attenta a non creare deficit eccessivo<sup>27</sup>.

In conclusione, la ripresa dalla Grande Depressione fu molto lenta e ostacolata anche da una successiva nuova crisi economica che colpì gli Stati Uniti tra il 1937 ed il 1938. Solo con l'entrata in guerra del 1941 le cose cambiarono, poiché una buona parte dell'economia venne riconvertita per sostenere lo sforzo bellico e inoltre il 15 per cento della popolazione in età lavoro venne arruolata nell'esercito. Il governo, per la prima volta, cominciò seriamente a spendere il deficit, portando nel 1945 il rapporto debito/Pil al 120 per cento e la disoccupazione al 2 per cento, riassorbendo la maggioranza dei senza lavoro.

---

<sup>27</sup> D. M. De Luca, *Che cos'è il New Deal*, Il Post, 9-03-2013.

Ecco un grafico che riassume l'andamento del tasso di disoccupazione negli Stati Uniti in quel periodo<sup>28</sup>:



L'area ombreggiata rappresenta il periodo della recessione ed è facile notare come nei primissimi anni Trenta la disoccupazione raggiunse quasi il 25 per cento della popolazione statunitense. Poi, grazie alle misure del Presidente Roosevelt il tasso di disoccupazione cominciò a scendere, ma alla fine di quel decennio la percentuale di disoccupati si aggirava ancora attorno al 13 per cento. Solo con l'avvento della guerra tornò a livelli accettabili, poiché, come già accennato in precedenza, gran parte delle industrie furono convertite per sostenere lo sforzo bellico: vennero prodotte armi ed equipaggiamenti ed erano moltissimi quelli coinvolti nella progettazione e nel commercio di tali materiali. Inoltre gran parte della popolazione fu arruolata e la disoccupazione venne così praticamente riassorbita quasi del tutto.

<sup>28</sup> Fonte: *Historical Statistics of the United States*, Millennial Edition, online, tabella Ba475.

Il New Deal dunque, non contribuì pienamente ad uscire dalla crisi, ma gli americani percepirono l'era Roosevelt come un periodo caratterizzato da una grande fiducia e da un grande ottimismo. Fu una fase storica in cui la politica riuscì a dare risposte efficaci alla situazione economica e grande sostegno ai cittadini in difficoltà. Proprio per questi motivi Franklin Delano Roosevelt fu l'unico Presidente statunitense che governò per ben quattro mandati, essendo sempre rieletto con ampie maggioranze di voti.

## **CAPITOLO SECONDO:**

### **LA CRISI DEL 2007.**

## 2.1 Le origini della Crisi finanziaria statunitense.

Più di recente, un'altra crisi finanziaria di elevate dimensioni ha sconvolto i paesi sviluppati del mondo occidentale, innescando poi una grande recessione, considerata da molti come la peggiore di tutti i tempi, solo dopo la Grande Depressione. Ancora una volta il fenomeno prese avvio negli Stati Uniti, scatenando poi una reazione a catena in tutto il mondo e causando gravi conseguenze, tuttora in evoluzione, sull'economia mondiale.

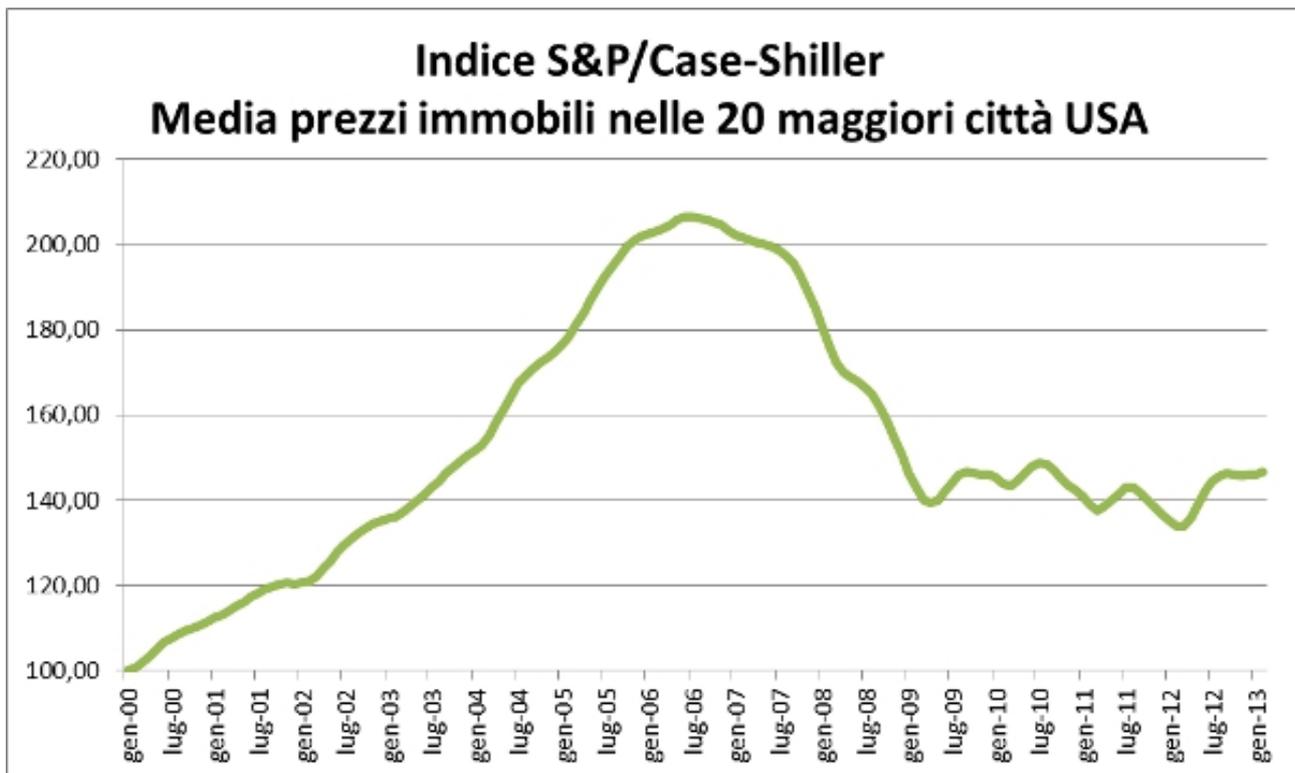
È molto utile esaminare la recente crisi finanziaria inserendola in un contesto storico. Ben Bernanke, Presidente della Federal Reserve dal 2006 al 2014, in un suo celebre libro definisce il periodo precedente alla crisi come “la grande moderazione”, in contrapposizione alla Grande Depressione che aveva caratterizzato gli anni Trenta del novecento<sup>29</sup>. Tale periodo, che viene fatto coincidere con il mandato di Alan Greenspan alla presidenza della Fed (1987-2006), fu realmente un periodo di prosperità per gli Stati Uniti: dopo la seconda guerra mondiale e la stagflazione degli anni Settanta infatti, ci fu un aumento straordinario della stabilità economica che durò praticamente due decenni. La grande moderazione si caratterizzò anche per l'assenza di crisi finanziarie nocive: solo nel 1987 e nel 2001 si registrarono due flessioni, velocemente riassorbite. Passiamo ora al preludio della crisi. Una delle cause scatenanti del tracollo fu il rincaro degli immobili residenziali: nell'estate del 2005 i prezzi delle case nelle grandi città erano aumentati di quasi il 150 per cento rispetto all'inizio del decennio. In altre città si registravano incrementi leggermente inferiori, ma a livello nazionale c'era stato chiaramente un boom dei prezzi immobiliari che presentava tutte le caratteristiche della classica bolla: vi era la convinzione che i prezzi non potessero mai scendere e la conseguente corsa ad acquistare per godere dell'ulteriore incremento dei prezzi. L'analogia con la bolla speculativa che aveva caratterizzato la Florida molti anni prima vien da sé. Come allora, il boom immobiliare e il rincaro delle abitazioni fu in gran parte una questione di psicologia, poiché gli anni Novanta furono

---

<sup>29</sup> B. S. Bernanke, op. Cit.

un periodo di grande ottimismo nei confronti dei titoli tecnologici e del mercato azionario più in generale; e senza dubbio parte di quell'ottimismo si riversò anche nel mercato immobiliare.

