

Dipartimento di *IMPRESA E MANAGEMENT*

Cattedra di *MACROECONOMIA*

## ***I cicli economici e le grandi crisi finanziarie***

Relatore: *Prof. Alessandro Pandimiglio*

Candidato:

*Giacomo Augusto Boido*

Matricola 209191

**Anno Accademico 2018/2019**

# INDICE

## Introduzione

### Capitolo 1: I Cicli Economici

1. Juglar e i primi studi sui Cicli Economici
2. Kondratiev e la teoria delle onde lunghe
3. Schumpeter e la teoria dei Cicli Economici

### Capitolo 2: La crisi del 1929

1. L'exkursus storico e le cause della crisi
2. Il panico del '29
3. Gli effetti della Grande Depressione

### Capitolo 3: Crisi del 2008

1. Bolla Dot-com e mutui sub-prime
2. Scoppio della bolla e fallimento della Lehman Brothers
3. L'intervento delle banche centrali e degli Stati Nazionali

## Conclusione

## Bibliografia

## Introduzione

I mercati finanziari, sin dal secolo scorso, hanno vissuto periodi di alta volatilità i cui effetti si sono propagati all'economia reale. In relazione ai diversi momenti temporali in cui si sono verificati tali incrementi di volatilità, differenti per dimensioni e conseguenze finanziarie ed economiche, si può idealmente focalizzare l'attenzione su due crisi finanziarie di significativo impatto nel contesto temporale in cui sono avvenute: "La grande Crisi del 1929" e "la Crisi dei mutui subprime del 2008".

La comparazione fra queste due crisi, diverse per dimensione e per contesto socio-economico in cui si sono avvenute, non rappresenta un semplice esercizio di confronto, ma si pone l'obiettivo di identificare punti di contatto sulle cause e sugli effetti che le stesse hanno determinato sul mercato domestico e su quello internazionale. La teoria introduttiva sui Cicli Economici servirà come sostegno per comprendere meglio i meccanismi di propagazione e di termine che si celano dietro questi fenomeni che possiamo per l'appunto definire "ciclici", in cui ogni passaggio si ripete come parte di un copione già scritto.

La reazione alla crisi deve essere letta anche alla luce delle variazioni significative che hanno toccato i mercati finanziari, sia dal punto di vista teorico che operativo. Infatti, i cambiamenti radicali intervenuti tra le due crisi richiamate hanno di fatto condizionato il *modus operandi* dei diversi agenti economici.

Sotto l'aspetto teorico, l'affermazione nel decennio 1950/60 della *Modern Portfolio Theory* ha nel tempo reso disponibili per gli investitori sia i concetti di diversificazione *markowitziana* che la necessità di operare in modo razionale secondo i principi dell'utilità attesa. L'introduzione, a inizio degli anni '70, della finanza comportamentale ha favorito un approccio più euristico nella selezione delle asset class in portafoglio, dando luogo a forme di euforia irrazionale (Shiller 2000). Sotto il profilo operativo, l'avvento dell'informatica e dei sistemi basati su algoritmi (high frequency trading) hanno modificato sia le modalità di trasmissione degli ordini sui mercati che la determinazione dei prezzi, che avvengono in modo quasi istantaneo rispetto ai lag temporali che caratterizzavano l'attività di trading degli anni '30.

Il presente elaborato è suddiviso in tre capitoli. Nel primo vengono esaminati i cicli economici partendo dal pensiero di Juglar ed esaminando la teoria delle onde lunghe di Kondratiev. Il percorso prosegue con l'analisi di Schumpeter focalizzando l'attenzione su tre assunti: a) *innovazione e*

*crescita non possono essere separati; b) cambiamento tecnologico e cambiamento strutturale sono indissolubili; c) innovazione e crisi sono a loro volta inseparabili.* Il secondo capitolo si basa sulla grande crisi del 1929, prendendo in esame le argomentazioni socio-economiche che determinarono lo scenario in cui essa ebbe origine. Il sentimento del panico e gli effetti conseguenti alla Grande Depressione sono stati analizzati con particolare attenzione. Infine nel capitolo conclusivo la crisi del mercato subprime viene esaminata sotto diverse sfaccettature, analizzando la politica monetaria della Federal Reserve che favorì la prima fase di crescita attraverso il livello basso dei tassi di interesse e determinò lo scenario che condusse alla crisi del 2007.

# Capitolo 1- I Cicli Economici

## 1.1. Juglar e i primi studi sui cicli economici

Nel processo di formazione dell'economia moderna, dal diciannovesimo secolo ai giorni nostri, Juglar può essere considerato come uno dei primi economisti ad utilizzare in maniera intensiva i nuovi metodi statistici basati sull'analisi empirica dei dati. Per la sua metodologia e per i risultati conseguiti, l'economista francese viene valutato da una parte della ricerca come avverso al dogmatismo dominatore dei secoli precedenti e dall'altra come fautore del cosiddetto "scientific method". Prima di iniziare l'analisi storica sullo studio dei cicli economici, si possono definire le "fluttuazioni economiche" come l'alternarsi di una fase di espansione dell'attività economica, che si identifica tipicamente con un aumento persistente del prodotto interno lordo (PIL), e di una di contrazione, ovvero di riduzione del tasso di crescita o del livello del PIL.

Lo studio dei cicli economici, nell'odierna accezione, si manifestò nella seconda metà del '800, con l'inizio della Seconda Rivoluzione Industriale che comportò l'ampliamento su scala globale degli scambi commerciali e del modello di sviluppo occidentale. Questi eventi contribuirono a implementare le ricerche accademiche sulle crisi commerciali Juglar (1862) pubblicò un'opera rivoluzionaria sul tema delle fluttuazioni economiche, contenente un'analisi empirica delle serie economiche, con l'obiettivo di identificare e caratterizzare la loro natura. In virtù del suo elaborato Juglar venne considerato il padre del moderno approccio allo studio dei cicli economici. Infatti egli fu il primo a investigare le cause e a segnalare gli effetti delle crisi commerciali che colpirono i Paesi più avanzati dell'Europa e gli Stati Uniti. Inoltre fu la prima opera, che studiava le crisi commerciali mettendole in relazione con le variazioni che riguardavano alcune significative variabili economiche come: tassi di sconto, riserve metalliche, circolazione di banconote e depositi bancari.

Juglar notò che in Francia, Inghilterra e Stati Uniti, che sul finire del diciannovesimo secolo erano i tre Stati maggiormente industrializzati, si ripetevano le onde cicliche dell'attività economica di durata decennale, divisibili in tre fasi: prosperità, crisi e liquidazione. Quest'ultima si manifestava in concomitanza con scenari particolarmente avversi quali: crolli finanziari, fallimenti e disoccupazione, tanto che Juglar scrisse: *The only cause of depression is prosperity*".

Infatti mentre gli altri economisti del suo tempo ritenevano l'insieme di questi eventi fosse ascrivibile a pure casualità, Juglar ne sottolineò l'alta frequenza, giustificando l'origine in base alle variazioni del credito e del livello del saggio di interesse.

L'analisi sistematica dei dati portò Juglar a elaborare compiutamente una idea di fondamentale importanza: il concetto che i fenomeni di crisi siano parte di un andamento sistematico dei sistemi economici e abbiano dunque un carattere ricorrente, ma non regolare.

La regolarità è attribuibile alla sequenza delle tre fasi: a) prosperità, b) crisi, c) liquidazione, ma non al *timing* delle stesse.

Per spiegare il ciclo economico, inizialmente, Juglar volle rimarcare la differenza tra "crisi commerciale" e "crisi monetaria", due espressioni che all'epoca venivano considerate analoghe. La prima venne catalogata come crisi caratterizzata da: svalutazione dei beni, sospensione delle attività, fallimenti, bancarotte e problemi per le banche creditizie impegnate in investimenti classificati come rischiosi.

Invece, la crisi monetaria venne definita come la conseguenza di una diminuzione delle riserve metalliche e nella maggior parte dei casi, per il superamento della stessa, sarebbe stato sufficiente che la popolazione avesse a disposizione i cosiddetti beni temporanei in valuta. In genere, la crisi monetaria denota uno stato abbastanza comune, caratterizzato da una riduzione della moneta e da un innalzamento del tasso di sconto, che non porta particolari effetti negativi all'economia. Juglar catalogò la crisi monetaria come un corollario della crisi commerciale, in quanto quest'ultima esplica gli effetti più significativi provocando anche la seconda.

Prendendo a titolo esemplificativo i termini medici, Juglar stabilì che per studiare l'origine della malattia, le crisi, bisognava prima individuare la "predisposizione", ossia la specifica circostanza che permette alla malattia di svilupparsi, distinguendola in tal modo dalle "cause occasionali". Juglar (1862) ha sottolineato che quando gli individui cercano la causa profonda di ciò che li circonda, sono "sotto assedio da una folla di cause occasionali" che "compromettono la loro visione e spesso ci inducono a confondere l'incidente per l'origine stessa dell'afflizione". Questa enfasi sulla predisposizione comporta due conseguenze: la prima che, in assenza di predisposizioni, una causa che possa portare a fallimenti non sarebbe efficace per spiegarli; la seconda è che una causa occasionale, generatrice di crisi, non è poi così rilevante, perché quella crisi sarebbe scoppiata indipendentemente dal manifestarsi o meno della causa stessa.

L'interpretazione delle crisi come eventi individuali, ciascuno con la propria causa specifica, viene quindi ribaltata: la causa occasionale determina solo la specificità di ogni crisi, mentre il modello generale determina lo stato instabile del sistema in specifici punti. Juglar attribuisce alla periodicità

un diverso significato, non ponendo l'enfasi sulla regolarità della durata del periodo, ma sulla successione di fasi con caratteristiche analoghe. Si determina quindi una possibile correlazione con il concetto di ricorrenza. L'idea quindi che le crisi non sono fatti isolati, ma costituiscono parti di una catena di eventi che evidenziano conseguenze negative al manifestarsi di alcune condizioni.

L'analisi di Juglar, elaborando la ricerca di caratteristiche in comune tra Paesi come Francia, Inghilterra e Stati Uniti, concluse che il credito e la sua espansione rappresentano la cosiddetta predisposizione, ovvero l'elemento essenziale delle crisi. Inoltre Juglar (1863) chiarisce, che se i pagamenti venissero fatti esclusivamente tramite banconote e monete, le crisi non avrebbero modo di esistere:

*"Un tempo, ci stavano, e ci sono tuttora problemi, ma quando il credito non era ancora conosciuto, non avevamo mai avuto a che fare con sospensioni terribili che si portavano di tutto dietro la loro caduta, per ristabilire l'equilibrio dei prezzi con una reazione al superamento di essa...*

*In Inghilterra, le crisi sono diventate un fenomeno quasi regolare da quando è intervenuto il credito. Da ciò siamo in grado di capire perché e come i pagamenti attraverso banconote o monete non produrrebbero crisi".*

Quanto enunciato sopra è legato coerentemente alla crescente sincronizzazione dei cicli economici osservata tra i Paesi industrializzati. Sempre Juglar infatti afferma che:

*"Le crisi si manifestano solo tra le nazioni il cui commercio è molto sviluppato: dove non c'è divisione del lavoro, nessun commercio esterno, il commercio interno è più sicuro. Più il credito si riduce e meno dobbiamo avere paura"*

Si può osservare che più una nazione tende a crescere e a svilupparsi, più potrebbe essere soggetta a crisi o fallimenti, in conseguenza della relazione che lega l'aumento del credito con quello delle attività di un Paese. Ricorrere al credito all'interno di una nazione sviluppata, infatti, può portare a comportamenti che danno origine alla speculazione. Juglar la definisce, associandola a quell'eccesso di entusiasmo che contagia gli individui, stimolato dal ricorso al credito che aumenta l'opportunità di entusiasmo.

Nell'analisi delle identificazioni delle sopramenzionate fasi all'interno di un ciclo economico (prosperità, crisi e liquidazione), Juglar fece largo utilizzo dei dati delle banche centrali a sostegno delle sue teorie, basandosi sul come sono strutturate le crisi (origine, classificazione della natura, scoppio e liquidazione).

La prima fase, prosperità, viene paragonata, in termini medici, a un portatore di virus contenente i germi, che daranno frutto alla seconda fase, della "overspeculation" e dell'eccessivo entusiasmo degli investitori. La prosperità è caratterizzata dalla crescita dei prezzi e dall'aumento delle cambiali bancarie, mentre le riserve metalliche di ogni banca iniziano a diminuire. Durante questa fase, la popolazione diventa eccessivamente ottimista e termini come: abusi, follia o imprudenza, sono adeguati a fornire uno spunto sulla causa dello scoppio della seconda fase. Juglar (1962) denuncia il comportamento umano con la seguente citazione

*"è una caratteristica della natura umana, il non riuscire mai a rimanere all'interno di limiti appropriati".*

Il risultato è una sproporzionata speculazione "oltre ogni significato", come da lui descritta. Altri elementi importanti in questa fase sono: l'abuso di credito, lo "stravagante utilizzo del capitale flottante", l'overtrading (ovvero un eccesso di operatività sui mercati finanziari che alla lunga porta a commettere errori di valutazione e a subire perdite), l'aumento esagerato dei prezzi e infine, una espansione inattesa dell'industria.

Sostanzialmente, più si va avanti con il tempo, all'interno di questo primo stadio, più questo equilibrio precario rischia di "brillare come un esplosivo" come esemplificherà metaforicamente Juglar. Infatti lo studioso utilizzò la I metafora per descrivere il momento del fallimento del sistema che avrebbe dato inizio alla seconda fase (crisi), utilizzando come termine di paragone l'ingorgo dei tubi idraulici:

*"Tutto a un tratto, la totalità dei canali delle fognature sembrano attappati, non c'è ulteriore sfogo, la circolazione viene interrotta e scoppia una crisi. Tutte le speculazioni cessano. Il denaro, che era così abbondante fino a pochi mesi prima, diminuisce, diventa poco, o addirittura scompare nel nulla".*

La seconda fase, crisi, inizia improvvisamente nel momento in cui i prezzi toccano il picco massimo. L'impennata dei prezzi, ha conseguenze sia sotto il profilo finanziario che sotto quello reale. Dal lato

finanziario, si registra un aumento del portafoglio dei prestiti bancari contestuale a una drastica riduzione delle riserve metalliche, che diventano insufficienti a fronteggiare le esposizioni bancarie. Tale aumento è dovuto al tentativo da parte dei debitori di rinegoziare i propri piani di rimborso alle condizioni correnti. Sul piano reale, invece, la crisi si manifesta nel fatto che, al termine dell'impennata dei prezzi, il numero di acquirenti è inferiore a quello dei venditori.