Di seguito un grafico che mostra l'andamento dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti in quegli anni:



L'indice Case-Shiller<sup>30</sup> mostra che i prezzi delle case hanno toccato i massimi nella primavera del 2006, poi ci fu inevitabilmente il crollo: le città che avevano fatto registrare gli incrementi più elevati negli anni della bolla, registrarono i decrementi più forti: intorno al 50 per cento a Miami e quasi il 60 per cento a Las Vegas. Come per ogni bolla speculativa le banche cominciarono ad erogare “prestiti facili” a cittadini che desideravano comprare una casa ma che non possedevano sufficiente denaro per acquistarla. Prima degli anni Duemila, agli acquirenti di abitazioni si richiedeva di solito un anticipo del 10, 15 o anche 20 per cento del valore dell'immobile. Inoltre, per convincere una

<sup>30</sup> Un indicatore a carattere nazionale che riporta i prezzi delle case unifamiliari nelle 20 principali aree urbane degli U.S.A.

banca a concedere loro un mutuo, pari in molti casi a quattro o cinque volte il loro stipendio, i compratori dovevano produrre una documentazione dettagliata della propria situazione finanziaria (reddito, patrimonio e così via). Purtroppo, all'aumentare dei prezzi delle abitazioni, molti istituti di credito cominciarono ad offrire mutui anche a prenditori meno qualificati, detti "sub-prime"<sup>31</sup>, da cui deriva la denominazione della cosiddetta "Crisi dei sub-prime". Spesso questi prestiti ipotecari erano erogati anche senza la richiesta di un anticipo e a fronte di una documentazione pressoché nulla. Il crollo dei prezzi degli immobili residenziali ha avuto conseguenze di vasta portata: innanzitutto, molte persone che si sentivano ricche grazie all'aumento del valore dell'abitazione e della proprietà ipotecata si sono trovate improvvisamente "sott'acqua", cioè con un debito residuo verso la banca superiore al valore dell'immobile. Al contempo il calo dei prezzi delle abitazioni ha comportato anche un notevole aumento delle insolvenze e una conseguente crisi creditizia delle banche. Ma non finisce qui, poiché molti intermediari, per evitare la svalutazione, avevano cercato di tutelarsi provvedendo alla "cartolarizzazione" del credito, un meccanismo mediante il quale i mutui vengono accorpati e "impacchettati" in Mortgage-Backed-Securities (Mbs, titoli garantiti da ipoteche). Una volta cartolarizzati, i mutui sono stati immessi nel mercato e venduti agli investitori. Tale procedura fu facilitata da due agenzie private patrocinate dallo Stato (Fannie Mae e Freddie Mac), costituite dal Congresso allo scopo di sostenere il settore residenziale, che si facevano carico dei crediti, e dei conseguenti rischi delle banche, e li rivendevano sul mercato attraverso il meccanismo precedentemente descritto. Il problema era che questi crediti sarebbero dovuti essere a bassissimo rischio, poiché si pensava che fosse impossibile che un gran numero di mutuatari diventasse insolvente contemporaneamente. In realtà la probabilità era altissima visto che le case valevano il 30, il 40 o il 50 per cento in meno del prezzo pagato dal mutuatario. Di conseguenza, tantissimi Asset finanziari teoricamente sicuri, che avevano ottenuto una tripla A dalle agenzie di rating "Standard & Poor's" o da "Moody's", sono diventati "prodotti tossici", che valevano molto meno del loro valore

---

<sup>31</sup> Definiti anche "non-prime" da Ben Bernanke nel suo libro "La Federal Reserve e la crisi finanziaria".

nominale. Come descritto nell'opera di Paul Krugman "Fuori da questa crisi, adesso!"<sup>32</sup>, alcuni di quei prodotti tossici erano stati rifilati ad acquirenti incauti, come il fondo pensioni degli insegnanti della Florida. Ma la maggior parte, acquistata da banche tradizionali, era rimasta in carico al sistema finanziario e poiché le banche erano altamente indebitate rispetto ai loro mezzi, non ci sono volute enormi perdite per mettere a rischio la solvibilità di molte istituzioni. Oltre gli Mbs, un altro meccanismo per trasferire il rischio dei mutui sui mercati finanziari erano le "Collateralized debt obligations" (Cdo), ovvero obbligazioni garantite da un portafoglio di mutui ipotecari e crediti di altra natura. Le Cdo venivano spesso suddivise in tranches più o meno rischiose, che potevano essere acquistate da investitori differenti: si trattava di titoli molto sofisticati che richiedevano un'analisi approfondita. Una ragione per la quale molti investitori erano disposti ad acquistare questi titoli era la assicurazione offerta dalle agenzie di rating, il cui compito è quello di valutare la qualità delle obbligazioni e di altri strumenti finanziari: molti titoli, come già sottolineato in precedenza, avevano ottenuto una tripla A.

La gravità della situazione è emersa quando la banca d'investimenti francese BNP Paribas ha dichiarato ai sottoscrittori di due dei suoi fondi che non potevano più ritirare i loro soldi, perché i mercati di quegli Asset erano stati praticamente chiusi. Si stava creando una crisi del credito, poiché le banche, preoccupate per le possibili perdite, non erano più disposte a prestarsi i soldi a vicenda attraverso il meccanismo dei "pronti contro termine" (prestiti a brevissimo termine, spesso "Overnight"). Alla fine del 2007 la combinazione tra stasi dell'edilizia, calo dei consumi dovuto alla caduta dei prezzi immobiliari e stretta del credito, contribuirono a far entrare l'economia degli Stati Uniti in recessione. Nello stesso anno comincia il crollo del mercato azionario, poiché la crisi dei sub-prime inizia a pesare sulle borse. Come riportato da un articolo del Sole24ore, l'8 Giugno 2007 Wall Street perde l'1,5 per cento, ed è solo l'inizio di un crollo che brucerà, da quella data fino al 9 Marzo 2009, 31 milamiliardi di dollari sulle borse di tutto il mondo<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> P. Krugman, *Fuori da questa Crisi, Adesso!*, Garzanti, Milano, 2012.

<sup>33</sup> IlSole24Ore, *Le Tappe della Crisi*.

La crisi del 2007-2008 ha assunto i connotati di un classico panico finanziario, ma in un contesto differente rispetto a quello del sistema bancario che aveva caratterizzato la crisi del 1929: il crollo più recente ha coinvolto infatti tutto il sistema finanziario nel suo insieme. Il problema dell'attuale crisi non fu soltanto l'insolvenza dei debitori, ma il fatto che le perdite erano distribuite fra diversi titoli e diverse società, e nessuno era in grado di stabilire dove si nascondessero e chi le avrebbe sostenute. Questa mancanza di trasparenza ha creato parecchia incertezza nei mercati finanziari, causando un'ondata di disinvestimenti che ha costretto alcune importanti società finanziarie a liquidare rapidamente le proprie attività per far fronte alla perdita di fondi.

Durante la Grande Depressione migliaia di banche dichiararono il fallimento, ma, almeno negli Stati Uniti erano quasi tutte di piccole dimensioni. Diversamente da quanto accaduto allora, nel 2008 il dissesto di molte banche minori è stato accompagnato anche da intense pressioni su alcune delle maggiori istituzioni finanziarie statunitensi. È utile riportare alcuni esempi: Bear Stearns, una società di intermediazione mobiliare, nel marzo 2008 si è trovata in gravi difficoltà, e il giorno 16 di quel mese fu acquistata da JPMorgan Chase con l'assistenza della Fed, evitandone il fallimento. L'operazione riportò un po' di calma sui mercati e durante i mesi estivi molti cominciarono a sperare in un'attenuazione della crisi, ma poi, verso la fine dell'estate, la situazione precipitò. Il 7 Settembre Fannie e Freddie erano chiaramente insolventi poiché non avevano capitale a sufficienza per coprire le perdite sulle garanzie ipotecarie concesse. La Federal Reserve, in collaborazione con l'autorità di vigilanza e il dipartimento del Tesoro, ha determinato l'entità dell'ammanto e ha posto Fannie e Freddie in regime di amministrazione controllata. Al contempo, il Tesoro ottenne l'autorizzazione a farsi garante di tutte le passività delle due agenzie, compresi gli Mbs che avevano emesso, in modo da tutelare gli investitori. Fu una mossa estremamente importante poiché, se non l'avesse attuata, la crisi si sarebbe intensificata notevolmente dato che l'esposizione degli investitori mondiali a questi titoli ammontava a centinaia di miliardi di dollari.

La situazione precipitò nuovamente a Settembre 2008, mese in cui la banca d'affari Lehman Brothers, in crisi da qualche mese, finisce in bancarotta e il governo decide di non salvarla. Data l'importanza

di questo istituto finanziario, è utile spendere qualche parola in più su di essa. Come riportato in un articolo su *Il Post*<sup>34</sup>, la società venne fondata nel 1850 da Henry Lehman, un emigrato tedesco di origine ebraica, e i suoi discendenti mantennero il controllo della banca fino al 1969. Dopo più di un secolo di storia gloriosa, dal 1984 al 1994, la banca fu sotto il controllo di American Express. Quando riacquistò l'indipendenza, sotto la guida di Richard Fuld (l'amministratore delegato che l'avrebbe portata al fallimento) Lehman divenne in breve una delle più importanti e spregiudicate banche d'affari del paese. L'attività di Lehman non era diversa da quello che fa tutt'ora la più nota Goldman Sachs. In sostanza: offriva consulenza ad altre società, le aiutava nel collocamento di azioni o di obbligazioni in borsa e investiva il proprio denaro e il denaro altrui. Una delle cause della crisi viene fatta coincidere con la deregolamentazione di Wall Street, avvenuta negli anni 2000 sotto la presidenza di Bush. Questa permise in sostanza alle banche di effettuare operazioni molto più rischiose e di indebitarsi molto più di quanto potessero fare prima. Così, negli anni Duemila la società iniziò ad investire somme ingenti in Mbs e in immobili commerciali. Con il calo dei prezzi delle abitazioni e l'aumento delle insolvenze sui mutui ipotecari, la situazione finanziaria di Lehman si è deteriorata rapidamente e la società ha iniziato a subire perdite consistenti. Ben presto il colosso americano si è ritrovato sull'orlo dell'insolvenza e soggetta a fortissime pressioni, perché i creditori, avendo perso fiducia nella sua solidità, cominciarono a ritirare i propri fondi e smisero di rifinanziarla. Di conseguenza, paralizzata dall'emorragia di fondi e impossibilitata a rifinanziarsi, Lehman ha cercato, con l'aiuto della Federal Reserve e del Tesoro statunitense, di trovare qualcuno disposto ad acquistarla. Ma la ricerca si è dimostrata infruttuosa e il 15 Settembre 2008 la società ha avviato le procedure fallimentari.