Durante la terza fase, liquidazione, si entra in uno stato di deflazione con fallimenti a catena e con la totale perdita di fiducia. Usando sempre il gergo medico, Juglar disse:

*“Le crisi sono incidenti dolorosi ma, come nelle malattie, preparano a una condizione migliore espellendo tutte le impurità”.*

Le impurità sono, quindi, comparabili alle attività meno solide, che vengono espulse dal mercato. Tramite questo processo, torna la fiducia degli operatori del mercato e il sistema è pronto a iniziare un nuovo ciclo, con una nuova fase di prosperità.

## **1.2. Kondratiev e la teoria delle onde lunghe**

Circa sessant'anni dopo la pubblicazione dell'opera di Juglar, che dava inizio allo studio della teoria del ciclo economico, Nikolai Kondratiev provò l'esistenza della periodicità di onde lunghe dell'attività economica. Queste onde, a differenza di quelle teorizzate da Juglar, erano di durata variabile tra i quaranta e i settanta anni, e vennero dimostrate (1925) attraverso uno studio statistico delle serie economiche di dati relativi a Gran Bretagna, Francia, Stati Uniti e Germania. Dalla prima pubblicazione, ci sono state varie controversie relative alla teoria delle onde lunghe. Infatti, la dottrina economica non trova corretto il concetto della ripetizione dei cicli, poiché ogni onda è diversa da quella successiva, o è in disaccordo con il fatto che lo studio di Kondratiev dia poco peso all'incidenza degli errori umani nei momenti topici della storia recente. Inoltre, parte della dottrina che, invece, ha accettato la teoria delle onde lunghe, non concordano sulla durata temporale delle stesse e sui momenti di inizio e di fine di ogni ciclo.

Le “onde di Kondratiev” (Schumpeter 1939), anche denominate onde K o supercicli, non sono altro che cicli regolari sinusoidali presenti nel mondo capitalistico moderno, a partire dalla prima Rivoluzione Industriale.

La caratteristica principale di questi cicli di lunga durata è l'esser divisi in due fasi principali: la prima denominata ascendente, è caratterizzata da un periodo di sviluppo rapido e altamente specializzato,

mentre la seconda, nota come discendente, corrisponde a un periodo di depressione. Secondo Kondratiev, le due fasi sono contraddistinte dal fatto di avere un periodo di rialzo dei prezzi all'interno della prima fase e uno di ribasso nella seconda, mentre i tassi di interesse seguono la relazione opposta (nella prima fase una diminuzione e nella seconda, invece, un aumento). Inoltre questo tipo di cicli è maggiormente osservabile se vengono presi in esame i dati riguardanti la produzione a livello internazionale, considerando più Paesi, o addirittura macroaree geografiche, mentre non forniscono esiti così puntuali se si osservano i dati delle singole economie nazionali.

I punti di inversione di tendenza si identificano in due categorie. La prima categoria concerne il passaggio da fase ascendente e discendente, riscontrabile con una crisi capitalistica o con una guerra tra più Stati, successiva a un periodo di prosperità. Questo periodo "positivo" nasce all'inizio del secondo punto di inversione di tendenza (tra fase discendente e fase ascendente), coincidente con nuove invenzioni, scoperte tecnologiche o incrementi dell'estrazione di bacini auriferi (quest'ultima "causa" non persiste in tutti i supercicli, ma soltanto in quelle iniziali).

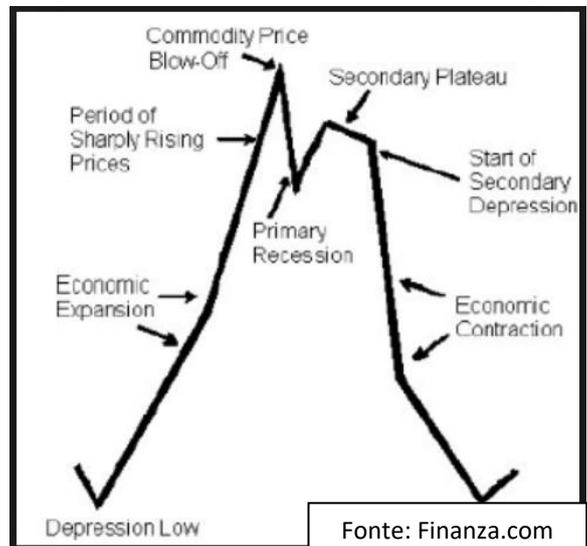
Da ciò si deduce che le onde lunghe di Kondratiev non riguardano unicamente la matrice economica, ma riflettono il comportamento del sistema socio-economico istituzionale, sia a livello nazionale che a livello internazionale, misurabile attraverso analisi statistiche in termini economici.

Anche se, precedentemente, sono state citate le diverse cause relative all'alternanza tra i vari cicli (passaggio da fase discendente ad ascendente), la principale è da attribuire alle innovazioni, poiché portano alla rivoluzione e alla conseguente riorganizzazione dei settori industriali con la nascita di un nuovo paradigma tecnologico (inteso come l'insieme di tutte le nozioni apprese all'interno del settore in seguito all'applicazione dell'innovazione con la nascita delle invenzioni). Quest'ultimo rappresenta la caratteristica distintiva fra un ciclo lungo da un altro.

Kondratiev, inizialmente, scompose l'onda lunga in tre fasi: espansione, stagnazione e recessione. Ognuna di esse era associata alla produzione, infatti nonostante Kondratiev abbia fatto osservazioni solo sui prezzi, il ciclo lungo riguarda maggiormente la produzione più che i prezzi.

Più comunemente i cicli vennero scomposti in quattro fasi dalla dottrina economica con l'aggiunta della quarta fase (collasso), posta temporalmente tra la prima e la seconda. Da ciò deriva l'associazione delle quattro fasi del ciclo K con le quattro stagioni dell'anno solare, con la successiva divisione in periodi semplici (Primavera e Autunno) e periodi difficili (Estate e Inverno). Ai quattro periodi, sono associabili anche i cambiamenti sociali e gli "umori psicologici" delle popolazioni, fattori in grado di influenzare il mercato.

La prima stagione presa in considerazione è la Primavera (durata di circa venticinque anni), a cui corrisponde una fase di crescita e espansione. È l'unico periodo di benessere sociale vero e proprio, poiché abbiamo un aumento della ricchezza, un miglioramento delle tecnologie presenti e una diffusione di nuovi prodotti. Da questa situazione derivano due conseguenze: una sul piano economico e una sul piano sociale. Infatti, da un lato serve una maggiore velocità di circolazione della moneta, causata dall'aumento della produzione dei beni, che sfocia in un rialzo dei livelli di prezzi e prepara a un imminente periodo di forte inflazione e dall'altro, a livello sociale, assistiamo a sconvolgimenti nel lavoro e alla ridefinizione del ruolo di ogni singolo individuo all'interno della società.



Al termine della prima fase inizia la seconda stagione, l'Estate (durata di quattro/cinque anni), che riguarda il periodo di recessione. In questa fase il capitale viene utilizzato per i consumi, anziché venir impiegato per investimenti o risparmi e i beni prodotti sono completamente distribuiti, dando origine alla saturazione del mercato. Questo periodo corrisponde a quello di massima inflazione (che erode parte dei profitti della Primavera), che raggiunge il culmine al termine di una "peak war", come la Prima Guerra Mondiale o il periodo che vide la Guerra Civile Americana prima, e quella Franco-Prussiana poi. Sotto il punto di vista sociale, il benessere portato dalla precedente fase porta alla creazione di inefficienze lavorative.

La terza stagione, l'Autunno (durata che va dai sette ai dieci anni), è caratterizzata da una crescita deflazionaria, non paragonabile in termini di benessere a quella della Primavera. Si ha una nuova fase di innovazioni e lo sviluppo di settori che precedentemente venivano considerati secondari. Quindi dalla normalità e dall'isolamento in seguito alle politiche durante le "peak wars", si passa alla riattivazione della giostra dell'euforia sociale, con il ritorno della voglia di consumo da parte della popolazione e un maggior ricorso all'indebitamento. Tutte queste condizioni fungono da terreno fertile per le bolle speculative, che danno il colpo finale all'economia.

Per concludere, si ha l'ultima stagione, l'inverno (costituito indicativamente da due periodi: fase del collasso di tre anni e fase della contrazione di quindici anni), che concerne la seconda depressione ed è caratterizzata da una contrazione dell'economia generale, maggiore rispetto a quella avvenuta durante l'estate. A livello sociale, il benessere accumulato nelle precedenti fasi si tramuta in una

fase di austerità, che, secondo Kondratiev, è l'unica soluzione possibile per depurare l'economia dai mali accumulati fino a questa fase (similmente a come Juglar interpretava la fase di liquidazione all'interno del proprio ciclo). In aggiunta si ha un'integrazione dei mutamenti sociali delle tre stagioni precedenti, che portano alla formazione del nuovo tessuto sociale. Da esso, attraverso nuove innovazioni e invenzioni, ripartiranno le quattro stagioni del ciclo economico di lunga durata.

Le due maggiori applicazioni della teoria delle lunghe di Kondratiev sono: il primo raggruppamento di cicli, che si basa sulle innovazioni, da parte di tre economisti, Schumpeter, Freeman e Perez, e il secondo elaborato da Smihula.

Il primo modello, condiviso dalla moderna dottrina economica, si divide in cinque cicli:

1. *Prima Rivoluzione Industriale, Inghilterra 1771*. Questa prima fase è caratterizzata da numerose invenzioni che rivoluzionano in particolare il settore tessile, con l'introduzione di macchinari volti ad accelerare il processo di produzione, su tutti la spoletta volante e della macchina a vapore, e l'utilizzo di nuove fonti energetiche fino ad a quel momento inutilizzate, come il "carbon coke".
2. *Era dei vapori e delle ferrovie, 1829*. La seconda fase coincide in parte con la seconda rivoluzione industriale, la quale scoppia in Inghilterra intorno al 1850, e in parte con il periodo della "corsa all'oro" che caratterizzò gli Stati Uniti, in espansione verso il Far West. Come denota il nome, il settore più soggetto a cambiamenti è quello dei trasporti, con il conseguenziale miglioramento della rete ferroviaria. L'applicazione delle innovazioni del precedente periodo, che portano all'introduzione della locomotiva a vapore, rivoluzionò i commerci portando a un notevole sviluppo economico.
3. *Era dell'acciaio, dell'elettricità e dell'ingegneria pesante, 1875*. Il terzo ciclo del paradigma "Schumpeter-Freeman-Perez", di durata più breve rispetto agli altri quattro, è caratterizzato per la presenza di due elementi di rilievo. Innanzitutto l'introduzione di una nuova fonte energetica, l'elettricità, e lo sviluppo considerevole dell'industria pesante, come motore trainante dei singoli Stati. In secondo luogo, l'Inghilterra, nazione leader per via del fatto che le due rivoluzioni industriali erano scoppiate all'interno dei suoi confini, si trova costretta a cedere lo scettro a due nuove superpotenze, ovvero Stati Uniti, usciti rinforzati dalla Guerra Civile, e la Germania imperialista (la nascita del "secondo Reich" si colloca nel 1871), fresca vincitrice della Guerra Franco-Prussiana, ai danni della Francia.
4. *Era del petrolio dell'automobile e della produzione di massa, 1908*. Questo quarto periodo coincide con la vendita del primo modello "T" della Ford, primo prodotto derivato

dall'applicazione del Fordismo e del Taylorismo al processo produttivo, grazie alla catena di montaggio. L'elettricità, scoperta a cavallo tra XIX e XX secolo, porta le industrie a produrre su scale mai raggiunte fino a quei tempi (la produzione di massa), e vengono utilizzati per la prima volta combustibili fossili, come il gas o il petrolio. Inoltre si assiste al rafforzamento della classe operaia (che si era iniziata a sviluppare nella precedente ondata, in seguito ai movimenti operai e alla Prima Internazionale), contrapposto alla crescita tecnica delle imprese, che porterà alla formazione di numerosi partiti fondati sulle tesi di Marx e Engels. Gli Stati Uniti si ergono sempre di più a ruolo di nazione dominante, attraverso l'"american dream", ed escono vincitori da entrambe le guerre mondiali (nonostante il crollo di Wall Street nel 1929).

5. *Era dell'informazione e delle telecomunicazioni, 1971.* L'inizio coincide con il lancio, dell'ultima fase da parte della Intel, del primo microprocessore, l'Intel 4004, che ha dato inizio all'epoca contemporanea con lo sviluppo delle tecnologie informatiche. In questa fase, oltre che la fine del conflitto in Vietnam, si registrano vari casi di bolle speculative, da quella di inizio anni novanta che colpì il mercato asiatico, a quella del 2008, con il fallimento della Lehman Brothers, passando per la bolla della New Economy nel 2000. Il crescente livello dei prezzi ha comportato il fatto che l'inverno di questa fase non sia ancora terminato, ma secondo gli studi dovremmo assistere a una nuova primavera all'inizio del prossimo decennio.

Il secondo modello (Smihula) è suddiviso come evidenziato nella tabella sottostante, con l'aggiunta di un'ipotetica sesta onda che sarebbe iniziata nel 2015 e dovrebbe durare circa venti anni:

	<b>Rivoluzione Tecnologica</b>	<b>Periodo della Rivoluzione</b>	<b>Lunghezza onda di innovazioni</b>	<b>Settori trainanti</b>
1.	Riv. Agricolo-finanziaria	1600-1740	180 anni	Agricoltura, scambi, commercio
2.	Riv. Industriale	1780-1840	100 anni	Tessile, carbone, ferrovie, acciaio
3.	Riv. Tecnica	1880-1920	60 anni	Macchinari, chimica, elettrotecnica
4.	Riv. Tecnico-informativa	1940-1970	45 anni	Materiali sintetici, industria aerea, nucleare, petrolio
5.	Riv. delle Telecomunicazioni	1985-2000	30 anni?	Telecomunicazioni, cibernetica, internet

Fonte: Daniel Šmihula, *"The waves of the technological innovations of the modern age and the present crisis as the end of the wave of the informational technological revolution"*, 2009

Ricorre, come nel primo modello, la divisione in 5 cicli, però, a differenza dei 5 cicli del paradigma “Schumpeter-Freeman-Perez”, la durata di ogni singolo ciclo diminuisce al progredire nel tempo, partendo dal primo ciclo (Onda della Rivoluzione Agrario-Finanziaria) di 140 anni per finire con quella più attuale nella tabella, di durata di circa trent’anni. Questo meccanismo non è affatto casuale, infatti, secondo lo studio (anno) di Šmihula, le invenzioni e le innovazioni, che determinano la nascita del nuovo ciclo, sono diventate sempre più frequenti, come egli stesso scrisse:

*“Il fatto che ogni nuova onda sia più breve della precedente, è il risultato di un processo di accelerazione del progresso tecnologico ed è strano che gran parte degli economisti abbia insistito sull’aver cicli di uguale lunghezza”.*

Si denota una presa di posizione quasi critica nei confronti del modello esposto precedentemente, a cui, nel suo articolo, si aggiunge un rimprovero a Kondratiev e Schumpeter per aver dato poco peso ai cambiamenti finanziari e agricoli avvenuti a partire dall’inizio del XVII secolo, giudicati dall’economista slovacco come fondamentali per giungere alla Prima Rivoluzione Industriale.