Il crollo di Lehman Brothers ha provocato uno shock di enormi proporzioni in tutto il sistema finanziario globale poiché molti fondi di mercato monetario possedevano dei titoli emessi dalla banca statunitense che ben presto divennero “carta straccia”.

---

<sup>34</sup> D. M. De Luca, *Il Fallimento di Lehman Brothers*, *Il Post*, 15-09-2012.

La contrazione economica si trasferì ben presto dagli Stati Uniti a tutto il mondo, causando ovunque un calo dei consumi, della produzione e soprattutto un aumento improvviso della disoccupazione.

Bernanke ha individuato alcune vulnerabilità che hanno contribuito a trasformare quella che poteva essere una modesta recessione, in una crisi di enormi proporzioni<sup>35</sup>. Così come durante la Grande Depressione, l'economia degli Stati Uniti presentava diversi punti deboli, sia nel settore privato del sistema finanziario, sia in quello pubblico. Innanzitutto nel settore privato molti soggetti avevano contratto troppi debiti; una spiegazione di tale fenomeno potrebbe trovarsi nella cosiddetta "Grande Moderazione" poiché, dopo un ventennio caratterizzato da condizioni economiche e finanziarie piuttosto stabili, le persone erano diventate più fiduciose e disposte ad indebitarsi. Ma l'indebitamento eccessivo ha un rischio evidente: se non si hanno molti margini e il valore dell'attività diminuisce, ben presto ci si ritrova con un patrimonio che vale meno del debito contratto.

Un secondo problema rilevante scaturiva dal fatto che le operazioni diventavano ogni giorno più complesse, ma le banche e le istituzioni finanziarie, non erano in grado di monitorare, misurare e gestire adeguatamente i rischi che ne conseguivano: i sistemi informatici e le risorse dedicate da queste istituzioni alla gestione del rischio non fornivano un quadro esauriente della natura e dell'entità dei rischi assunti.

Un terzo problema è che in diversi contesti le società finanziarie facevano ampio ricorso a finanziamenti a breve termine attraverso strumenti come i "commercial paper", titoli che possono avere scadenza anche di un giorno e che perlopiù hanno una durata inferiore ai tre mesi: di conseguenza queste istituzioni avevano passività iscritte in bilancio a brevissimo termine e potenzialmente soggette a richieste di rimborso improvvise.

Un ultimo punto debole del settore privato era l'uso di strumenti finanziari ad alto rischio come i contratti "derivati". Fra questi figuravano i "Credit default swaps" (Cds) usati dalla Aig Financial Corporation (una grande società di assicurazioni statunitense) per vendere agli investitori

---

<sup>35</sup> B. S. Bernanke, op. Cit.

un'assicurazione sui loro strumenti finanziari. Di fatto Aig si impegnava a coprire eventuali perdite subite dagli investitori su titoli cartolarizzati e di altra natura: finché l'economia e il sistema finanziario hanno registrato un buon andamento, Aig ha continuato a riscuotere senza difficoltà i premi di questa copertura assicurativa; ma appena la situazione è precipitata, la società, trovandosi nel ruolo di controparte di tutte queste esposizioni, ha subito enormi perdite che hanno prodotto ripercussioni molto gravi.

Anche il settore pubblico presentava vulnerabilità di rilievo. In primo luogo il quadro della regolamentazione finanziaria era del tutto inadeguato: esso era ancora fondato sull'impianto creato negli anni Trenta durante la Grande Depressione e non si era evoluto di pari passo con il sistema finanziario, e di conseguenza molte grandi istituzioni non erano soggette ad una vigilanza rigorosa. Un esempio era proprio Aig: nessuno si preoccupava davvero del problema dei Cds appena descritto. Un'altra categoria di istituzioni prive di adeguata supervisione erano le grandi banche d'investimento come Lehman Brothers, Bear Stearns e Merrill Lynch che per legge non erano soggette ad alcuna vigilanza: avevano stipulato un accordo con la Securities and Exchange Commission (Sec), ma di fatto erano esenti da una regolamentazione complessiva. Tale sistema presentava dunque numerose lacune e molte società protagoniste della crisi erano prive di un controllo efficace; anche laddove la regolamentazione e la vigilanza erano previste per legge, spesso queste attività non venivano condotte nella maniera più indicata.

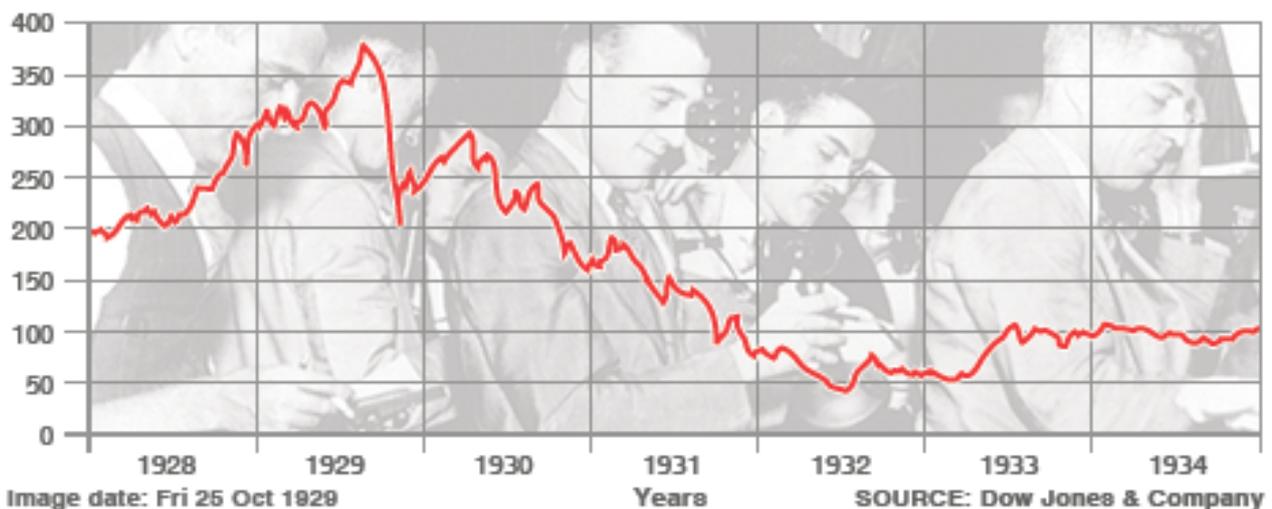
Ancora secondo Bernanke, la Fed ha commesso due grandi errori nella gestione di tale problematica. Innanzitutto non ha insistito nella supervisione delle banche e delle holding bancarie, soprattutto in termini di misurazione dei rischi: molte banche non erano in grado di comprendere a fondo i rischi a cui erano esposte e le autorità di vigilanza avrebbero dovuto indurle a sviluppare sistemi di gestione più efficaci; sarebbero dovute inoltre intervenire per limitare tali operazioni. La Fed e altre autorità di supervisione bancaria non hanno esercitato sufficienti pressioni e ciò ha comportato problemi molto seri.

Una seconda area in cui la banca centrale statunitense ha fallito riguarda la tutela dei consumatori: la Fed aveva il potere di accordare ai mutuatari determinate forme di protezione che, se applicate efficacemente, avrebbero almeno in parte contrastato le cattive prassi creditizie osservate verso la fine della bolla immobiliare.

## 2.2 Le Conseguenze della Crisi e l'inizio della Ripresa.

La crisi dei sub-prime comportò conseguenze devastanti sia sui mercati finanziari, sia sull'economia reale. Il crollo del mercato immobiliare fu reso ancora più disastroso dal graduale rialzo del tasso di sconto operato dalla Fed nei mesi successivi l'esplosione della crisi sui mutui. La reazione delle borse fu immediata: l'indice S&P500 di Wall Street, tra Settembre e Ottobre 2008 diminuì del 25,9 per cento, con ondate di vere e proprie "vendite da panico" (panic selling) in alcuni giorni. È utile mettere a confronto l'andamento della borsa di Wall Street durante la crisi del '29 con quello più recente:

### THE FALL OF THE DOW JONES: 1928 TO 1934



L'aspetto interessante è che per i primi mesi della crisi le quotazioni azionarie negli Stati Uniti ebbero un andamento molto simile a quello osservato nel 1929-1930. In seguito però, è facile notare come mentre all'inizio del 2009 i listini statunitensi hanno ripreso a salire, all'epoca della Grande

Depressione il mercato azionario continuò a perdere terreno e alla fine i corsi azionari persero addirittura l'85 per cento del loro valore<sup>36</sup>.

La crisi dei mutui in pochi mesi colpì anche l'economia reale, provocando recessione, caduta degli investimenti e dei redditi e crollo dei consumi: negli Stati Uniti il Pil è diminuito di oltre il 5 per cento, otto milioni e mezzo di persone hanno perso il lavoro e il tasso di disoccupazione ha superato il 10 per cento. Ma la contrazione economica non ha interessato solo gli Stati Uniti: molti paesi del mondo, soprattutto quelli dipendenti dal commercio internazionale, hanno subito flessioni ancora più gravi. Il rallentamento ha avuto dimensioni globali, alimentando quasi ovunque il timore di una nuova Grande Depressione.

Questa volta però, a differenza di 80 anni fa, le autorità reagirono in modo completamente diverso: all'indomani della crisi del '29 infatti la Fed non intervenne con sufficiente determinazione per impedire la contrazione dell'offerta di moneta e contrastare la deflazione. La Grande Depressione ha insegnato che serve una politica monetaria accomodante per evitare che l'economia cada in una profonda recessione. Così, facendo tesoro di questa esperienza, la banca centrale statunitense, con la collaborazione del governo, ha attuato provvedimenti energici per fermare il panico finanziario, in collaborazione con le banche centrali e le autorità politiche di altri paesi.

Il 10 Ottobre 2008 si è tenuto un vertice del G7, in occasione del quale i governatori delle banche centrali e i ministri delle finanze dei sette maggiori paesi industrializzati si sono riuniti a Washington. Essi giunsero ad un accordo di natura globale che prevedeva che le banche e le altre istituzioni finanziarie accedessero ai fondi erogati dalle banche centrali e al capitale fornito dai governi. Il Regno Unito è stato il primo paese ad annunciare un vasto programma per la stabilizzazione del sistema bancario. Gli Stati Uniti, subito dopo, hanno varato importanti provvedimenti per ricapitalizzare le banche e così via.

---

<sup>36</sup> Andamento dell'indice S&P 500 Composite nei mesi successivi ad un picco nel 1929 e 2007.

La Federal Reserve ha concesso enormi prestiti a banche e istituzioni finanziarie, facendo in modo che non restassero prive di liquidità. L'amministrazione Bush è riuscita a far approvare dal congresso il "Troubled Asset Relief Program" che disponeva lo stanziamento di circa 700 miliardi di dollari per salvare le banche, prevalentemente attraverso l'acquisto di quote azionarie, in modo da aumentarne la capitalizzazione. Bisogna sottolineare che la Fed non ha preso misure ad hoc senza precedenti, ma ha reagito alla crisi in maniera coerente con il ruolo tradizionale delle banche centrali, erogando prestiti di ultima istanza per placare il panico.

Entrando più nel dettaglio di tali operazioni, è utile premettere che la Federal Reserve non ha agito da sola, ma ha lavorato in stretto coordinamento con le autorità degli Stati Uniti e di altri paesi. Un esempio è proprio il "Troubled Asset Relief Program", in cui è sceso in campo anche il dipartimento del Tesoro, che si è incaricato di fornire alle banche i capitali di cui avevano bisogno. Anche la "Federal Deposit Insurance Corporation" (Fdic) ha svolto un ruolo importante, rimuovendo di fatto il massimale di 250mila dollari previsto dall'assicurazione dei depositi per i conti correnti. Inoltre, a fronte di una commissione, ha offerto garanzie alle banche che desideravano collocare sul mercato titoli con scadenza fino a tre anni, permettendo loro di reperire più agevolmente finanziamenti a lungo termine<sup>37</sup>.

Un'importante manovra svolta dalla Fed, in collaborazione con le autorità di vigilanza, è rappresentata dagli "Stress Test": nella primavera del 2009, poco dopo la fase acuta della crisi, sono state svolte delle valutazioni accurate sulle posizioni finanziarie delle diciannove maggiori banche degli Stati Uniti. Tali test hanno dimostrato che le banche americane erano in grado di sopravvivere a un nuovo deterioramento delle condizioni economiche e finanziarie e hanno permesso agli istituti bancari di raccogliere volumi consistenti di capitali privati, data la ritrovata fiducia degli investitori. Un importante strumento utilizzato dalla banca centrale degli Stati Uniti per favorire la ripresa fu sicuramente l'acquisto di titoli su larga scala (Large-scale asset Purchases, o Lsap), più comunemente

---

<sup>37</sup> B. S. Bernanke, op. Cit.

noto come “Quantitative easing”: l’allentamento quantitativo non è che un altro modo per attuare una politica monetaria espansiva e sostenere l’economia. Tale meccanismo funziona in questo modo: per influenzare i tassi di interesse a lungo termine, la Fed ha iniziato ad acquistare volumi molto consistenti di buoni del Tesoro statunitense (Treasury) e di “Mortgage-backed securities” (Mbs) di Fannie Mae e Freddie Mac. La banca centrale ha attuato due tornate di quantitative easing: la prima annunciata nel Marzo 2009 (nota come Qe1) e la seconda nel Novembre 2010 (Qe2). Nel loro insieme le due tornate hanno incrementato gli attivi della Fed di oltre 2000 miliardi di dollari.

La spiegazione di tali operazioni viene nuovamente fornita dall’ex governatore della Fed, Bernake: un approccio del genere era stato suggerito dai monetaristi, tra questi Milton Friedman. L’idea di fondo è semplice: con l’acquisto di buoni del Tesoro o Mbs di agenzie, la Fed riduce la disponibilità di questi titoli sul mercato, costringendo gli investitori ad accontentarsi di un rendimento più basso; quindi, se l’offerta di tali titoli diminuisce, gli investitori sono disposti a pagare un prezzo più alto per acquistarli, e il prezzo e il rendimento di un titolo sono inversamente correlati. In questo modo, acquistando Treasury, iscrividoli a bilancio e riducendone la disponibilità sul mercato, la Fed ha di fatto ridotto i tassi d’interesse dei titoli del tesoro a lunga scadenza, come pure quelli degli Mbs. Inoltre, la minore offerta di Treasury e di mortgage-backed securities ha indotto molti investitori a privilegiare altri tipi di titoli, come le obbligazioni societarie, spingendo al rialzo il prezzo e al ribasso il rendimento, anche di queste emissioni. Per effetto complessivo di tali dinamiche si è registrata una diminuzione dei rendimenti di una vasta gamma di titoli e un calo dei tassi d’interesse produce spesso un effetto di stimolo sull’economia.

Per quanto concerne di settore pubblico, la crisi ha messo in luce molte lacune dell’apparato di regolamentazione statunitense. Nel 2008 pertanto è stato avviato un vasto processo di riforma della regolamentazione finanziaria. Il provvedimento legislativo più importante a tal riguardo è il cosiddetto Dodd-Frank Act, approvato nell’estate del 2010. Ufficialmente denominata Wall Street Reform and Consumer Protection Act, questa legge ha introdotto un esauriente corpo di misure per ovviare a molti punti deboli del sistema di vigilanza bancaria negli Stati Uniti. Come riportato in un

articolo tratto dal Sole24Ore, la riforma finanziaria di Wall Street dovrebbe impedire una nuova crisi, proteggere gli americani da patti oscuri e mettere fine agli abusi delle banche. Il testo impone nuove regole, istituisce una nuova procedura per liquidare le grandi istituzioni finanziarie e costituisce un nuovo ufficio per la protezione degli utenti di prodotti finanziari<sup>38</sup>.

Più nello specifico il Dodd-Frank Act contempla tra i suoi principali obiettivi la promozione di un approccio sistemico, che induca l'autorità di regolamentazione a monitorare l'intero sistema e non solo le sue singole componenti, al fine di individuare e ridurre i rischi e le minacce per la stabilità finanziaria complessiva. Per favorire il coordinamento tra gli organismi di vigilanza, è stato costituito un nuovo comitato denominato "Financial Stability Oversight Council" (Fsoc), del quale fa parte anche la Fed. I membri del Fsoc si riuniscono regolarmente per analizzare gli sviluppi economici e finanziari e discutere i metodi per vigilare sull'intero sistema evitando vari tipi di problemi. Inoltre, il Dodd-Frank Act ha fatto obbligo a tutte le autorità di regolamentazione di valutare le implicazioni sistemiche generali delle loro azioni e decisioni individuali. In particolare, la Federal Reserve ha rivisto radicalmente le proprie funzioni di supervisione, in modo da avere una visione di insieme su una molteplicità di istituzioni e mercati finanziari. Di conseguenza, oggi, gli Stati Uniti dispongono di un quadro complessivo della situazione che non avevano prima della crisi.

Precedentemente è stato sottolineato il fatto che alcune importanti società, quali Aig e altre, non erano soggette ad una sorveglianza efficace da parte di alcuna autorità di vigilanza. Il Dodd-Frank Act ha creato un meccanismo di sicurezza, mediante il quale il Fsoc può decidere, tramite apposita votazione, di ricondurre sotto la supervisione della Federal Reserve qualsiasi società finanziaria che reputi non adeguatamente regolamentata.