### **1.3. Schumpeter e la teoria dei Cicli Economici**

L’economista austriaco Joseph Schumpeter (1939) mise insieme i risultati ottenuti tramite le analisi sui cicli economici condotte fino a quel momento.

Egli voleva dimostrare che esistessero più cicli di identità e di durata differente all’interno della realtà economica. Famosa al riguardo è la seguente citazione, estratta dall’introduzione dell’opera in questione:

*“I cicli economici non sono, come le tonsille, elementi separabili che possono essere trattati singolarmente, ma sono, come il battito cardiaco, l’essenza dell’organismo che li mostra”*

Per provare a spiegare l’andamento sistemico e ciclico delle crisi, riuscì a sviluppare una teoria organica in cui contrapponeva i tre cicli di maggiore importanza: ciclo breve Juglar, ciclo lungo Kondratiev e ipociclo Kitchin.

Quest’ultimo, venne teorizzato da Kitchin (1923), analizzando l’andamento dei tassi d’interesse e dei prezzi all’ingrosso negli Stati Uniti e in Inghilterra. Nel 1923, egli constatò l’esistenza di fluttuazioni ancora più brevi di quelle scoperte da Juglar, ovvero della durata di circa quaranta mesi. Inoltre si ritiene che i ritardi o meglio ancora la differenza temporale nei movimenti

dell'informazione che influenzano il processo di decision-making delle imprese sia la rappresentazione dell'ipociclo di Kitchin. Questi ritardi temporali si identificano in due momenti: quando le imprese ricevono le informazioni per cui la domanda è aumentata considerevolmente, e quando invece il mercato è saturo di prodotti e bisogna ridurre la produzione.

Inizialmente l'opera di Schumpeter venne aspramente criticata, per il semplice fatto che, nel periodo in cui venne divulgata, John Maynard Keynes (1936) calamitava l'attenzione degli economisti in seguito alla pubblicazione della teoria generale, secondo cui le crisi potevano essere superate attraverso l'intervento massiccio dello Stato, concentrandosi sul breve periodo. Inoltre, Schumpeter stesso volle provare, invano, a dimostrare che il modello di Keynes era fallace, poiché non considerava la natura endogena delle crisi e si focalizzava troppo sul lato della domanda. Solo molto tempo dopo, le tesi dell'economista austriaco riscontrarono il giusto successo, sviluppando la relazione per cui ciclo e innovazione sono due elementi strettamente collegati, con l'uno causa dell'altro.

Schumpeter basò la propria analisi partendo dalla differenza con la scuola di pensiero Neoclassica, utilizzando i concetti di equilibrio statico e equilibrio dinamico in una situazione iniziale di piena occupazione. A questi due processi associò i seguenti due termini il "flusso circolare e lo "sviluppo". Con il primo termine si può sintetizzare il modello neoclassico, secondo cui, una volta raggiunta l'allocazione perfetta delle risorse, non è possibile avere ulteriore crescita. Inoltre, Schumpeter ipotizza che ci sia una propensione all'equilibrio che rende i due fattori produttivi, capitale e lavoro, disponibili in un'allocazione ottimale. Con il "flusso circolare", quindi, l'unica possibilità di cambiamento, una volta raggiunte le condizioni di equilibrio, è rappresentata da fattori esogeni, ovvero fattori predeterminati ed esterni dal modello di studio. Per passare dallo "statico" al "dinamico" Schumpeter fornisce un'altra interpretazione, più articolata, della moneta, utilizzando il concetto di credito. Infatti, nel sistema neoclassico, secondo l'economista austriaco, la moneta viene utilizzata per rendere più facile la circolazione dei beni, mentre, con l'introduzione della figura dell'imprenditore (uno dei cardini del pensiero schumpeteriano), la moneta si trasforma da variabile indipendente a variabile dipendente dall'azione degli imprenditori. Questi, attraverso il ricorso al credito delle banche, dispongono del capitale necessario per sviluppare le loro idee, che porteranno all'interno del sistema le innovazioni necessarie per lo sviluppo e il cambiamento. Le suddette possono riguardare ben cinque tipologie di novità, secondo Schumpeter: nuovi prodotti, accesso a

nuovi mercati, nuove tecniche di produzione, nuove forme di organizzazione delle imprese e nuove materie prime.

Al riguardo, egli aggiunse che:

*“Senza innovazioni, niente imprenditori; senza risultati imprenditoriali, niente rendimenti capitalistici e nessuna propulsione capitalista. L'atmosfera delle rivoluzioni industriali - del "progresso" - è l'unica in cui il capitalismo può sopravvivere”*

Nel sistema capitalistico dinamico quindi il cambiamento è endogeno, perché a questo tipo di sistema è permessa la possibilità di svilupparsi, e non rimanere all'interno di un flusso circolante, in quanto è capace di portare nuove invenzioni e innovazioni in continuazione. Condizione irrevocabile di questo sistema è la necessaria esistenza delle crisi per avere le innovazioni. Il modello schumpeteriano, quindi si basa su tre assunti:

- a. *innovazione e crescita non possono essere separati.* Riguardo a questo primo assunto, vale il ragionamento spiegato precedentemente, che differenzia il modello del “flusso circolare” dal modello “dinamico”, per cui grazie allo spirito imprenditoriale con la relativa conoscenza scientifica e tecnologica, nel sistema vengono introdotte nuove innovazioni che permettono a quest'ultimo di crescere.
- b. *cambiamento tecnologico e cambiamento strutturale sono indissolubili.* Il secondo assunto concerne una relazione facilmente deducibile, perché, in seguito a una nuova ondata di innovazioni cambiano alcuni aspetti: dalle preferenze dei consumatori alla forma del mercato passando per le fasi del processo produttivo.
- c. *innovazione e crisi sono a loro volta inseparabili.* Per questo terzo assunto, si può fornire una spiegazione partendo dal fatto che le innovazioni, oltre che permettere lo sviluppo e il passaggio in un nuovo ciclo, portano anche distruzione creatrice, ovvero l'eliminazione di tutto ciò che non riesce a rimanere al passo del processo innovativo. La diffusione dello stesso e della distruzione creatrice può svilupparsi in una crisi che accompagna alcuni settori, catalogati come tradizionali dal Schumpeter.

Conclusa la descrizione del modello dinamico imperniato sul concetto di innovazioni, si procede con l'analisi della sua opera sui cicli economici. All'interno di essa egli propone la suddivisione di un ciclo in 4 fasi (come avevamo visto per Kondratiev): prosperità, recessione, depressione e ripristino. Ogni

fase ha le proprie caratteristiche riscontrabili attraverso i normali indicatori economici, ma sono presenti anche delle analogie tra fasi alterne.

Infatti, la prima e la terza fase hanno in comune il fatto di essere entrambe in periodi in cui si passa da una situazione di equilibrio a una di disequilibrio, anche se l'impulso è positivo nella prima, tramite l'introduzione delle innovazioni, mentre è negativo nell'altra, a causa di crisi e fallimenti. Allo stesso modo, seconda e quarta fase condividono la caratteristica di avere la ricerca del pieno equilibrio all'interno del periodo. Per fornire un esempio, si consideri la fase di ripristino, che è preceduta da una fase di depressione in cui si è delineato un calo della produzione: attraverso nuove innovazioni, durante l'arco temporale della fase, si riporterà il livello di produzione in equilibrio, pronto per iniziare un nuovo ciclo e una nuova fase di prosperità. Proprio su quest'ultimo passaggio, Schumpeter si sofferma, quasi come un monito: le quattro fasi non vanno alterate nell'ordine di presentazione per analisi, perché, per capire il passaggio del ritorno all'equilibrio, bisogna sempre partire dalla fase di prosperità per terminare con quella di ripristino.

Riguardo alla natura dello schema tri-ciclico, sviluppato da Schumpeter, esso è formato dai cicli di lunga durata di Kondratiev, i quali costituiscono la struttura portante, a cui si aggiungono i cicli classici di Juglar e gli ipocicli di Kitchin. Tratto da una sua frase, il valore temporale di questi tre cicli, assumendo come unità di misura l'onda K, è il seguente:

*"Salvo pochi casi in cui sorgono difficoltà, è possibile contare, storicamente e statisticamente, sei cicli Juglar (durata dagli otto a dieci anni) all'interno di un ciclo Kondratiev (durata da cinquanta a sessanta anni] e tre ipocicli Kitchin (quaranta mesi) all'interno di un ciclo Juglar - non come una media, ma in ogni singolo caso. "*

Il cuore dell'opera è un'analisi puntigliosa delle fluttuazioni economiche nei tre Paesi che, secondo Schumpeter, erano i più industrializzati dell'epoca: Germania, Stati Uniti e Regno Unito. Questa analisi si focalizza principalmente su cinque industrie considerate trainanti per l'economia del tempo: tessile, energia elettrica, ferrovie, acciaio e automobili.

## Capitolo 2- La crisi del '29

### 2.1 L'exkursus storico e le cause della crisi

La "Grande Depressione" trae origine dallo scenario politico-economico successivo al termine della Prima Guerra mondiale nel 1919. Gli Stati Uniti stipularono con Francia, Gran Bretagna e Italia il trattato di Versailles, nel quale imposero pesanti condizioni agli sconfitti (Impero tedesco, austro-ungarico e quello ottomano).

Le ingenti quantità di debiti che i vincitori avevano accumulato nei confronti degli Stati Uniti vennero addebitati quasi integralmente alla Germania, poiché venne identificata come colpevole della guerra.

L'esito del trattato non riscontrò il consenso di parte della dottrina, tra cui Keynes, che partecipò alla conferenza come delegato del Ministro del Tesoro britannico. In "The Economic Consequences of the Peace" (1919), definì la pace imposta alla Germania ingiuriosa e inoltre predisse nuove ostilità e conflitti, che poi, appunto, si manifestarono con la Seconda Guerra Mondiale.

Si ebbero notevoli ripercussioni negative per il popolo tedesco, anche a causa della molteplicità di interessi dei paesi vincitori. Infatti, la Francia volle vendicare sia le notevoli ripercussioni negative per le perdite umane e per i danni agli edifici civili e religiosi subite durante il conflitto (per la maggior parte combattuto sul proprio territorio), sia per l'esito sfavorevole della guerra franco-prussiana, che causò la cessione alla Germania della remunerativa area mineraria dell'Alsazia-Lorena. L'Inghilterra, dall'altro canto, voleva ritornare ad essere il Paese trainante del Vecchio Continente e mantenendo il proprio impero coloniale. Infine l'Italia voleva espandere i propri confini sia in Europa nella parte nord orientale, ai danni dell'Impero austro-ungarico, che in Africa, a discapito della Germania.

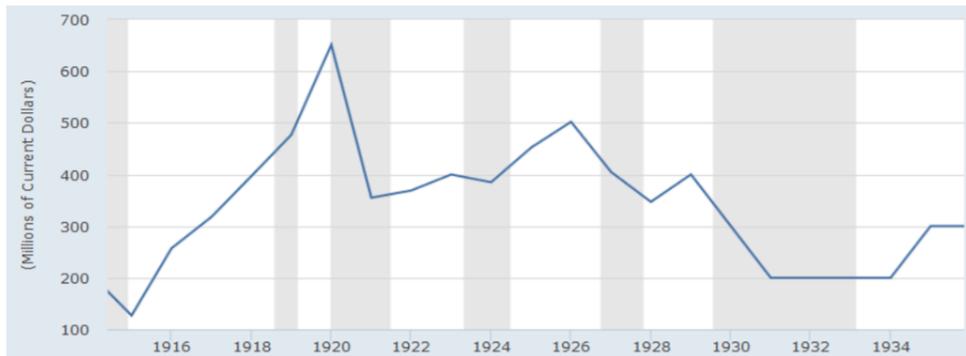
Le colonie erano state in parte il salvagente della crisi scoppiata nel 1873, che per caratteristiche venne associata a quella del 1929. Infatti la sovrapproduzione che afflisse le principali potenze di quel tempo venne assorbita dalle colonie, con l'apertura di nuovi mercati e l'aumento delle materie prime e della manodopera a basso costo.

In questo contesto storico, il ruolo egemone veniva esercitato dagli Stati Uniti, che, oltre a non aver subito perdite significative, in quanto erano intervenuti nel conflitto solo nel 1917, combattendo

battaglie in territori non americani, aveva iniziato un programma di esportazioni verso l'Europa per aiutare i Paesi colpiti dalla guerra, sia i vincitori che vinti, nella ricostruzione. Questo programma prevedeva innanzitutto capitali destinati alla Germania, che venivano utilizzati per ripagare l'indennità di guerra verso Francia e Inghilterra, che a loro volta dovevano rimborsare i debiti con gli Stati Uniti. Inoltre, venne esportato anche un grande volume di merci e di servizi, utilizzati per la ricostruzione delle città degli Alleati. Si venne a creare una sorta di relazione di dipendenza che legava l'allora debole Europa, agli Stati Uniti che di conseguenza registrarono un boom economico, nella maggior parte dei settori. Tutto ciò portò a un aumento della produzione dell'industria americana del 78% dal termine della Prima Guerra Mondiale allo scoppio della crisi del 1929 e un incremento del reddito medio pro capite da 513 a 716 dollari l'anno (Balzani, De Bernardi, 2003).

Il decennio in questione venne ribattezzato come i "Ruggenti anni Venti" per via dello sviluppo economico e culturale, che riguardava per l'appunto gli Stati Uniti, ma anche l'Europa, che a partire dal 1924 (Streissguth, 2007), aveva ripreso a crescere. I primi rafforzarono la propria posizione di Paese leader, con l'economia che registrò una crescita in tutti quei settori che producevano beni di consumo durevole, in parte poi destinati al mercato interno e in parte assorbiti da quello internazionale. L'industria statunitense avviò la produzione di massa, sviluppando nelle scelte dei consumatori, grazie alle moderne tecniche pubblicitarie, il fenomeno del consumismo. Esso non è nient'altro che l'identificazione della felicità personale tramite l'acquisto, il possesso e il consumo di beni materiali che venivano fatti apparire come bisogni necessari, quando in realtà erano semplicemente fittizi, per lo scopo di allargare la produzione.

Lo sbocco sul mercato europeo, insieme agli investimenti nell'industria bellica durante il conflitto (gli Stati Uniti erano il principale fornitore di armi agli Alleati, fino all'entrata in guerra) e al debole potere contrattuale dei lavoratori, portò a un aumento dei profitti. Questi ultimi furono gli impulsi per ulteriori investimenti, stavolta negli altri settori principali, che aumentarono la produttività e stimolarono la scoperta di nuove innovazioni e consequenzialmente l'introduzione delle relative invenzioni. Questa crescita economica venne causata anche dall'aumento della spesa per petrolio e gas naturale da parte degli Stati Uniti, che superò i seicento milioni all'inizio del decennio come si può notare dal grafico sottostante:



Fonte: National Bureau of Economic Research (2015) [www.nber.com](http://www.nber.com)

L'incremento dell'acquisto del petrolio, si può ricollegare all'espansione dell'automobile prodotto simbolo di quelli "Anni Ruggenti". Il suo settore, infatti, fu quello trainante, grazie anche a quelli derivati (metallurgico, gomma e petrolifero). Inoltre, l'automobile stessa può essere catalogata come il bene di consumo di massa durevole per eccellenza, in aggiunta al fatto di essere quello maggiormente venduto durante quegli anni. L'alta produttività del settore è dovuta all'applicazione da parte degli industriali americani dei principi del Taylorismo. Esso si può sintetizzare in tre passaggi: esaminare le caratteristiche della funzione da svolgere, sviluppare il prototipo dell'impiegato idoneo a quel tipo di mansione, e per ultimo selezionare l'impiegato ideale, al fine di formarlo e introdurlo all'interno dei meccanismi dell'azienda. L'attuazione più celebre di questi principi si riscontrò nell'industria Ford, dove il proprietario, Henry Ford, aggiunse anche la catena di montaggio, per diminuire i tempi di produzione di un'automobile (che passarono dalle 20 ore alla sola ora e mezza) e i costi medi di produzione. Queste due novità portarono l'automobile a diventare un bene accessibile al pubblico. Gli altri settori, in cui si assistette a una crescita produttiva durante questo decennio, furono il settore edile, quello degli elettrodomestici e degli apparecchi radiofonici e in generale tutti quelli riguardanti la produzione di beni di consumo durevoli.

Galbraith (1972) riscontrò nella sua opera di analisi sulla crisi del 1929 una serie di elementi negativi, rimasti occultati da quel decennio di prosperità economica. Il primo riguardava la distribuzione della ricchezza della popolazione che concentrava un terzo del reddito globale in mano a un solo 5% della popolazione americana. Successivamente, egli criticò in primo luogo l'eccessiva frammentazione della struttura del sistema bancario caratterizzato dalla presenza di piccoli istituti collegati tra loro e quindi destinati a fallire alla prima crisi, al posto di poche ma grandi banche. In secondo luogo, la struttura manageriale delle aziende finanziarie, con era composta da personaggi di dubbia affidabilità, che favorivano il fenomeno della speculazione. L'ulteriore punto riguardava le relazioni

dei settori privati e pubblici con l'estero. Galbraith (1972), giudicò eccessivi i prestiti speculativi verso il Sud America e l'Europa, mentre, nel pubblico, valutò sbagliata la politica doganale effettuata in quegli anni, con l'accentuazione delle misure proibizionistiche. Il motivo di quest'ultima sta nella risposta che misero in atto i Paesi europei: furono costretti a ridurre le importazioni dall'America (anche per le proteste continue dei proprietari terrieri europei, visto che il grano statunitense aveva un prezzo minore di quello europeo) per provare a pareggiare la bilancia commerciale con gli USA. Queste politiche produssero come conseguenza, negli Stati Uniti, l'incremento delle rimanenze di grano, perché i produttori americani non avevano più mercato dove collocare le grandi quantità prodotte. L'ultimo punto riguardava una critica teorica alla politica economica dei mandati Harding e Coolidge, definito da Galbraith "cattivo stato della scienza economica" in quanto le politiche miravano al pareggio del bilancio, piuttosto che a un intervento dello Stato.

La crisi del 1929 ha come principale causa la speculazione nel mercato finanziario su terreni e azioni, ma oltre al contesto storico dei "Roaring Twenties", ci sono altre motivazioni che portarono all'euforico ottimismo che causò il crollo finanziario.

Innanzitutto, durante le presidenze di Harding e Coolidge, si ebbe una riduzione delle tasse del 25%, la più alta di tutto il secolo (Murray, 1973), che contribuì alla crescita economica di quella decade. Si pensava, infatti, che tassare eccessivamente i ceti abbienti avrebbe portato come conseguenza un rallentamento dell'economia e una riduzione dei proventi delle tasse stesse. Con questo taglio delle tasse, che avvenne dopo il forte intervento fiscale degli anni bellici per finanziare gli investimenti della guerra, avvenne pure una riduzione della spesa pubblica, per ripianare i debiti accumulati dopo il 1919. Lo stesso presidente Coolidge seguiva la tesi per cui le manovre delle società private non dovevano essere ostacolate dall'intervento pubblico dello Stato.

Un altro fattore, rilevante nelle dinamiche che portarono al 1929, fu il boom del credito, che riguardò in particolare il periodo dal 1924 al 1928. Esso stimolò gli investimenti su due piani: in maniera più diretta, rendendo i finanziamenti esterni più accessibili, mentre indirettamente, facendo aumentare la variabile Q di Tobin (rapporto tra valore di mercato dell'impresa sul mercato finanziario e quello dello stock di capitale sul mercato dei beni dell'impresa stessa) e conseguenzialmente la propensione ad investire. Durante il decennio pre-crisi, il ricorso al debito da parte dei piccoli investitori, come le famiglie o le piccole società di persone (ad esempio quelle non registrate) salì da dieci a ventisette miliardi, in aggiunta al fatto che si registrò un aumento del ricorso all'indebitamento rateizzato per i beni di consumo durevoli. Inoltre, il numero delle

obbligazioni societarie e dei titoli obbligazionari a breve termine passò da 26 miliardi nel 1920 a 47 miliardi nel 1928, mentre i titoli pubblici non federali aumentarono di 22 miliardi nello stesso periodo (Persons 1930). Prima del 1929 si svilupparono forme di finanziamento alternative a quello bancario, con le piccole società che ridussero la loro dipendenza verso le banche (Merwin, 1942). Tuttavia, data la presenza dei costi di transazione e l'esigenza di diversificare la tipologia di debitori, il processo di allocazione del credito perse in efficienza e questa evoluzione dell'intermediazione creditizia produsse un incremento del costo effettivo del credito.

L'ultima causa è identificabile con le operazioni attuate dalla Federal Reserve fino allo scoppio della crisi, sintetizzabili in una politica monetaria accomodante. La Fed abbassò i tassi d'interesse dal 4% al 3,5% con la finalità di esercitare un'azione di stimolo sugli investimenti azionari e di contribuire così al superamento dei sintomi di recessione che si erano manifestati in vari settori dell'economia americana (Procacci 2014). I bassi tassi d'interesse ebbero due conseguenze: da un lato, diminuirono i flussi di capitali europei verso gli Stati Uniti, mentre dall'altro resero i prestiti e l'indebitamento più attraenti e di conseguenza sia gli investitori che le aziende americane aumentarono la leva finanziaria. La facilità del ricorso all'indebitamento e la crescita del valore di tutti gli elementi riguardanti l'economia reale (produzione, merci, terreni...) ebbero una ripercussione positiva sui mercati finanziari, che aumentarono i profitti durante quel periodo. Essi iniziarono a diventare sempre più rilevanti all'interno delle vite degli Americani e molte persone, nonostante non fossero esperti del mondo della finanza, volevano ottenere rendimenti elevati. Nello stesso periodo si registrarono numerosi aumenti dei prestiti in diversi settori, tra cui emersero quello immobiliare, +178%, e quello dei privati, +121% (Studenski, Kross, 2004).

Per controbilanciare queste misure, i tassi di sconto subirono un aumento fino al 6% nel 1928, quando si iniziavano ad intravedere i segnali dell'imminente crisi. Inoltre, durante quest'ultima parte del decennio pre-crisi, molti dei capitali americani, che fino a quel momento servivano per la ricostruzione dei Paesi colpiti dalla Grande Guerra, cambiarono destinazione, confluendo nel mercato azionario. Le altre operazioni di quegli anni, messe in atto dalla Fed, riguardavano le riserve obbligatorie, tenute basse, e la crescita della base monetaria.

Il boom economico dei settori descritti e del mercato finanziario, unito alla crisi di sovrapproduzione agricola (i terreni agricoli subirono un decremento del loro valore del 10% nel decennio pre-crisi), aumentarono il divario fra le classi di reddito: mentre meno dell'1% della popolazione americana dichiarava un reddito superiore al mezzo milione, metà della stessa viveva nella povertà.

Insieme a questi fattori economici appena elencati, che subirono notevoli variazioni, il pensiero prevalente nei diversi strati sociali della classe americana, agli albori della crisi, era che attraverso l'investimento sui mercati finanziari, per la presenza di una rilevante componente speculativa, sarebbe stato più facile e più rapido migliorare il proprio status rispetto a quanto ottenibile con il lavoro. Si identificano nuove opportunità in modo quasi maniacale con il fenomeno speculativo che contagia nuovi prodotti finanziari; per di più, si costituiscono nuove società senza una base operativa, ma con il fine unico di sfruttare questa euforia per trarne profitto. Le imprese e le famiglie pur avendo limitate conoscenze finanziarie, furono attratte dalla facilità dei guadagni ottenuti dai primi investitori speculatori, al punto da stimolare un effetto imitazione seguendo il detto "*Monkey see, monkey do*" (Kindleberger, 1989). Secondo lo stesso economista "nulla disturba così tanto il nostro benessere e il nostro buon senso quanto vedere un amico diventare ricco".

Il meccanismo della speculazione che colpì i mercati finanziari americani era il seguente: lo sviluppo della produzione e, di conseguenza, la crescita dell'economia reale portarono a un aumento della domanda. Il successivo incremento dei prezzi ebbe come effetto il fatto di offrire nuove opportunità di profitto che stimolarono gli investitori. A quel punto si mise in moto un circolo virtuoso, poiché nuovi investimenti portarono a un incremento del reddito, che stimolò di conseguenza nuovi investimenti e ulteriori aumenti di reddito. La crescita del prezzo fu oggetto della speculazione che si aggiunse agli investimenti attuati per incrementare ulteriormente la produzione e la vendita.

Il processo descritto determina, sui mercati finanziari, il cosiddetto *overtrading*, ovvero un aumento dei volumi scambiati e un disallineamento del prezzo dal suo valore di equilibrio. In questo scenario è possibile acquistare un asset finanziario, pagandolo in modalità differita, a garanzia o a rate, e in percentuale inferiore all'intero valore (all'incirca un 30-40%), e immediatamente dopo si può rivendere lo stesso bene incassando la plusvalenza e trasferendo l'obbligazione delle modalità di pagamento assunta in precedenza. Gli investitori dunque calcolavano che il prezzo di acquisto a credito sarebbe stato pienamente coperto dal ricavo della successiva vendita dello stesso, con la sicurezza di ottenere un ulteriore profitto (Galbraith, 1972). Da questo meccanismo, si generò la più grande bolla speculativa dai tempi della "Crisi dei Tulipani" avvenuta alla fine del '600.

In aggiunta al fattore psicologico, aumentarono i profitti dei settori industriali e di concerto le aspettative positive sul futuro dei mercati finanziari. In particolare, le dichiarazioni di molti industriali e personaggi di spicco alimentarono l'euforia che poi avrebbe portato alla crisi. Un

esempio di queste dichiarazioni si evince nelle affermazioni di un'intervista all'economista Irving Fisher:

*"I valori di borsa hanno raggiunto quello che sembra essere un plateau alto permanente. Non credo che avremo, né presto né mai, una caduta di 50 o 60 punti dai livelli attuali. Mi aspetto che il mercato delle azioni sarà un ottimo affare, più alto nei prossimi mesi"*

Il problema dell'eccessiva euforia che influenzò gli investitori risiede nel fatto che essi, con l'obiettivo di aumentare i loro profitti, si indebitavano per acquistare le azioni e ottenere le plusvalenze con la speculazione. Nei mesi precedenti allo scoppio della crisi, infatti, i prestiti agli operatori di borsa crebbero di circa quattrocento milioni al mese, arrivando ad un totale di sette miliardi in autunno, pari a un ammontare complessivo superiore di quasi sette volte rispetto ai primi anni venti (Kupchan, 2003).

In questo contesto, le dimensioni di molte società di brokeraggio aumentarono velocemente e, in aggiunta a ciò, nacquero nuove istituzioni finanziarie, i fondi comuni di investimento (investment trust), progettate per incrementare il loro valore in conseguenza del boom del mercato borsistico, acquistando azioni e rivendendole a un prezzo più alto. In breve, questi fondi permettevano ai singoli investitori di investire in quote di questi strumenti finanziari implementando il proprio portafoglio di investimenti, senza dover investire in un basket di molte società quotate per diversificare il rischio (Speaker, 1928).