Un'altra vulnerabilità del sistema finanziario era legata alla presenza di istituzioni di grande rilevanza, considerate appunto "troppo grandi per essere lasciate fallire" (too big to fail). Per risolvere i problemi posti da questi colossi si può procedere attraverso due approcci. Innanzitutto il Dodd-Frank Act ha

---

<sup>38</sup> IlSole24Ore, *Dodd-Frank Act*, 11-05-2013.

previsto che le istituzioni più grandi e complesse, le cui difficoltà potrebbero mettere a repentaglio la stabilità del sistema, vengano sottoposte a una supervisione più rigorosa rispetto ad altre società finanziarie. La Fed ha infatti stabilito, per queste società, dei coefficienti patrimoniali più stringenti, con una serie di requisiti di capitale aggiuntivi per le società più grandi e di maggiore rilevanza storica. Ci sono poi i cosiddetti Stress test, che secondo quanto stabilito dovranno essere condotti una volta l'anno dalla Fed e dalle stesse grandi società finanziarie. In questo modo è possibile avere indicazioni più precise circa la capacità di queste istituzioni di reggere all'impatto di uno shock significativo del sistema finanziario. In sintesi, una soluzione al problema del too big to fail consiste nell'assoggettare le istituzioni più grandi e più complesse ad una supervisione più rigorosa, attraverso una maggiore vigilanza, requisiti patrimoniali più stringenti, regolari stress test e restrizioni più puntuali alle loro attività.

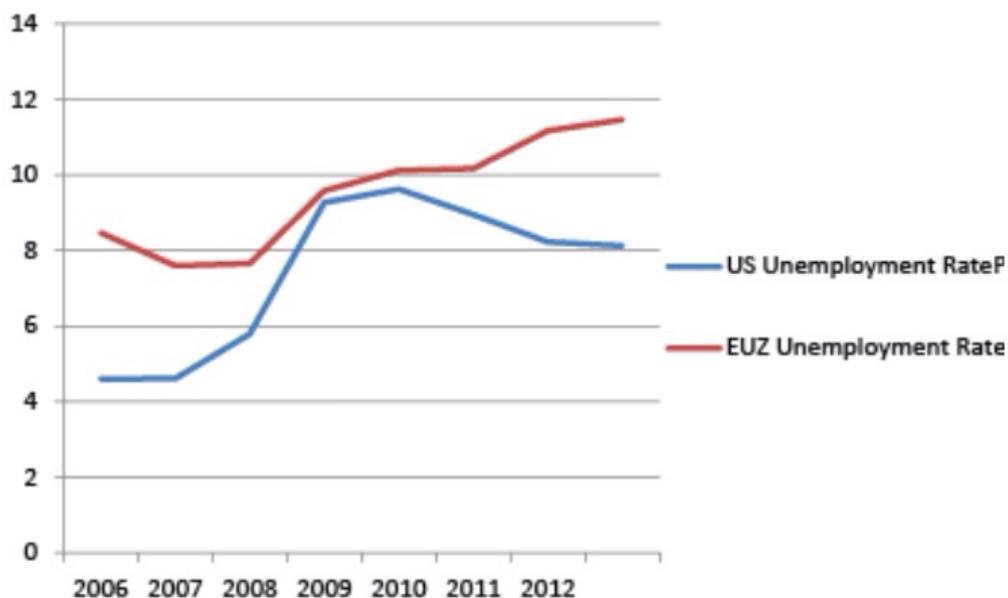
Il Dodd-Frank Act ha previsto un altro approccio per risolvere il problema del "too big to fail", ossia lasciare che queste istituzioni falliscano. Durante la crisi la Fed e le altre autorità di regolamentazione sono state costrette a scegliere fra il minore dei due mali, evitando il fallimento di grandi società finanziarie come Aig, ma con questa nuova riforma non sarà più così. Uno dei provvedimenti principali è l'introduzione della cosiddetta "orderly liquidation authority", una nuova procedura di liquidazione che verrà condotta dalla Fdic. Pertanto, se in futuro una grande istituzione finanziaria si trovasse sull'orlo dell'insolvenza e non si riuscisse a trovare una soluzione, per esempio attraverso la raccolta di nuovi capitali, la Fed non potrebbe più effettuare un piano di salvataggio come accaduto nel 2008: la legge non lo permette più e l'unica via d'uscita sarebbe coadiuvare la Fdic nella liquidazione della società. Questo provvedimento dovrebbe contribuire a ridurre o ad eliminare il problema del too big to fail.

Il Dodd-Frank Act contiene moltissime altre disposizioni, tra cui mi sembra utile citare una serie di norme che impongono una maggiore trasparenza negli strumenti finanziari derivati, che hanno provocato un'aumento dei rischi delle istituzioni finanziarie e l'istituzione di una nuova agenzia, il "Consumer Financial Protection Bureau", incaricata di tutelare i consumatori nella gestione delle loro

finanze, per esempio disciplinando le condizioni relative ai mutui ipotecari, dal momento che la Fed, in passato, non ha svolto questo compito nella maniera più efficace.

Grazie alla messa in atto di tutte queste manovre, il salvataggio del sistema finanziario ha funzionato e gli Stati Uniti sono usciti ufficialmente dalla recessione nel Giugno del 2009<sup>39</sup>. Le grandi istituzioni sono sopravvissute allo shock, la fiducia degli investitori è risalita e i mercati finanziari sono tornati più o meno alla normalità. Quando si dice che una recessione è finita non si intende che la situazione è tornata esattamente come prima, ma solo che l'economia ha smesso di contrarsi e ha ripreso a crescere. Gli Stati Uniti sono in espansione da quasi un triennio a un tasso medio annuo di circa il 2,5 per cento, ma l'economia americana è ancora lontana da una piena normalizzazione.

Per questo motivo la ripresa del mercato del lavoro procede a fatica e il tasso di disoccupazione, che ha raggiunto un massimo del 10 per cento circa, nel 2012 era ancora intorno all'8,3 per cento, che è un valore ancora piuttosto elevato. I dati degli Stati Uniti sono comunque incoraggianti se paragonati con quelli dell'eurozona.



<sup>39</sup> Secondo i dati del National Bureau of Economic Research (Nber) gli Stati Uniti sono entrati in recessione nel Dicembre del 2007 e ne sono usciti nel Giugno del 2009.

Dal grafico si nota infatti che nel 2013 il tasso di disoccupazione degli Stati Uniti si è assestato intorno all'8 per cento, mentre quello europeo è ben al di sopra, quasi a toccare i dodici punti percentuali.

Tornando a parlare degli Stati Uniti, sono stati individuati dei fattori che spiegano la lentezza dell'attuale ripresa. Innanzitutto vi è una debolezza evidente del settore immobiliare: di solito, dopo una recessione, il mercato delle abitazioni riprende terreno rapidamente e dà un contributo significativo alla ripresa; gli operai edili tornano al lavoro e i settori collegati all'edilizia, come quelli del mobilio e degli elettrodomestici, iniziano a espandersi; in questo caso però, tutto ciò non è avvenuto. La ripresa del mercato delle abitazioni è stata ostacolata da diversi fattori strutturali: dal lato dell'offerta vi è un'eccedenza significativa delle abitazioni in vendita; dal lato della domanda si potrebbe pensare che, date le condizioni molto favorevoli e i prezzi estremamente bassi vi dovrebbe essere parecchia richiesta. Ma per trarre vantaggio da questa opportunità bisogna riuscire ad ottenere un mutuo: ma le condizioni per l'erogazione di un prestito, dopo il disastro dei mutui sub-prime, sono state inasprite; quindi, anche se i prezzi delle abitazioni sono bassi e i mutui sono diventati più convenienti, a molte persone è preclusa la possibilità di accendere un prestito ipotecario. Il calo dei prezzi delle case, a sua volta, disincentiva la costruzione di nuovi immobili, con un effetto negativo sul settore edile.

Un altro fattore che spiega la lentezza della ripresa economica è dato quindi dalla stretta creditizia: non solo per quanto riguarda i mutui ipotecari, ma una delle categorie più penalizzate dal difficile accesso al credito è quella delle piccole imprese. È risaputo che queste svolgono un ruolo importantissimo nella creazione di posti di lavoro, quindi l'incapacità di avviare una nuova attività o di ottenere credito per finanziare i piani di espansione è una delle ragioni che spiegano la crescita lenta dell'occupazione.

I mercati finanziari e del credito hanno risentito anche della situazione in Europa. Dopo uno stadio iniziale paragonabile allo shock che ha colpito gli Stati Uniti, la crisi europea è entrata in una seconda fase nella quale i timori per la solvibilità di alcuni paesi come Grecia, Portogallo e Irlanda, hanno causato notevoli tensioni nel settore finanziario europeo, che hanno poi varcato l'Atlantico

provocando un aumento dell'avversione al rischio e della volatilità nei mercati finanziari statunitensi. Per tutti questi motivi si può concludere sostenendo che la politica monetaria attuata dalla Federal Reserve, con l'appoggio del governo e di tutte le altre istituzioni sopra citate, è stata un utile strumento per uscire dalla recessione, ma persistono ancora numerose problematiche a livello di economia reale. Gli Stati Uniti, come sostiene a gran voce Krugman<sup>40</sup>, hanno bisogno di un piano di rilancio dell'occupazione e dell'economia nel suo complesso, non meno sostanzioso e adeguato di quello messo in atto per salvare il sistema finanziario.

Il premio Nobel per l'economia appena citato, grande estimatore di Keynes, invita quindi il governo americano a spendere per ritrovare la via della prosperità.

---

<sup>40</sup> P. Krugman, op. Cit.

## 2.3 Uno sguardo all'Europa.

Come più volte sottolineato in precedenza, la crisi non ha riguardato solo gli Stati Uniti, ma ha coinvolto anche gran parte dei paesi più industrializzati del mondo, specialmente quelli europei. La generalizzata presenza nelle banche di asset "tossici" favorì l'allargamento della crisi, intaccando direttamente l'eurozona: le borse del vecchio continente accumularono sin dallo scoppio della crisi molteplici perdite.