Un segnale di monito per le conseguenze dell'eccessiva speculazione, era arrivato in seguito alla situazione del mercato immobiliare in Florida, negli anni venti, si assistette a una vera e propria corsa all'acquisto del "mattoncino", considerato il bene-rifugio dalle svalutazioni future. Il meccanismo di questo boom edilizio è per certi versi molto simile a quello che portò alla crisi del 1929. Inizialmente si sparse la voce negli Stati Uniti, della Florida come un luogo in grado di cogliere grandi opportunità di profitto considerato come un nuovo paradiso terrestre. Ciò spinse i ceti benestanti ad acquistare case vacanze e terreni, insieme ai primi investitori che compravano beni immobili con il fine unico di rivenderli a un prezzo maggiore. Successivamente vi fu un significativo incremento dei prezzi con il valore di quest'ultimi, che passò da qualche migliaio di dollari nel 1920 fino a toccare il mezzo milione dopo appena cinque anni, e con ondate sempre più numerose di acquisti, sia di persone realmente interessate a trasferirsi in Florida, che di speculatori. Anche in questo caso grazie al boom creditizio, come per i titoli nei mercati azionari, fu possibile acquistare beni immobili e

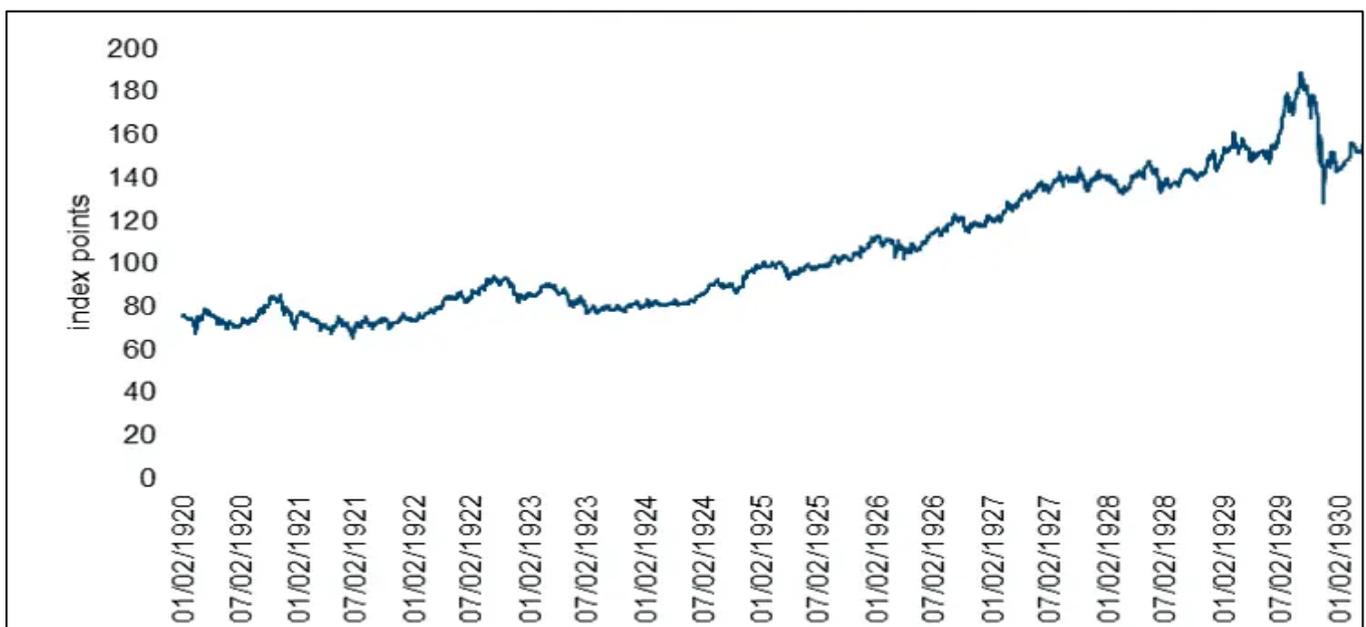
terreni, versando un acconto del 10-15% del valore complessivo, dilazionando la parte residua. Nessuno aveva paura del rischio di insolvenza, anzi, con il fatto che la domanda continuava a crescere, numerosi investitori aumentarono la loro leva finanziaria, accrescendo la speculazione. Le eccessive quotazioni continuavano a salire solo sulle aspettative riguardo all'alta probabilità di trovare un altro compratore euforico, che si aspettava di poter trarne guadagno. Tra il 1925 e il 1928 bastarono tre disastri, di cui due naturali, per capovolgere la situazione. L'affondamento della nave danese Prinz Valdemar, che tagliò completamente i rifornimenti per i materiali utili per costruire immobili nell'area di Miami (la linea ferroviaria per il sud non era molto sviluppata e poteva portare solo i beni di prima necessità), e in seguito i due uragani, Miami Hurricane e Okeechobe Hurricane, che fecero cambiare opinione a molti riguardo la definizione "paradiso terrestre" associata alla Florida. In seguito al secondo uragano, i prezzi continuarono a crollare, seguendo l'iter successivo al primo evento catastrofico e iniziarono le vendite di massa, perché non si trovavano più investitori disponibili a continuare il meccanismo speculativo. Numerose banche fallirono e egli investitori si spostarono in massa sul mercato finanziario che a distanza di un anno subì lo stesso triste epilogo.

Nell'autunno del 1928, in seguito alla morte del presidente della Federal Bank di New York, Benjamin Strong, le politiche monetarie della Fed tornarono ad essere restrittive. Il capo del Federal Reserve Board, Adolph Miller prese il controllo delle politiche monetarie e, durante il mandato Hoover, pianificò di ridurre l'espansione del mercato azionario, poiché, secondo lui, la crescita di quegli anni era dovuta soltanto alla speculazione e ciò avrebbe distrutto l'economia americana. Come unica conseguenza di questa inversione di politica monetaria, da espansiva a restrittiva, vi fu l'inizio della crisi produttiva nel 1929. Ciò nasce dal fatto che in questa decade l'unico settore che cresceva rapidamente era quello finanziario, dove i prezzi delle azioni subì un incremento dal 1921 fino a toccare il quadruplo del valore nei mesi prima della crisi. In un primo momento, la corsa agli investimenti e l'aumento delle azioni, erano giustificati dall'espansione produttiva sostenuta di quegli anni, ma, successivamente l'incremento era dovuto unicamente alla speculazione favorita dal basso costo del denaro. Il valore delle azioni continuava a gonfiarsi, esponendo la borsa a un tracollo imminente, come dirà nel 1983 Eustace Mullins:

*“solo le banche di New York erano esposte per sette miliardi di dollari verso Wall Street, ma nonostante i presagi, la Fed non avvertì il governo del crack imminente, lasciando comunque ai soci il tempo di disimpegnarsi dal mercato azionario già all'inizio dell'anno”*

Secondo il Financial Times (2008) l'ammontare di moneta circolante negli Stati Uniti prima della crisi era inferiore agli otto miliardi di prestiti e crediti effettuati sui mercati finanziari. L'indice "Dow Jones Industrial Average" (calcolato ponderando i prezzi dei primi trenta titoli azionari della borsa di New York) passò da 76,2 nel 1923 a 381,15 nel settembre del 1929 (Bosio,2010), ovvero un incremento di cinque volte. Altri dati concernenti l'irreale scenario di quegli anni riguardavano il prezzo medio delle azioni che aumentarono del 40% e i volumi scambiati i che passarono da due milioni al giorno a ben cinque. Le persone continuavano a investire, incoraggiate dal costante aumento dei prezzi delle azioni, nella convinzione che esso continuasse a salire, e la speculazione agì come la benzina per un incendio che era pronto a propagarsi distruggendo tutto: Ciò nonostante erano pochi gli individui che avevano compreso quale scenario si stava profilando all'orizzonte. Lo stesso presidente Hoover dichiarò sul finire del 1928:

*"Mai un Congresso degli Stati Uniti, riunendosi per esaminare lo stato dell'Unione, si è trovato di fronte ad una prospettiva più gradita di quella che si presenta al momento attuale. All'interno ci sono tranquillità e soddisfazione... e le cifre primato degli anni di prosperità... Si può considerare il presente con soddisfazione e vedere il futuro con ottimismo... La causa principale di queste fortune senza precedenti risiede nell'integrità e nel carattere del popolo americano"*



Crescita del Dow Jones Index dal 1920 al 1929

Fonte: Dow Jones Trademark Holding

## 2.2 Il panico del '29

La speculazione, a lungo andare, trasforma le menti umane da razionali in euforiche, finché gli speculatori stessi non si accorgono che il mercato non può continuare a crescere; e, di conseguenza è opportuno disinvestire e tornare in liquidità.

Questo fenomeno si innescò all'inizio dell'ottobre del 1929, quando i banchieri di New York, in seguito ai valori raggiunti dal "Dow Jones" e alla difficoltà incontrata nell'incasso delle rate dei finanziamenti concessi, si trovarono nella posizione di essere obbligati a richiedere il rientro anticipato dei prestiti a brevissimo termine. Anche gli operatori di mercato e la grande parte degli investitori iniziarono le operazioni di liquidazione dei portafogli azionari per monetizzare i guadagni conseguiti. Nonostante questo nuovo scenario conseguente al fatto che il lunedì 21 ottobre del 1929 si erano registrate più di sei milioni di vendite, l'economista Irving Fisher insinuò che la borsa di New York si era depurata dai pessimisti e che il mercato finanziario sarebbe ripreso a crescere. Al suo pensiero si associò anche il presidente della National City Bank Of New York, Charles Mitchell, che rilasciò la seguente dichiarazione:

*"Non mi risulta ci sia nulla di fundamentalmente negativo nel mercato azionario, nelle imprese e nella struttura creditizia ad esso relativa"*

Il mercoledì si assistette a un calo dei volumi delle vendite che scesero a soli due milioni e mezzo: Tale contrazione era dovuta sia dalla mancata percezione del pericolo da parte dei comuni investitori scarsamente informati, che per un guasto tecnico (del ticker), che subì un ritardo nella registrazione delle contrattazioni di vendita (buona parte delle vendite avvenne nella seconda metà della giornata, altrimenti il numero sarebbe stato probabilmente più alto). Questa nuova ondata di nervosismo portò a richiedere ai piccoli investitori maggiori garanzie collaterali, da parte dei banchieri che non accettavano più il valore dei titoli dati a riporto come garanzia per i prestiti.

Un giorno dopo, il 24 ottobre, noto come il "giovedì nero", si registrarono quasi tredici milioni di vendite dei titoli azionari, con prezzi sempre più bassi che gettarono nello sconforto gli investitori e gli operatori di mercato. La giornata si sviluppò in modo inconsueto in quanto all'inizio delle contrattazioni i prezzi rimasero in linea con le quotazioni del giorno prima, ma l'ondata di vendite nelle successive ore fecero diminuire il valore degli stessi. Alle 11 si registrò l'ultima vendita, perché nessuno voleva più acquistare, e mezz'ora dopo, un'ondata di panico investì il "Big Board", alimentata anche dalle notizie che alcuni speculatori si erano suicidati e che le Borse di Chicago e di

Buffalo erano state chiuse, con buona parte degli investitori costretti a vendere a valori irrisori rispetto a qualche giorno prima.

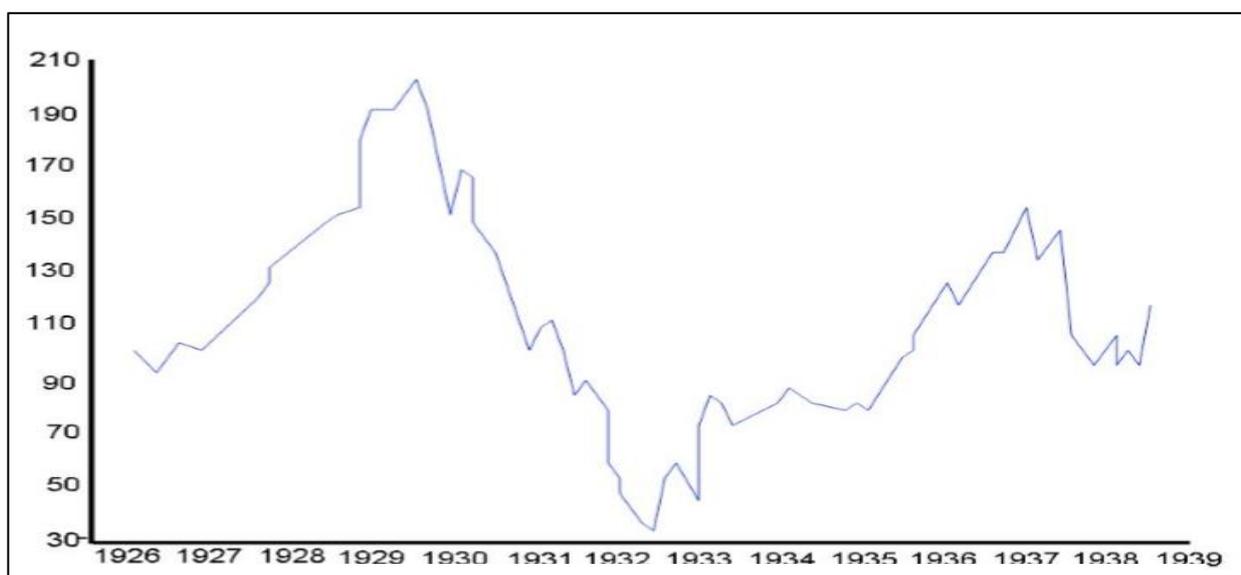
Dopo una riunione avvenuta alla J.P. Morgan e le successive dichiarazioni alla stampa, secondo le quali “c’era stata necessità di qualche vendita per condizioni tecniche del mercato”, i più grandi banchieri americani, intorno all’ora di pranzo, iniziarono ad acquistare le blue *chips* a prezzi superiori a quelli quotati in quel momento, come era già successo con esito positivo durante la crisi del 1907, per provare a influenzare il pubblico di investitori sulla solidità del mercato. William Durant, fondatore della General Motors e della Chevrolet, Richard Whitney, vicepresidente della Borsa di New York, la famiglia Rockefeller e altri giganti industriali e finanziari intervennero nella speranza di infondere fiducia. La conseguenza fu un rialzo dei prezzi a cui si assistette nel pomeriggio, con i sentimenti di paura e di panico sostituiti dalla preoccupazione di perdere un’occasione. A questa sensazione comportamentale contribuirono le dichiarazioni dei rappresentanti delle 35 maggiori wirehouses (fondi di intermediazione, che forniscono la gamma completa di servizi ai clienti, dall’investment banking alla ricerca, al trading e alla gestione patrimoniale) secondo cui il mercato era “fondamentalmente sano”. Il risultato ottenuto quel pomeriggio fu solamente una mera illusione sull’effettiva solidità del mercato tanto che il crollo della Borsa fu rimandato di qualche giorno.

La settimana seguente, quando riaprirono i mercati, si registrò un altro decremento record dell’indice Dow Jones, che scese del 13%. Buona parte degli investitori ebbe difficoltà a rispettare gli obblighi previsti dalle “margin call” (deposito cauzionale per garantire la posizione lunga o corta assunta dall’investitore da oscillazioni significative dell’andamento dell’asset finanziario), da parte delle banche creditrici, e si trovarono quindi costretti a liquidare la posizione precedentemente assunta. I fondi comuni di investimento con il valore della leva finanziaria decrescente erano rimasti con due opzioni: liquidare le proprie quote o affrontare il default sui propri debiti. Si instaurò un meccanismo che non fece altro che aumentare il panico e il nervosismo della gente: chi non agiva per adottare la soluzione della liquidazione delle quote o della vendita, a prezzi stracciati, rischiava di mettere in serie difficoltà gli intermediari finanziari che avevano concesso in precedenza i prestiti per operare sui mercati.

Il 29 ottobre 1929, passato alla storia come “Martedì nero”, si registrò il più alto numero di vendite di titoli azionari, ben sedici milioni e mezzo (calcolando che in tempi buoni, vendite per un terzo di questo valore portavano a dichiarare la giornata come ideale), e venne identificato, nei tempi

successivi, come il giorno più catastrofico della Borsa di New York, e dei mercati azionari, poiché decretò la fine dell'entusiasmante rialzo di quel periodo. Nel "The Big Crash" si registrò la presenza di entrambi gli eventi sfavorevoli: il record di vendite dei titoli (come avvenne il Giovedì Nero) e il più alto crollo dei prezzi come si manifestò il Lunedì nero. Anche in questo caso, banchieri e industriali provarono a intervenire sugli stati d'animo degli investitori, ma questa volta non ci fu nessuna inversione di tendenza, come avvenne precedentemente. Gli operatori della Borsa si trovarono a registrare il numero record di transazioni, con l'unica certezza che le cose non sarebbero andate in meglio. Molte degli ordini di vendita immessi non trovarono acquirenti e il valore di molte quotazioni scese sotto il dollaro, quindi "le catene di prestiti che avevano alimentato il boom speculativo furono ritirate e il mercato venne giù come un castello di carte" (Kupchan 2003).

Le caratteristiche di questa crisi sono riscontrabili in parte con quanto analizzato da J.K. Galbraith. Il complesso sistema bancario americano, prima della crisi, era frammentato in numerose banche o istituti creditizi di modeste dimensioni, che in seguito al crollo del mercato finanziario fallirono. Il sistema era anche caratterizzato dal poco potere lasciato in mano alla Federal Reserve Bank, che quindi non fu in grado di fronteggiare la crisi della Borsa con gli strumenti che aveva a disposizione. Un'altra caratteristica fu la scarsa qualità dell'informazione economica: infatti, mentre una piccola parte degli investitori era consapevole dei rischi assunti, la maggior parte del ceto medio perse i propri risparmi nell'illusione di conseguire facili guadagni. All'assenza di un'adeguata educazione finanziaria dei piccoli investitori, si aggiungeva una preparazione tecnica superficiale dei consulenti finanziari, nel supportare le decisioni di investimento di fronte a scenari di crisi.



Prezzi delle azioni Statunitensi

Fonte: B. Dieffenbach, "Financial Crisis in the Great Depression", 2008

## 2.3 Gli effetti della Grande Depressione

La crisi e i suoi effetti non furono causati solo ed esclusivamente in seguito al crollo dei mercati finanziari avvenuti in seguito al Martedì nero. Infatti nei giorni precedenti, l'economia era già tormentata dalla crisi di sovrapproduzione che colpì sia il settore industriale che quello agricolo. L'applicazione dei dazi doganali europei sui beni agricoli e la ripresa della produzione agricola in Europa, colpì il settore agricolo americano nel suo complesso. I produttori si trovarono con ingenti scorte alimentari non trovando un mercato in cui vi fosse domanda idonea per l'assorbimento. Il motivo per cui si imputa maggiore importanza alla speculazione e la conseguente crisi sta nel fatto che il nervosismo e la frenesia di vendere mise repentinamente la parola fine a un decennio di radioso ottimismo, che venne sostituito da un periodo in cui prevalse lo scetticismo fino a giungere al pessimismo. In maniera quasi improvvisa, il continuo salire delle quotazioni dei titoli si tramutò in una rovinosa e rapida caduta. Le conseguenze della crisi del 1929 furono molteplici e diedero inizio alla Grande Depressione, il più duro e lungo periodo fino a quel momento, che gli Americani, e il resto del mondo, dovettero affrontare.

Per provare a fermare il panico, la Fed mise in atto una serie di politiche economiche tra cui la contrazione dell'offerta monetaria e l'innalzamento dei tassi d'interesse, anche in seguito all'abbandono da parte del Regno Unito del regime aurifero del "Gold Standard". Come possiamo notare dalla tabella sottostante però, l'unica conseguenza prodotta da queste politiche fu negativa, in quanto il reddito nazionale nel giro di 5 anni si ridusse di più della metà del valore che aveva all'inizio del 1929.

Anno	Offerta di moneta (miliardi)	Reddito nazionale (miliardi)	Reddito agricolo (%)	Reddito non agricolo (%)	Prestiti (%)	Interessi netti (%)	Profitti aziendali (%)
1929	26.4	84.7	7.2	9.8	5.8	5.6	11.3
1930	24.6	73.5	5.9	9.4	5.7	6.7	8.6
1931	21.9	58.3	5.8	8.9	5.8	8.4	2.7
1932	20.4	42.0	5.0	7.4	6.4	11.0	-3.8
1933	19.8	39.4	6.4	7.4	5.1	10.4	-3.8

Fonte: Hanke, "Greenspan's Bubbles", 2008

Inoltre, nonostante i tassi d'interesse nominali fossero bassi, la gente non richiedeva più prestiti perché aveva paura che con i salari e i profitti del futuro non sarebbe stati in grado di ripagarli. Un

pessimismo cronico e la mancanza di fiducia verso il futuro si ripercossero sui consumi, che subirono un declino inimmaginabile, se comparato al relativo benessere del decennio precedente.

Le banche furono costrette a diminuire notevolmente il credito e un buon numero di esse dovette dichiarare la bancarotta negli anni successivi. Per fornire qualche esempio, solo nel 1930 fallirono

1352 banche (Kupchan, 2003), mentre nei tre anni successivi un numero di istituti creditizi prossimo a 9000 dichiarò il fallimento (Strange,1999). Il caso che ebbe maggiori ripercussioni sulle vite dei cittadini americani fu il fallimento della Bank of United States con la sede a Manhattan, che gestiva i risparmi di oltre 400.000 persone ovvero colpì più di un terzo della popolazione newyorkese. Un gran numero di istituti di credito aveva investito i risparmi, sotto forma di depositi vincolati a breve termine, in attività a lungo termine e speculative; il fallimento dei mercati finanziari ebbe come conseguenza la sopracitata ondata

Anno	Banche fallite
1929	659
1930	1352
1931	2294
1932	1456
1933	4004

Fonte: Dieffenbach, 2008

di panico, che portò alla corsa agli sportelli da parte degli investitori e ad una crisi di liquidità di molte banche. Quest'ultima in teoria si sarebbe potuta evitare poiché le banche avrebbero dovuto chiedere fondi extra alle altre banche o alla Fed; il problema sta nel fatto che, durante la corsa agli sportelli, richiedere i prestiti agli altri istituti di credito era eccessivamente costoso o addirittura impossibile e in generale le banche non volevano chiedere prestiti alla Fed, per mancanza di garanzie collaterali o perché non appartenevano al Sistema della Federal Reserve. Un buon numero di banche fu obbligato a dichiarare fallimento, portandosi dietro con loro tutti i clienti, dagli investitori comuni alle grandi aziende che avevano finanziato.

I Monetaristi, in particolare Milton Friedman in un'intervista rilasciata nel 1996, accusarono la Federal Reserve di aver trasformato una semplice recessione in una "grande" depressione economica con le mosse di politica monetaria per contrarre l'offerta di moneta di quasi il 33%. Friedman aggiunse anche che il cambiamento di direzione dei prezzi dal crollo in poi, sarebbe stata solamente un'altra recessione. Per evitare il crollo delle principali banche nazionali, la Fed avrebbe dovuto mettere in atto due semplici manovre, emettere prestiti d'emergenza e acquistare titoli di stato sul mercato aperto, per fornire a queste banche liquidità e incrementare la quantità di denaro in prossimità del fallimento. In questo ipotetico scenario, buona parte delle piccole banche avrebbe evitato il fallimento e non sarebbe stato necessario ridurre l'offerta monetaria di quasi un terzo.

Un motivo per cui la Fed non intervenne risiedeva nella regolamentazione vigente in quel tempo che le imponeva, limitazioni riguardo all'allocazione del credito, legate a un obbligo di una parziale

quantità d'oro come contropartita del prestito. Durante i Roaring Twenties, la Federal Reserve aveva già raggiunto il limite ammissibile di credito e, allo scoppio della crisi, con il fatto che i prestiti venivano concessi tramite l'emissione di banconote, essa dovette occuparsi del recupero dell'oro che aveva scambiato con le banconote.

La stretta monetaria, messa in atto dalla Fed si tradusse in una caduta dei prezzi riguardanti l'economia reale. In reazione al taglio della produzione e alla riduzione del credito da parte delle banche, milioni di lavoratori subirono il licenziamento da parte delle imprese americane. In aggiunta a ciò, si manifestò un impoverimento generale della popolazione (da ricordare che già metà dei cittadini americani vivevano sotto la soglia di povertà), come confermano i dati per cui "nel 1932 circa un quarto della popolazione non aveva un reddito regolare" (Brendon, 2000). Altri dati che testimoniano il crollo dell'economia statunitense riguardano il PIL che diminuì il valore che aveva nel 1929, di un terzo in quattro anni, la produzione industriale calò del 50%, mentre il numero di disoccupati raggiunse quindici milioni (Bosio 2010).

Anche il commercio internazionale risentì della Grande Depressione e fu considerato uno dei canali di propagazione della crisi. Nel 1930 il presidente Hoover presentò al Congresso il Smoot Haley Tariff Act (SHT Act), con cui si alzarono le tariffe per i prodotti importati dentro gli Stati Uniti. Lo scopo di questa legge era provare a aumentare i profitti del governo federale, proteggendo i produttori agricoli, che stavano subendo più di tutti gli effetti della crisi di sovrapproduzione, e invogliando i cittadini americani a comprare esclusivamente i prodotti locali. Purtroppo però i risultati furono diversi da quelli attesi. Infatti, l'emissione del SHT Act fece peggiorare la situazione su due piani: la produzione interna degli Stati Uniti non mostrò segnali di ripresa in seguito all'accettazione da parte del Congresso, e i Paesi stranieri misero in atto politiche protezionistiche per evitare il peggioramento della propria bilancia commerciale. A pagare questa situazione globale, furono principalmente i Paesi meno sviluppati (come quelli dell'America Latina) che, nonostante non avevano colpe per la crisi bancaria o non avevano subito perdite per la Prima Guerra Mondiale, si ritrovarono inghiottiti dalla Grande Depressione, a causa del declino del commercio internazionale che li privò di quei beni utili per sviluppo. Ugualmente i Paesi che facevano degli scambi commerciali con l'estero risentirono molto della promulgazione della legge, infatti, il tasso medio *ad valorem* dell'importazione di beni tassabili salì fino al 50%, mentre toccò la metà del valore quando scoppiò la crisi (Kindleberger, 1986). I profitti da esportazioni degli Stati Uniti passarono da 5,6 miliardi nel

1929 a 1,9 in soli quattro anni con i beni principalmente colpiti che appartenevano tutti al settore primario, come cotone, grano e tabacco.

il “Gold Standard”, che aveva come obiettivo principale il mantenimento di un sistema di tassi di cambio fissi tra le diverse valute dei Paesi aderenti, subì un contraccolpo dalla crisi. Nonostante dopo la fine della Seconda Guerra Mondiale vennero stipulati gli accordi di Bretton Woods, che sancirono l’inizio del Gold Exchange Standard e si protrassero fino al 1973 quando si istituì la fluttuazione dei cambi, buona parte della dottrina economica sostiene che la Grande depressione pose fine a questo tipo di sistemi di tassi di cambio fissi. Il motivo sta nello studio che condussero gli economisti Bernanke e James nel 1992, secondo il quale gli effetti della Grande Depressione si manifestarono maggiormente su quei Paesi che mantennero il più a lungo possibile l’adesione al Gold Standard. Per citare alcuni esempi, il Regno Unito e i Paesi scandinavi, abbandonando il sistema dei tassi di cambio fissi delle valute nel 1931, ebbero una ripresa economica più veloce rispetto a paesi come Italia o Stati Uniti che lo lasciarono nel 1933, o i Paesi latino americani, che iniziarono la svalutazione delle loro valute nel 1929 si ripresero prima dei Paesi del “Gold Block” (Francia, Paesi Bassi...), che rimasero nel sistema fino al 1935, con i livelli di produzione che erano ancora inferiori rispetto a prima del 1929. In Asia invece, Cina e Giappone non risentirono particolarmente dello scoppio della crisi, infatti, mentre il Giappone abbandonò il sistema nel 1931, la Cina aveva adottato il Silver Standard. Dalla tabella sottostante, che riguarda le variazioni percentuali del PIL, si può notare come il Gold Standard ha impattato sull’economia dei principali Paesi, in seguito all’inizio della Grande Depressione.

Anno	USA	Germania	Regno Unito	Francia	Italia	Giappone
1930	-8.8	-1.4	-0.7	-2.9	-4.9	-8.7
1931	-7.7	-7.6	-5.1	-6.0	-0.6	-0.7
1932	-13.2	-7.5	+0.8	-6.5	+3.2	+6.8
1933	-2.1	+6.3	+2.9	+7.1	-0.7	+8.2
1934	+7.7	+9.1	+6.6	-1.0	-0.4	-1.1

Fonte: [www.worldeconomics.com](http://www.worldeconomics.com)

Il Gold Standard fu identificato anche come uno dei principali canali di trasmissione della crisi e della Grande Depressione. Infatti, secondo Eichengreen (1992), il fatto che la maggior parte dei Paesi industrializzati aderì al sistema di tassi di cambio fissi favorì la trasmissione a quei paesi degli effetti della contrazione monetaria degli Stati Uniti. In particolare, la situazione degli Stati Uniti, con tassi

d'interesse alti e la deflazione, fece sì che afflussi di oro dall'estero giungessero a questi ultimi (oltre il 70% delle riserve mondiali auree apparteneva a Francia e gli stessi Stati Uniti nel 1932), che la Fed in gran parte utilizzò per contrastare la variazione di base monetaria e stabilizzare il corso internazionale del dollaro. Riprendendo una citazione di Ben Bernanke (1993):

*"La nuova ricerca sugli standard aureo ci consente di affermare con una certa sicurezza che i fattori monetari hanno svolto un ruolo causale importante, sia nel declino mondiale dei prezzi e della produzione che nella loro eventuale ripresa."*

I Paesi diversi dagli Stati Uniti subirono gli effetti della crisi in relazione ai rapporti economici che avevano con quest'ultimi. La Germania ebbe una grave contrazione della produzione (40% tra il 1929 e il 1933) a causa del blocco di afflusso di capitali statunitensi in seguito alla crisi, in aggiunta al fallimento di due delle maggiori banche tedesche la Danat e la Dresdner Bank e al numero di disoccupati che arrivò a sei milioni. In Inghilterra si reagì al calo della produzione industriale, che ebbe un decremento fino al 1932 dell'11,5%, e alla crescente disoccupazione, con la già citata uscita dal Gold Standard. Inoltre, forte dei vari territori imperiali fuori dalla Gran Bretagna, il governo labourista riuscì ad attutire la crisi tramite l'incremento gli scambi commerciali con i Paesi del Commonwealth e la riduzione i dazi doganali sempre con questi ultimi, perdendo però l'autorità su sei territori: Canada, Irlanda, Australia, Nuova Zelanda, Sudafrica e Terranova. L'Italia e la Francia subirono entrambi la Grande Depressione, come nei precedenti casi riguardo disoccupazione e produzione industriale, fino a quando, il riarmo per la campagna di Etiopia da una parte, e le spese militari in vista della Seconda Guerra Mondiale dall'altra, permisero a entrambe di lasciarsi alle spalle gli effetti della crisi

Inoltre, la Grande Depressione ha rimarcato l'importanza della stabilità dei prezzi. Infatti la riduzione dei redditi e le difficoltà finanziarie degli Stati sono stati causati principalmente dalla deflazione, poiché famiglie e imprese hanno riscontrato sempre più difficoltà rimborsare i debiti. Dal momento che i contratti di debito comportano un rimborso di una somma di dollari fissi, la deflazione portò un incremento del costo reale di un dato debito nominale (per la relazione che lega i tassi d'interesse nominali e reali con le variazioni dei prezzi). Di conseguenza, la deflazione implica incrementi delle insolvenze da parte dei debitori, che come in un circolo vizioso portano a un aumento del numero di fallimenti bancari e producono ulteriori cali di reddito, produzione e occupazione. La stabilità dei prezzi è oggi ampiamente imputata come obiettivo principale della politica monetaria della Banca

Centrale Europea, poiché le variazioni del livello dei prezzi, deflazione o inflazione, portano all'instabilità finanziaria e ostacolano lo sviluppo economica.