Secondo i dati raccolti, nel 2008 sono stati cancellati circa 4000 miliardi di euro dai listini delle borse europee e, con riferimento all'Italia, l'indice Mib ha perso il 48,7 per cento in un solo anno. Tra le borse mondiali hanno fatto peggio soltanto Amsterdam, che ha perso circa il 52 per cento, e Shanghai (-65 per cento)<sup>41</sup>. Il contagio dagli Stati Uniti al resto del mondo è avvenuto attraverso nessi diretti: per esempio, come raccontato nell'opera "Questa volta è diverso" di Reinhart<sup>42</sup>, molti intermediari finanziari del vecchio continente erano andati alla ricerca di rendimenti maggiormente appetibili nel mercato americano dei Sub-prime, probabilmente a causa del fatto che le opportunità di profitto nel settore immobiliare nazionale erano limitate. Si tratta di un classico canale di trasmissione del contagio tramite il quale la crisi in atto in un paese si diffonde oltre i confini nazionali. Ma allo stesso tempo, il fatto che molti altri paesi abbiano incontrato difficoltà economiche contemporaneamente agli Stati Uniti è dovuto alla presenza, in tali economie, di fattori che hanno caratterizzato il periodo immediatamente precedente il crollo americano. Sono stati individuati a proposito due elementi comuni: in primo luogo, molti paesi europei avevano proprie bolle immobiliari di origine interna; in secondo luogo, gli Stati Uniti non erano gli unici ad avere un ampio deficit e a vivere un boom nell'importazione di capitali. Ad esempio Bulgaria, Islanda, Lettonia, Spagna e Regno Unito importavano dall'estero capitali che hanno alimentato un boom creditizio e dei prezzi degli assets. Questi trend rendevano di per se tali paesi vulnerabili a diffuse conseguenze pericolose come il crollo

---

<sup>41</sup> Repubblica, *Borse, i numeri dell'orribile 2008*, 30-12-2008.

<sup>42</sup> C. M. Reinhart e K. S. Rogoff, *Questa volta è diverso*, il Saggiatore, Milano, 2010.

dei mercati degli investimenti e l'inversione dei flussi di capitale, indipendentemente da quanto poteva accadere in quel momento negli Stati Uniti. Un altro fattore legato al concetto di "contagio" è rappresentato dalla prevalenza di creditori comuni: per esempio, una banca austriaca esposta nei confronti dell'Ungheria, nel momento in cui quest'ultima si trova ad affrontare una grave turbolenza economica, ridurrà i prestiti non solo all'Ungheria, ma anche ad altri paesi ai quali la stessa banca stava già effettuando crediti: ciò trasmetterà lo shock dall'Ungheria (tramite il creditore comune) ad altri paesi.

In questo modo la crisi si è diffusa rapidamente andando a produrre i classici effetti sull'economia reale: crollo dei consumi, fallimento di molte imprese, aumento della disoccupazione e lunghi periodi di recessione. La produzione industriale in Europa a partire dall'autunno 2008 calò bruscamente, per ridursi ulteriormente l'anno successivo con una pesante recessione che colpì l'intero mondo occidentale. Il rapido contagio tra le economie del pianeta mise a nudo un'evidente dipendenza dei modelli di sviluppo dal commercio estero. I dati sulla disoccupazione sono quelli più preoccupanti. A tal proposito un articolo molto recente del Sole24Ore riporta una serie di informazioni che evidenziano le difficoltà europee per ciò che concerne il mercato del lavoro: "L'Europa sta vivendo la crisi del settimo anno. È ormai dal 2008 che le cose non vanno più bene. Quest'anno, quando le cose sembravano andare per il verso giusto, stanno arrivando preoccupanti segnali di stagnazione. A maggio la produzione è tornata a calare (-1,1%) mentre la fiducia degli investitori in Germania (considerata la locomotiva dell'area, dato da filtrare però per un surplus delle partite correnti superiore al 7% e al 6% consentito dai paletti europei) a luglio è scesa a 27,1 punti, sotto le attese. In questi sette anni il numero dei disoccupati nell'Europa ha superato quota 25 milioni. Sono oltre 18 milioni nell'Eurozona e oltre 3 milioni in Italia. Se poi si considera l'area Ocse (34 Paesi) il numero di disoccupati è salito a luglio a 44,7 milioni, 10,1 milioni di persone in più rispetto a luglio 2008. Insomma, numeri da capogiro. Numeri più forti dei buoni propositi costituzionali (l'articolo 1 della Costituzione italiana recita «l'Italia è una repubblica fondata sul lavoro») e dei trattati europei (creare

un forte mercato interno in modo tale da permettere ai Paesi di assorbire meglio crisi esogene).”<sup>43</sup>

Il problema dei problemi è che la disoccupazione sta diventando da temporanea a strutturale. Se la disoccupazione giovanile impoverisce il capitale umano, quella strutturale rischia di trasformarsi in zappa sui piedi di quella ripresa che non c'è. Questa poliennale crisi europea ha aumentato esponenzialmente il numero dei disoccupati di lunga durata, quelli che lo sono da almeno 12 mesi che in alcuni casi (fra cui l'Italia) è superiore a quelli di breve durata (inferiore a 12 mesi).

Tornando a parlare di recessione, un utile strumento per misurarla è sicuramente il Pil. Ecco di seguito alcuni dati che evidenziano il fenomeno: nel periodo luglio-settembre del 2008, l'insieme delle economie dell'eurozona si contrasse dello 0,2%, mentre nel quarto trimestre si toccò la cifra dell'1,6 per cento. La produzione industriale dell'area euro evidenziò nei mesi conclusivi del 2008 una riduzione del quasi 3 per cento; particolarmente colpita fu la produzione manifatturiera tedesca. Ancor peggio l'Islanda, la cui fragile economia fu messa in crisi dal fallimento quasi contemporaneo delle tre maggiori banche del paese e da una massiccia svalutazione della corona, accompagnata a tassi di disoccupazione e inflazione a due cifre.

Se fino ai mesi estivi le prospettive di espansione economica non sembravano compromesse, alla fine dell'estate l'allargamento della crisi creditizia si fece più marcato e la recessione diventò sempre più preoccupante. Nel 2009 l'economia mondiale risentì pienamente degli effetti della crisi finanziaria originatasi negli Stati Uniti e acuitasi nell'ultima parte del 2008. Radicale fu la contrazione dell'attività economica in tutti i principali paesi del mondo, raggiungendo il punto di massima contrazione nel primo trimestre dell'anno, tanto che quella del 2009 è stata considerata come la peggiore recessione dal 1929. In Europa gli effetti furono profondamente negativi con forti riduzioni di PIL in Irlanda (-5,0%), nel Regno Unito (-2,8%), e in Germania (-2,3%), Olanda e Spagna (-2,0%), Belgio (-1,9%), Francia (-1,8%). Solo la Slovacchia, appena entrata nell'euro, registrò ancora una crescita significativa (2,7%), ma comunque in netta frenata rispetto alla stima del 2008 (7,1%) e il

---

<sup>43</sup> V. Lops, *Europa, ci sono più di 25 milioni di disoccupati che ora rischiano di ammalarsi*, *IlSole24Ore*, 16-07-2014.

10,4% dell'anno precedente<sup>44</sup>. Per quanto riguarda l'Italia, tra il 2008 e il 2015, il Pil è crollato del 7,5 per cento, anche a causa delle politiche fiscali restrittive che hanno caratterizzato i primi anni successivi alla crisi.

Date le conseguenze estremamente negative, in primo luogo i paesi europei cercarono di porre rimedio alla crisi finanziaria attraverso piani di salvataggio di moltissime banche. Secondo quanto riportato dal Sole24Ore, i fondi stanziati per ricapitalizzare gli istituti finanziari in pericolo furono circa 1200 miliardi di euro (10,5% del Pil Ue): per la maggior parte furono elargiti in forma di garanzie (757 miliardi), la restante parte attraverso ricapitalizzazioni (303 miliardi), gestione di titoli (104 miliardi) e linee di credito (77 miliardi). I tre maggiori mercati bancari europei beneficiati dagli aiuti furono quelli Germania, Francia e Gran Bretagna. Ai dieci maggiori istituti di credito europei furono destinati 620 miliardi, mentre le successive venti banche ricevettero il 25% del totale. Tra i maggiori dieci istituti figuravano: Rbs, Hypo, Lloyds Banking Group con oltre 74 miliardi, Dexia, Fortis e Anglo Irish con quasi 50 miliardi ciascuna, HSH Nordbank, Allied Irish, Ing e Credit Agricole con circa 25 ciascuno. Gli ultimi due hanno in parte restituito i capitali incassati. In totale è stato calcolato che il costo dei salvataggi bancari nel mondo produsse un aumento del debito consolidato dei paesi del G7 (dove era compresa anche l'Italia) di 18.000 miliardi di dollari, fino a un livello di indebitamento mai toccato di 140.000 miliardi<sup>45</sup>.

Grazie a questi interventi la situazione, dal punto di vista finanziario, migliorò notevolmente, ma sul piano dell'economia reale, gli effetti della pesante recessione che ha colpito gran parte dei paesi di tutto il mondo sono ancora visibili.