## Capitolo 3: Crisi del 2008

### 3.1 Bolla Dot-com e mutui subprime

La crisi del 2008 ha avuto dimensioni globali ed ebbe origine negli Stati Uniti, al pari della Grande Depressione. Ebbe inizio con una bolla speculativa nel mercato immobiliare, a causa dell'irrazionale crescita dei mutui subprime. Questi ultimi sono una particolare tipologia di mutui immobiliari ipotecari, il cui nome deriva dal fatto che vengono concessi a clienti nella fascia bassa di reddito, per lo più famiglie, al di sotto dello standard dei cosiddetti *clienti prime*, ovvero coloro con la capacità reddituale idonea al regolare pagamento della rata del mutuo.

Nel mercato immobiliare, se si esclude il boom avvenuto in Florida precedentemente alla crisi del 1929 (anche se questo riguardò soltanto uno Stato), gli aumenti delle vendite di case, considerate un asset class tradizionale e idoneo a proteggere il capitale investito da future svalutazioni, sono avvenuti in due distinti periodi storici. Il primo comprende la fase successiva alla fine del secondo conflitto mondiale, in quanto con il termine dell'evento bellico i soldati sopravvissuti formarono nuove famiglie e ciò stimolò un notevole incremento della vendita di case, soprattutto per il fatto che i prezzi erano bassi. Il secondo si verificò all'inizio del nuovo millennio, senza che si manifestassero condizioni tali da giustificare questo boom immobiliare, ovvero non si riscontrarono particolari aumenti della popolazione, né diminuzioni dei costi di costruzione.

Secondo buona parte della dottrina la bolla speculativa del mercato immobiliare trae origini dalle crisi informatica scoppiata da un'altra bolla speculativa avvenuta nel 2001, la "Dot-com Bubble", e dalle conseguenze che hanno prodotto le politiche economiche messe in atto dalla Fed, anche in seguito alla deregolamentazione di Wall Street, sotto i mandati di Clinton e Bush, che permisero alle banche di assumersi sempre più di maggiori rischi, facendo un largo utilizzo della leva finanziaria, molto più che in passato.

La bolla della new economy si può riassumere nei seguenti passaggi. Sul finire dello scorso millennio vi fu un aumento considerevole di start-up e di piccole aziende, appartenenti al settore informatico o più precisamente al settore dei servizi riguardanti la connessione a un browser Internet, denominate per l'appunto aziende Dot-com. Dal momento che la maggior parte di queste società era delle NewCo non disponevano di una struttura manageriale e di un fatturato alto e costante, condizioni necessarie per conseguire utili nel breve periodo. Ciò nonostante, attrassero molti

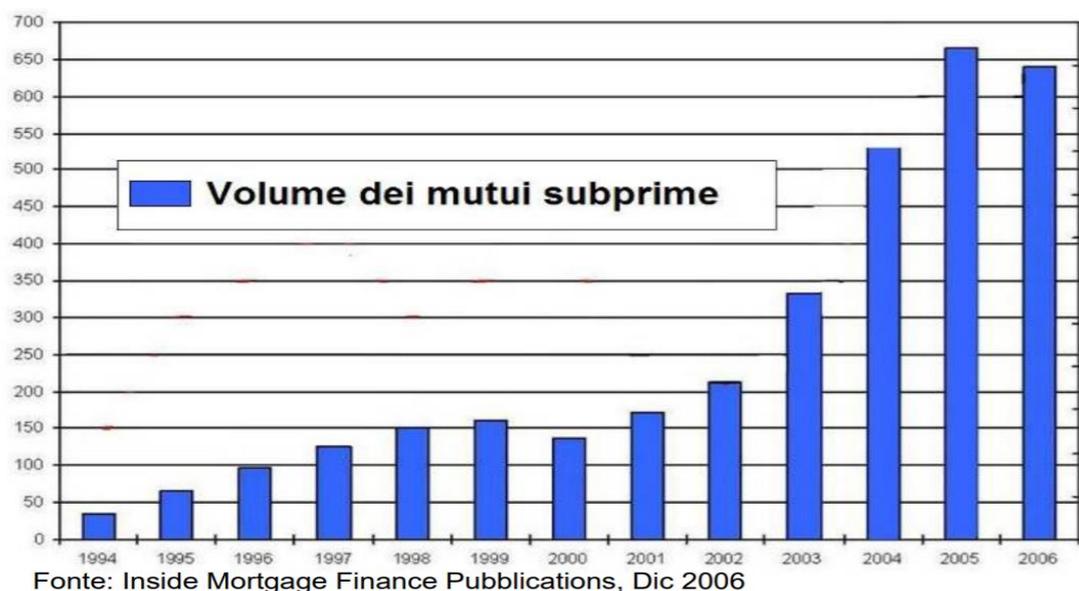
investitori, che aderirono alle molteplici I.P.O. (Initial Public Offering) proposte sul mercato, garantendo ad esse adeguati finanziamenti nella speranza di poter conseguire futuri capital gains per i loro portafogli di investimento. Grazie a quest'ondata di fiducia, le start-up iniziarono a svilupparsi, accompagnate da una eccessiva sopravvalutazione spesso generata dagli stessi intermediari finanziari che avevano emesso i finanziamenti generati dal capitale raccolto dagli investitori. L'incauto ottimismo degli investitori venne spiegato da Krugman (2009) nell'analisi successiva, per cui sembrava che:

*“le nuove tecnologie avessero cambiato tutto, e che le vecchie regole sui limiti che si frapponavano al profitto e alla crescita non si applicassero più. Inoltre era pensiero comune che l'epoca delle pesanti recessioni fosse definitivamente alle spalle”*

Nel marzo del 2000, i dati contenuti nei bilanci di molte delle aziende Dot-com non erano in linea con le aspettative degli intermediari che le avevano sostenute sul mercato primario, portando gli investitori a cambiare idea riguardo alle ipotizzate possibilità di profitto. Nei mercati finanziari, le aspettative e la fiducia che gli investitori ripongono nelle operazioni borsistiche possono generare delle forti illusioni e nel caso in cui i volumi trattati aumentano e i prezzi dei titoli si incrementano senza un valido supporto dato dai fondamentali della società si creano le condizioni che determinano una bolla speculativa. Evento che puntualmente si verificò il 10 marzo in concomitanza con l'incremento massimo intraday dell'indice NASDAQ (indice borsistico dei principali titoli tecnologici), che toccò 5.132 punti, più del doppio rispetto all'anno precedente. In seguito al record raggiunto dall'indice, gli investitori iniziarono a vendere freneticamente i titoli acquistati, causando in soli 3 giorni un decremento del 9%. Di conseguenza molte società, appartenenti alla categoria Dot-com, furono delistate, e inoltre, tutti i fondi d'investimento, che avevano riposto fiducia in esse, investendo notevoli quantità di capitali, persero tutto.

La crisi della New Economy, insieme all'attentato delle Torri Gemelle, l'11 settembre del 2001, indussero la Federal Reserve a mettere in atto una politica monetaria espansiva, abbassando i tassi d'interesse che passarono da 6,5% a 1,75%, la più elevata variazione dal livello teorico dettato della *Taylor Rule*. Questo cambiamento nella sua politica monetaria si poneva l'obiettivo di far affluire forte liquidità sul mercato per consentire di ripristinare le condizioni normali. I tassi reali d'interesse, ovvero quelli calcolati con l'aggiunta del fattore inflazione, furono negativi per quasi 3 anni, poiché ci fu deflazione e i prezzi dei beni rimasero bassi.

Questa operazione di politica monetaria favorì un logico incremento dei mutui concessi ai cittadini dalle banche americane. Il segmento retail statunitense aumentò la domanda delle case e in poco tempo, a causa della non corrispondente offerta, i prezzi degli immobili salirono di valore. Il motivo, del mancato intervento della Fed nel rialzare i tassi, sta nella natura del costo di acquisto di una casa, poiché il valore di tale bene non rientra nel paniere di quelli che concorrono al calcolo dell'inflazione. Viceversa il costo di affitto di una casa entra nel calcolo dell'inflazione, ma il mercato delle locazioni non crebbe nelle medesime proporzioni di quello delle proprietà e in ogni caso non così da influenzare l'inflazione.



Si può quindi affermare che fu la Fed *“in seguito alla crisi della New Economy, con il deliberato intento di attenuare gli effetti depressivi, a favorire quella sovrabbondanza di liquidità che ha finito per cercare sbocco nei mutui subprime”* (Amato, Fantacci, 2001).

Tornando al mercato immobiliare, dal 2001 in poi, si assistette a due cambiamenti: in primo luogo vi fu una crescita del numero delle aperture dei cantieri e delle concessioni di permessi edili, mentre, in secondo luogo incrementò il totale degli acquisti delle abitazioni che in soli tre anni, dal 2002 al 2005, passarono da 6 a 8,5 milioni (Osservatorio Monetario, 2008). A partire dai primi anni del nuovo millennio, vennero offerti a famiglie americane ed europee mutui ipotecari subprime, che inizialmente sembravano offrire condizioni molto convenienti per i richiedenti. Una di queste condizioni, che all'inizio veniva ritenuta *“vantaggiosa”*, ma che poi si rivelò una delle maggiori cause dell'insolvenza di molte famiglie mutuatrici, riguardava una delle caratteristiche dei mutui, ovvero che fossero stipulati a tasso variabile o a tasso misto (in parte fisso, in parte variabile),

sottovalutando in tal modo l'alea legata alle variazioni del tasso variabile, decise dalla Fed. Come è stato evidenziato precedentemente, quest'ultima a partire dai primi anni duemila, abbassò i tassi d'interesse in modo significativo favorendo la determinazione di rate poco costose, fattore che fece aumentare il numero di mutui richiesti, mentre intorno al 2005, in conseguenza della politica espansiva sui tassi di interesse, le rate aumentarono, causando l'insolvenza della maggior parte dei mutuatari. Il meccanismo dietro l'apparente vantaggio dei mutui subprime era molto semplice: in caso di inadempienza verso le banche, per mancanza di risorse economiche, le famiglie avrebbero potuto ripagare il mutuo rivendendo l'immobile sul mercato a un prezzo più alto del valore iniziale e in tal modo grazie all'incremento avrebbero onorato il debito inizialmente assunto. Infatti, le previsioni delle banche, che concedevano questo tipo di mutuo, evidenziavano la presenza di trend di crescita dei valori degli immobili e di conseguenza le stesse banche sottovalutarono il problema della solvibilità del mutuatario subprime. Successivamente, alla luce della alta probabilità che le famiglie risultassero insolventi, il nome della categoria di questi mutuatari divenne "clienti subprime".

A questo punto appare necessario soffermarsi sulla differenza tra i due modelli di business bancario per chiarire le ragioni della crescente bolla speculativa. Il vecchio modello di business, chiamato *originate and hold*, si basa sul principio per cui i prestiti erogati da una banca vengono iscritti in bilancio e detenuti in esso fino alla loro scadenza, con il prudenziale 'accantonamento dell'importo erogato per evitare il rischio di credito. In questo modello la banca trae profitto dagli interessi corrisposti per ogni rata di mutuo, ma deve attendere la sua scadenza per riavere la somma prestata. Nel nuovo modello invece, denominato *originate to distribute* e messo in atto dalle banche americane, prima dello scoppio della bolla immobiliare, il debito viene trasferito dalla banca erogatrice ad altri intermediari finanziari utilizzando alcune tecniche per il trasferimento del rischio di credito come la cartolarizzazione. Lo schema dell'operazione è il seguente: la banca che ha erogato il prestito cede il credito a una società veicolo (Special Purpose Vehicle-SPV) ricevendo come contropartita la liquidità che potrà essere impiegata dalla banca per nuove operazioni. La SPV emette sul mercato delle obbligazioni garantite (Mortgages Backed Securities-MBS o Asset Backed Securities-ABS) dal fatto che il prenditore originario (ad esempio il cliente subprime) paghi regolarmente le rate di mutuo, se la catena si interrompe a causa delle difficoltà del mutuatario il rischio viene trasferito ai sottoscrittori di quelle obbligazioni.

Quindi, mentre in passato le banche dovevano verificare preventivamente con attenzione la solvibilità presente e prospettica dei richiedenti prestiti per evitare la presenza di perdite su crediti nel conto economico, in caso di insolvenza del prestatore, si riduceva il processo di valutazione del merito creditizio, attraverso la cartolarizzazione. All'inizio degli anni 2000 nell'ottica dell'applicazione del modello *originate to distribute* aumentarono i volumi di MBS (titoli coperti da mutui ipotecari), e di ABS (titoli coperti da asset) con la rilevante diffusione della cartolarizzazione. Le banche ricevevano la liquidità dalle società veicolo, trasferendo ad esse il rischio di credito.

Le SPV emettevano obbligazioni con diverse tranches di rendimento in relazione al rischio associato (dalla tranche *super senior* alla *equity*) nelle CDO, Collateral Debt Obligation, ovvero prestiti composti da titoli finanziari che presentano in primo luogo caratteristiche specifiche di rischio/rendimento e in secondo luogo un debito come garanzia. Nell'intervallo temporale tra il 2000 e lo scoppio della bolla dei subprime il numero di emissioni delle CDO passò da 185 miliardi di dollari a 1300 miliardi di dollari, secondo i dati del Fondo Internazionale Monetario (Bagella, 2012). Il problema si acuì ulteriormente poiché alcune agenzie di rating (come Moody's o Standard&Poor's) valutarono il rischio di insolvenza di questi titoli molto basso, associando a queste emissioni un livello di rating medio-alto (dalle A- in su, raramente tripla B+) e di conseguenza sottovalutando la solvibilità dei mutui sottostanti incorporati nel titolo, con il sospetto che molte di queste agenzie erano colluse con le società emittenti dei titoli, per fornire tali valutazioni.

Le banche, a loro volta, si coprivano da tale rischio prendendo posizioni lunghe sui derivati creditizi e in modo particolare sui credit default swap (CDS). Questi sono contratti derivati assicurativi che, a fronte del pagamento di un premio, proteggono gli acquirenti (generalmente banche) dal cosiddetto "credit event" (che si materializza in un rischio derivante dalle difficoltà del prestatore a rispettare le scadenze). I CDS, quindi, sono molto simili alle polizze assicurative, con la differenza nella denominazione, per evitare che rientrino nella sfera regolamentativa di queste ultime. Il venditore di protezione riceverà un rendimento certo dato dal premio incassato nella consapevolezza che il rischio legato al credit event sia molto basso.