Fino ad ora, almeno in Europa, non sono state attuate delle politiche di sostegno della domanda attraverso il cosiddetto "deficit spending", come negli anni Trenta: questo sia perché il debito pubblico di parecchi stati è già particolarmente elevato, sia perché è ancora molto forte il peso delle idee e delle politiche neoliberiste. Un caso molto particolare è quello della Grecia: la crisi si manifestò

---

<sup>44</sup> *Rispose europee all'attuale crisi socio-economica*, dossier paesi, [www.isfol.it](http://www.isfol.it)

<sup>45</sup> A. Cerretelli, *La Ue delle Banche pigliatutto-gli aiuti effettivamente erogati*, *IlSole24Ore*, 22-10-2011.

nel 2011, dove venne alla luce che il debito pubblico arrivava al 142 per cento del Pil e il deficit del bilancio statale era vicino al 13 per cento: tutto ciò significava che le entrate erano di gran lunga inferiori alle spese e lo Stato era costretto ad indebitarsi continuamente<sup>46</sup>. Il estrema sintesi, il nuovo governo dovette intervenire più volte con drastici provvedimenti di tagli alle spese pubbliche, di licenziamento dei dipendenti pubblici e di aumento dei tributi, imponendo notevoli sacrifici ai cittadini. Inoltre le agenzie di rating continuavano a declassare i titoli di Stato greci, considerati a rischio di insolvenza, facendo ulteriormente precipitare la situazione. L'Unione Europea dovette intervenire per proporre manovre di risanamento del bilancio, al fine di ottenere aiuti dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Centrale Europea. A rimetterci furono in primis i cittadini: basti pensare che ancora oggi la Grecia ha un tasso di disoccupazione pari al 25,7 per cento<sup>47</sup>. Si dovette inoltre decidere di non rimborsare per intero il debito pubblico ai risparmiatori privati; in questo modo moltissimi (comprese le banche) persero più della metà dei loro crediti, il che equivaleva a un parziale fallimento del paese. La possibilità che la Grecia diventasse insolvente provocò un persistente stato d'instabilità sui mercati borsistici mondiali, perché ciò avrebbe messo in difficoltà la sopravvivenza stessa dell'Euro, al quale anche la Grecia aveva aderito. La crisi dei "debiti sovrani" si estese anche a Irlanda, Spagna e Portogallo: dappertutto, sotto la spinta dell'Unione Europea, i governi dovettero assumere duri provvedimenti di austerità, per salvarsi dal rischio di insolvenza. Tali provvedimenti richiesero notevoli sacrifici ai cittadini, che negli anni precedenti avevano goduto di un buon tenore di vita, finanziato con il debito pubblico e con l'indebitamento privato. L'Unione Europea decise di intervenire anche in Italia, dove il debito pubblico aveva raggiunto, nel 2011, il 120 per cento del Pil. Questo ammontare così elevato veniva da lontano: negli anni Ottanta infatti, precisamente tra il 1982 e il 1994, il debito passò dal 60 al 120 per cento del Pil e, salvo qualche lieve riduzione, si era mantenuto intorno a quel livello. Quando la speculazione si rivolse anche al debito pubblico italiano, i titoli si poterono collocare sul mercato solo garantendo dei rendimenti più alti,

---

<sup>46</sup> E. De Simone, op. Cit.

<sup>47</sup> Fonte: Eurostat, gennaio 2015.

con un aggravio di costi per lo Stato, che doveva pagare interessi più elevati per continuare a finanziarsi. Ancora una volta l'Unione Europea chiese all'Italia di adottare drastiche misure di risanamento, ma quelle prese dal governo in carica non furono ritenute sufficienti; così, nel mese di Novembre del 2011, venne formato un governo di “tecnici”, ossia di persone non iscritte a partiti politici. Esso dovette prendere decisioni molto pesanti per risanare i conti pubblici, con un aumento della pressione fiscale e un duro taglio delle spese, con lo scopo di ridurre il debito o quantomeno di non farlo crescere ulteriormente. Furono anche adottati provvedimenti per introdurre riforme strutturali nel sistema (pensioni, liberalizzazioni, lotta all'evasione fiscale, riforma del mercato del lavoro, ecc.), ma la ripresa sembra ancora lontana.

Le politiche di austerità sono state criticate, a partire dagli stessi Stati Uniti, da alcuni economisti, tra i quali il premio nobel Paul Krugman, che ritengono necessario adottare politiche di sostegno della domanda, come negli anni Trenta del Novecento. Krugman scrive che nei terribili mesi successivi al fallimento di Lehman Brothers, quasi tutti i governi affermavano che l'improvviso tracollo della spesa privata andava compensato e convertito in una politica fiscale e monetaria di tipo espansivo: bisognava spendere di più, tassare di meno e ampliare fortemente la base monetaria nel tentativo di limitare i danni. “Ma nel 2010 è successa una cosa strana: l'élite politica mondiale, composta dai banchieri e dai responsabili della finanza pubblica che definiscono la logica condivisa, ha deciso di gettare alle ortiche i manuali e le lezioni della storia, e ha dichiarato che bisognava cambiare strada. In poche parole è diventato improvvisamente di moda invocare tagli alle spese, incrementi delle imposte e persino il rialzo dei tassi d'interesse, nonostante la disoccupazione di massa”<sup>48</sup>.

Krugman consiglia dunque di intraprendere azioni finalizzate a promuovere una ripresa piena e reale, poiché “l'austerità va praticata nelle fasi di espansione, non in quelle di crisi”, come sostiene Keynes. I governi dovrebbero spendere di più, non di meno, fino al momento in cui il settore privato non sarà di nuovo in grado di rilanciare l'economia.

---

<sup>48</sup> P. Krugman, op. Cit.

“Stiamo vivendo delle difficoltà che, pur con tutte le differenze dovute a settantacinque anni di cambiamento economico, tecnologico e sociale, sono davvero simili a quelle degli anni Trenta. Siamo consapevoli di cosa avrebbero dovuto fare i politici a quel tempo, sia grazie all’analisi che ne fecero all’epoca Keynes e altri, sia da ricerche successive. Queste ci dicono anche cosa dovremmo fare nella situazione attuale. Sfortunatamente, non stiamo utilizzando le conoscenze di cui disponiamo: troppe persone che contano hanno scelto, per tutta una serie di ragioni, di dimenticare le lezioni della storia e le conclusioni di un’analisi economica che ha attraversato varie generazioni.”<sup>49</sup>

---

<sup>49</sup> Ibidem.

## **CONCLUSIONI.**

Attraverso l'analisi delle due crisi messe a confronto all'interno dell'elaborato, emergono alcune importanti considerazioni. Innanzitutto si evince quanto sia importante lo studio degli eventi passati per comprendere nel miglior modo possibile i fatti più attuali: nel corso della tesi sono state messe in luce le molteplici analogie che caratterizzano le due crisi. Anche se, come spesso accade, non sempre si riescono a mettere in pratica gli insegnamenti che la storia offre; basti pensare al fatto che, a distanza di ottanta anni, sono stati commessi più o meno gli stessi errori per quanto riguarda la vigilanza e la regolamentazione finanziaria.

Un'altra importante considerazione riguarda i rimedi proposti per fronteggiare le due depressioni: come negli anni Trenta si fronteggiavano la teoria neo-classica e quella di Keynes, anche oggi è ancora in auge un dibattito tra i cosiddetti sostenitori delle politiche di austerità e coloro che si definiscono "post-keynesiani".

Parlando di "politica dell'austerità" o "politica del rigore" si intende tutta una serie di misure messe in atto dall'Europa per cercare di lottare contro la crisi finanziaria esplosa nel 2008, che è sfociata in pesanti attacchi al debito pubblico, ovvero ai titoli di Stato di alcuni paesi europei negli anni seguenti. Questa politica, che consiste nel richiedere agli Stati membri pesanti manovre fiscali (in teoria riduzione delle spese, ma in pratica un aumento delle tasse) per recuperare il denaro sufficiente con cui ridurre gli alti debiti pubblici che molti di questi Stati detengono, è stata sponsorizzata particolarmente da quegli Stati membri dell'Unione Europea che, prima dell'introduzione dell'Euro, avevano una moneta cosiddetta "forte", e in particolare dalla Germania. Secondo alcuni autori, l'austerità ha lo scopo di dimostrare ai creditori la solvibilità, dunque la credibilità, a lungo termine del sistema paese, favorendo in tal modo la ripresa economica grazie alla maggior fiducia degli investitori interni ed esteri nell'acquisizione di titoli di stato per coprire il deficit.

In un'intervista rilasciata dall'ex presidente della BCE, Jean-Claude Trichet, egli sostenne che "in queste circostanze, tutto ciò che aiuta ad aumentare la fiducia delle famiglie, delle imprese e degli investitori nella sostenibilità delle finanze pubbliche giova al consolidamento della crescita e alla

creazione di posti di lavoro”<sup>50</sup>. Egli era fermamente convinto che in quella situazione, delle politiche che aumentano la credibilità degli Stati avrebbero promosso e non ostacolato la ripresa, perché oggi la fiducia è un fattore critico.

La cosiddetta scuola di pensiero dell’ “austerità espansionistica” dichiara che una riduzione del deficit è l’unica soluzione per far ripartire l’economia, poiché le famiglie e le imprese, confortate da queste manovre “coraggiose”, ritroveranno la fiducia e la voglia di spendere. In questo modo la maggiore spesa privata sostituirà la minore spesa pubblica e l’economia, “alleggerita e salubre”, ritroverà la via della crescita<sup>51</sup>. Le cose però, come sappiamo, non stanno andando così. Nei paesi dove è stata più forte l’austerità imposta da questa scuola di pensiero l’economia sta soffrendo di più, soprattutto per ciò che concerne il mercato del lavoro.

Il biennio 2010-2012 è stato caratterizzato da una forte accelerazione delle politiche di austerità, nella gran parte dei Paesi aderenti all’Unione Monetaria Europea, con particolare riferimento ai cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna). In linea generale, le politiche di austerità si manifestano sotto forma di riduzione della spesa pubblica e di aumento dell’imposizione fiscale, assumendo come parametro di riferimento il pareggio del bilancio pubblico. Nel periodo considerato, queste politiche sono state attuate anche in Italia, attraverso numerosi provvedimenti emanati in un intervallo temporale relativamente breve definiti come “Spending review”. Si tratta, con ogni evidenza e come riconosciuto da pressoché tutti gli economisti italiani, di misure recessive. Sia qui sufficiente richiamare i seguenti dati: il tasso di disoccupazione è passato dal 7% del 2009 all’11% del 2012, con un tasso di disoccupazione giovanile che si attesta intorno al 38% al novembre 2012; sono circa 200 le crisi aziendali in corso; l’Italia sperimenta la più diseguale distribuzione del reddito fra i Paesi OCSE e il più elevato grado di immobilità sociale, insieme a UK e USA. Infine, dato estremamente rilevante, mentre le politiche di austerità sono pensate per ridurre il rapporto debito pubblico/PIL, esse hanno generato l’effetto opposto: il rapporto debito/PIL è aumentato di 7

---

<sup>50</sup> Intervista rilasciata da Jean-Claude Trichet, Repubblica, Giugno 2010.

<sup>51</sup> F. Galimberti, *L’austerità e la rivincita di Keynes*, IlSole24Ore, 14-10-2012.

punti percentuali dal 2011 al 2012, decretandone la palese irrazionalità da parte di molti economisti<sup>52</sup>.

Gli effetti delle politiche di austerità sulle economie europee sono quindi oggetto di un forte dibattito nella dottrina economica.

Tutto questo rappresenta una grande rivendicazione delle teorie keynesiane che, per molto tempo passate di moda, sono tornate in auge per forza di cose. C'è da sottolineare il fatto che gli Stati Uniti, come sostiene Krugman, non hanno fatto alcun ricorso generalizzato alle politiche di austerità. Al contrario la Fed ha ridotto i tassi d'interesse e, come più volte ripetuto nel corso del secondo capitolo, si è messa ad acquistare bond nel tentativo di dare maggiore slancio alla ripresa.

I sostenitori di Keynes urlano a gran voce un ritorno a politiche espansionistiche per stimolare la domanda e per azionare il “moltiplicatore” discusso nel primo capitolo. Ma l'economista britannico non si è limitato soltanto a fornire un rimedio da applicare dopo una crisi: egli pensò anche ad iniziative concrete per intervenire nelle primissime fasi di una recessione. In un articolo del Times egli scrisse che “se vogliamo avere successo bisogna intervenire con misure espansive di carattere moderato prima che il declino sia percepito dall'opinione pubblica”<sup>53</sup>.

Oggi, in Europa, le teorie post-keynesiane stanno raccogliendo favori quasi ovunque, ma ci sono degli evidenti problemi per i quali risulta difficile metterle in pratica: innanzitutto il limite fissato dall'Unione Europea per il rapporto debito/Pil pari al 60 per cento e quello fissato per il rapporto deficit/Pil del 3 per cento non permettono manovre fiscali espansive. Inoltre, un aumento dell'indebitamento di un paese può creare squilibri per quanto riguarda la moneta unica adottata all'interno dell'area Euro.

Per tutti questi motivi il dibattito tra politiche di austerità e politiche cosiddette post-keynesiane è ancora in atto e in sostanza: se è vero che da una parte l'austerità fiscale ha depresso ulteriormente i consumi ed altre componenti della domanda aggregata, è anche vero che misure restrittive erano necessarie per tentare di risanare il bilancio pubblico post-crisi degli stati europei. Rimane quindi

---

<sup>52</sup> “Keynes blog”, *La crisi, dalle sue origini all'austerità: un'analisi critica*, 15-04-2013.

<sup>53</sup> J.M. Keynes, *How to Avoid a Slump*, The Times, 12-14/1/1937.

davvero difficile conciliare le posizioni opposte assunte dai vari economisti.

In conclusione si può affermare che, alla luce di quanto accaduto a partire dal 2007 l'esperienza del passato, per certi versi, non sia servita. È evidente infatti che il “non rispetto” delle regole sembra essere l'elemento in comune più visibile, alla luce del confronto tra la crisi attuale e quella del 1929. Servirebbero dunque nuove regole per il sistema bancario e per il mercato finanziario che mirino in particolar modo alla trasparenza e alla riduzione del rischio. Un esempio da questo punto di vista sono i cosiddetti “Accordi di Basilea”, in base ai quali le banche e gli istituti finanziari devono accantonare quote di capitale in maniera proporzionale al rischio assunto, valutato attraverso lo strumento del rating. Tali accordi, firmati per la prima volta nel 1988, sono stati modificati prima nel 2001, poi più di recente, sotto il nome di Basilea III: sono state introdotte alcune misure per rafforzare ancora di più la regolamentazione, la vigilanza e la gestione del rischio del sistema bancario, a seguito dello shock causato dalla crisi.

La Storia insegna che, anche in presenza di un miglioramento delle istituzioni e delle misure di politica economica, vi sarà sempre la tentazione di oltrepassare i limiti: così come una persona può fallire, indipendentemente da quanto ricca fosse in precedenza, anche un sistema finanziario può crollare sotto la pressione dell'avidità, della politica e della sete di profitto, indipendentemente da quanto possa essere ben regolato<sup>54</sup>.

Dall'analisi svolta all'interno dell'elaborato sembra che, nonostante la tecnologia sia cambiata e il mondo sia progredito, la capacità dei governi e degli investitori di ingannare se stessi, dando via ad attacchi di euforia che di solito finiscono in lacrime, sembra sia rimasta la stessa.

L'aspetto incoraggiante è che la storia insegna quali segnali d'allarme le autorità preposte possono prendere in considerazione per valutare i rischi, con riferimento soprattutto alle istituzioni finanziarie. La speranza è che, date queste conoscenze, in futuro si possano evitare situazioni del genere prevenendo i comportamenti opportunistici degli artefici di tali catastrofi.

---

<sup>54</sup> C. M. Reinhart e K. S. Rogoff, op. Cit.

## **Bibliografia.**

1. B. S. Bernanke, *La Federal Reserve e la Crisi Finanziaria*, Il Saggiatore, Milano, 2014.
2. A. Cerretelli, *La Ue delle Banche pigliatutto-gli aiuti effettivamente erogati*, IlSole24Ore, 22-10-2011.
3. D. M. De Luca, *Che cos'è il New Deal*, Il Post, 9-03-2013.
4. D. M. De Luca, *Il Fallimento di Lehman Brothers*, Il Post, 15-09-2012.
5. E. De Simone, *Storia Economica*, Franco Angeli, Milano, 2012.
6. M. Friedman, *Anatomia di una Crisi*, in *Liberi di Scegliere*, Longanesi, Milano, 1979.
7. M. Friedman-A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1963*, Princeton, 1963.
8. J. K. Galbraith, *Il Grande Crollo*, Houghton Mifflin, Boston, 1954.
9. J. K. Galbraith, *Storia dell'Economia*, Bur, Milano, 2012.
10. F. Galimberti, *L'austerità e la rivincita di Keynes*, IlSole24Ore, 14-10-2012.
11. IlSole24Ore, *Dodd-Frank Act*, 11-05-2013.
12. IlSole24Ore, *Le Tappe della Crisi*.
13. J.M. Keynes, *Come uscire dalla crisi*, a cura di P. Sabbatini, Laterza, 2004.
14. J.M. Keynes, *How to Avoid a Slump*, The Times, 12-14/1/1937.
15. J. M. Keynes, *Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, a cura di Terenzio Cozzi, UTET, Torino, 2006.

16. J.M. Keynes, *The New Deal (Lettera a Roosevelt)*, “The New York Times”, 31-12-1933.
17. P. Krugman, *Fuori da questa Crisi, Adesso!*, Garzanti, Milano, 2012.
18. V. Lops, *Europa, ci sono più di 25 milioni di disoccupati che ora rischiano di ammalarsi*, *IlSole24Ore*, 16-07-2014.
19. C. M. Reinhart e K. S. Rogoff, *Questa volta è diverso*, il Saggiatore, Milano, 2010.
20. Repubblica, *Borse, i numeri dell’orribile 2008*, 30-12-2008.
21. L. Robbins, *The Great Depression*, Macmillan, New York, 1934.
22. J. A. Schumpeter, *Depression, in The Economics of the Recovery Programs*, Whittlesey House, McGraw-Hill, New York, 1934.
23. P. Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, New York, 1976.
24. T. Wilson, *Fluctuations in Income and Employment*, Pitman, London, 1942.