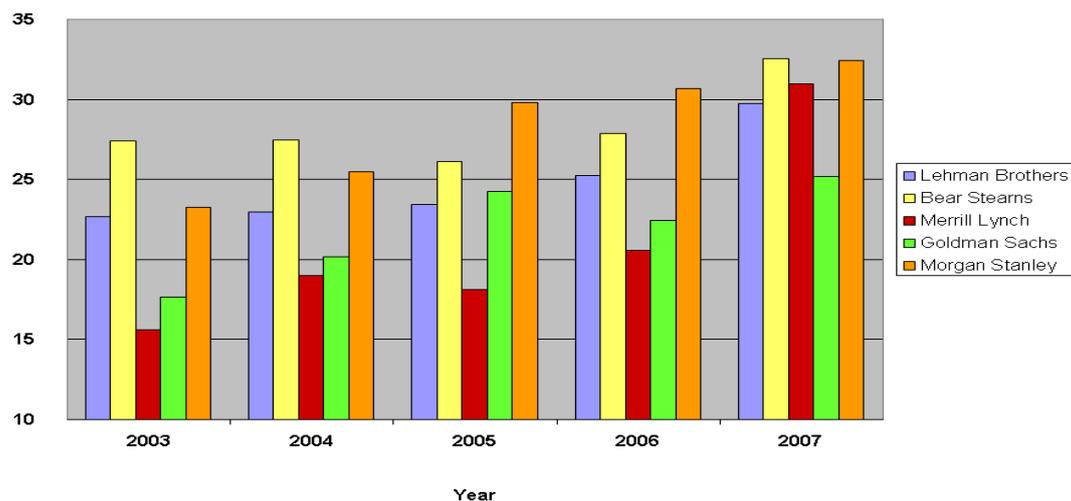
Dal 2000 in poi, si registrò un notevole aumento dei volumi di CDS, che passarono dai 900 miliardi ai 50 bilioni (Pia Connection, 2008), da parte delle banche americane e europee, per due motivi: innanzitutto perché il loro acquisto li copriva dall'esposizione al rischio di insolvenza dei clienti, e in seconda battuta, perché i titoli coperti dai CDS erano valutati dalle agenzie privi di rischio al pari dei T-bills

Inoltre i titoli CBS furono oggetti di speculazione secondo il seguente meccanismo: se una banca li avesse comprati in seconda battuta da un istituto creditizio che li aveva stipulati con una compagnia assicurativa, essi avrebbero garantito un lauto profitto alla prima se fosse stata la seconda banca a subire perdite a causa di clienti insolventi. Con i titoli nel portafoglio coperti dai CDS, “ogni banca aveva interesse a che la banca di fronte avesse un buon numero di debitori insolventi” (Gallino, 2013).

Di conseguenza, le banche, sapendo che erano coperti dal rischio di credito, iniziarono a concedere un numero sempre maggiore di mutui ipotecari. La conseguenza principale fu un aumento della loro leva finanziaria, come si può notare dal grafico sottostante, che prende in considerazione cinque delle più importanti banche di investimento statunitensi.

### Leverage Ratios For Major Investment Banks

The leverage ratio is a measure of the risk taken by a firm; a higher ratio indicates more risk. It is calculated as total debt divided by stockholders equity. Each firm's ratio increased between 2003-2007.



Source Data: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

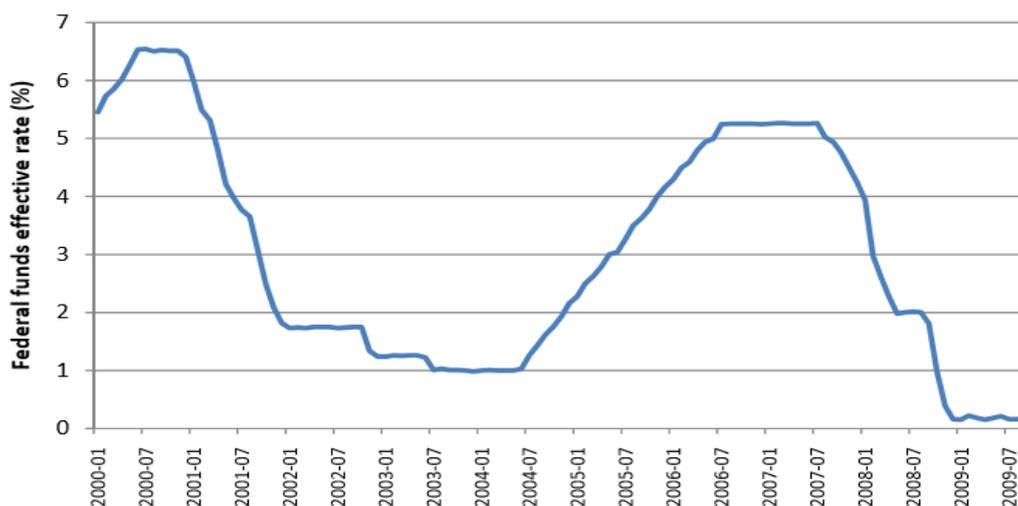
Il grado di leva finanziaria viene calcolato come rapporto tra le attività della banca e il capitale, di conseguenza maggiore è il suo valore, più aumenta il rischio della banca. Innalzare la leva finanziaria consente di prendere maggiori posizioni sul mercato, con il profitto che, in caso di conseguimento, si amplifica in relazione alla possibilità di aver preso una posizione più consistente. Questo è il motivo per cui le banche erano attratte nel concedere più mutui, perché erano sicure sia di evitare il fallimento e che di continuare ad avere rendimenti sempre più alti sui capitali propri. Secondo parte della dottrina economica, il governo americano, favorevole al raggiungimento di un benessere consolidato per ogni cittadino americano, ovvero di consentirgli di avere una casa di proprietà secondo il principio dell'*american dream*, non regolamentò la politica dei prestiti delle banche.

L'inefficienza regolamentare permise alle banche d'investimento di avere un grado di leva finanziaria sempre più elevata, e tale modalità operativa si estese anche agli altri intermediari finanziari. La conseguenza fu che banche e assicurazioni in breve tempo, al variare della politica sui tassi di interesse da parte della FED, compromisero il loro equilibrio economico e finanziario fino a giungere al fallimento.

Inoltre buona parte dei titoli di questi intermediari finanziari veniva negoziata su mercati internazionali, per eludere ancora di più la regolamentazione presente sui mercati azionari americani, e nel contempo ciò facilitò la presenza di capitali dai principali Paesi europei e dalla Cina.

Nel 2003 i tassi d'interesse toccarono quota 1% e durante quel periodo il mercato dei mutui subprime raggiunse il valore di 1.7 bilioni di dollari (Raviolo, 2012). Per avere un'idea della portata di tale fenomeno, l'Herald Tribune pubblicò nel novembre del 2008 un articolo, , in cui si narrava che in California un raccoglitore di fragole messicano con un reddito annuo di soli 14.000\$, e scarsa conoscenza dell'inglese, ottenne da una finanziaria legata a Washington Mutual un mutuo da 720.000\$ per comprarsi la casa. A ulteriore supporto della tesi, nel periodo di maggiore aumento del prezzo delle case vennero venduti mutui subprime ribattezzati NINJA, con le lettere dell'acronimo che sono le iniziali delle caratteristiche di buona parte dei mutuatari del periodo, "No Income No Job, nor Assets".

A cavallo tra il 2004 e il 2005, avvenne il fatto che decretò l'inizio della bolla immobiliare che causerà nel giro di due anni una crisi finanziaria di livelli mondiali. La Federal Reserve, in seguito al triennio 2001-2004 in cui si registrò un incremento nel tasso di crescita, decise di aumentare i tassi dall'1% a più del 5% (come si può notare dal grafico sottostante) per la prima volta dall'attentato alle Torri Gemelle.



Fonte: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

Questa inversione di politica monetaria ebbe pesanti ripercussioni prima sul panorama statunitense e successivamente su quello mondiale. Infatti, come evidenziato precedentemente, buona parte delle famiglie che avevano stipulato mutui subprime a tasso variabile, si ritrovarono impossibilitate a pagare le rate restanti, per la lievitazione dell'importo.

Il mancato ottenimento di liquidità dalle famiglie americane fece inceppare il meccanismo della cartolarizzazione, che fino a quel momento aveva portato profitti agli istituti finanziari. Infatti, le compagnie assicurative che avevano venduto i Credit Default Swap, si trovarono con ingenti somme da pagare a molte società veicolo, che necessitavano di liquidità per due ragioni: pagare gli interessi agli investitori che avevano acquistato le obbligazioni a breve durata, garantite dai prestiti, e continuare a proporre emissioni di ABS. Un caso rilevante di questa situazione lo si trova nella compagnia assicurativa AIG. Quest'ultima, fino al 2007, aveva un grado di leva finanziaria molto elevato, in quanto secondo i CDS che aveva venduto, non doveva detenere obbligatoriamente il capitale, a fronte del possibile rischio di default dei prestiti erogati dalle banche. Quando molte famiglie si dichiararono insolventi e le banche si ritrovarono in forte carenza di liquidità, la AIG non fu, inizialmente, in grado di mantenere fede agli impegni legati ai derivati creditizi stipulati. Oltre ai CDS, la AIG era una delle principali compagnie assicurative per le polizze tradizionali ai cittadini americani, quindi per fronteggiare i rischi sistemici derivanti dalla sua forte esposizione, il governo americano fu costretto ad intervenire, stanziando fondi per 150 miliardi di dollari, per permettere alla AIG di ripagare sia le normali polizze, che parte dei CDS stipulati.

La maggior parte delle banche si ritrovò quindi nella situazione paradossale dove i titoli, che precedentemente erano considerati risk-free per via della copertura dei CDS, erano improvvisamente diventati a forte rischio insolvenza, a causa della loro composizione, costituita da mutui che i cittadini contraenti non erano più in grado di ripagare. Di conseguenza molti istituti finanziari, che avevano emesso i mutui ipotecari, fallirono, e la cartolarizzazione, fino a quel momento concepita come un metodo veloce di liberarsi del rischio di credito, si rivelò il mezzo di diffusione del rischio stesso, anche a causa della complessità dei vari titoli strutturati ( composti da un'obbligazione e uno o più derivati) emessi nel periodo immediatamente precedente alla crisi, che ogni istituto finanziario, dalle banche commerciali agli hedge funds, deteneva nel proprio portafoglio azionario. Nel 2003, Warren Buffet paragonò i titoli derivati ad “armi distruttive di massa”, aggiungendo anche che:

*“Se i contratti derivati non vengono collateralizzati o garantiti, il loro reale valore dipende anche dal merito di credito delle controparti. Allo stesso tempo, comunque, prima che il contratto sia onorato, le controparti registrano profitti e perdite -spesso di enorme entità- nei loro bilanci senza che un singolo centesimo passi di mano. La varietà dei contratti derivati trova un limite solo nell'immaginazione dell'uomo (o talvolta, a quanto pare, del folle). Non compro mai un titolo che non sono sicuro di capire.”*

Un altro grande problema riguarda l'effetto domino che si propagò sui mercati, a causa dell'estensione del processo di globalizzazione finanziaria, che si era fortemente radicato nel modus operandi degli intermediari finanziari. Le banche e gli investitori al di fuori degli Stati Uniti erano esposti alla medesima situazione dei colleghi americani, con l'aggravante che non erano in grado di conoscere la grandezza dell'esposizione al rischio e le conseguenti perdite, a causa della complessità di questi strumenti derivati, in particolare dei CDS e dei CDO, che a sua volta si dividevano in Collateralized Bond Obligation (CBO) e Collateralized Loan Obligation (CLO), a seconda che il sottostante del derivato era composto da una obbligazione o da un prestito.

### **3.2 Scoppio della bolla e fallimento della Lehman Brothers**

Nel tentativo di ottenere liquidità per coprire le ingenti perdite e provare a evitare il fallimento, le banche americane misero in atto due operazioni. La prima riguardò la vendita di tutti gli asset finanziari di cui disponevano, come le obbligazioni strutturate e le azioni. Il problema di quest'ultimi

sta nel fatto che, essendo molto difficili da valutare per via della loro complessità, vennero venduti al *fire sale price*, ovvero un prezzo scontato, nettamente inferiore al valore attuale di tali asset. Inoltre questa operazione provocò una caduta dei prezzi a causa dell'aumentato volume di offerta e, dal momento che si diffusero le voci di carenza di liquidità da parte di alcune banche, si originò il conseguente fenomeno di *bank runs*, per il fatto che i clienti correntisti delle banche furono presi dalla paura di non riuscire a recuperare la loro liquidità. La seconda operazione messa in atto dalle banche, invece, concerne l'istantanea riduzione del credito, il cosiddetto "credit crunch", verso famiglie e imprese, utilizzando come giustificazione a tale stretta creditizia, il rispetto stringente della regolamentazione di vigilanza prudenziale (bank lending standard) riguardo ai prestiti. Le banche furono impossibilitate a garantire linee di credito alle società veicolo che avevano creato, poiché queste ultime si trovarono in una situazione che si delineava verso una crisi di liquidità a causa delle famiglie insolventi. In teoria esiste anche una terza operazione, che le banche possono mettere in atto quando necessitano di finanziamenti per mantenere un certo livello di liquidità, ovvero incrementare il livello della raccolta anche con emissione di strumenti finanziari di breve periodo, ma quest'ultima, non era applicabile per le ondate di panico e la mancanza di fiducia verso il sistema bancario che colpirono i risparmiatori.

Le tre operazioni appena descritte sono i principali motivi per cui la crisi dal settore immobiliare e finanziario colpì anche l'economia reale, poiché, in particolare la contrazione del credito, ridussero gli investimenti, con la successiva caduta del mercato azionario causò una diminuzione delle ricchezze delle famiglie americane e un calo consistente nei consumi.

Il mercato azionario venne presto contagiato dalla crisi del mercato immobiliare. Il 9 agosto 2007 venne spesso paragonato, da buona parte della dottrina economica, al Giovedì Nero della crisi del 1929. Quel giorno infatti, l'indice Standard & Poor's subì un calo di circa il 3%, dato che si estese anche alle principali piazze borsistiche europee dove la perdita fu tra l'1 e il 3% (Osservatorio Monetario, 2008). Quanto fossero grandi le dimensioni della crisi che stava per scoppiare lo fornisce la seguente citazione dell'economista italiano Bagella (2015):

*"dall'inizio della crisi dei mutui subprime nel luglio 2007 al crack di Lehman Brothers del settembre 2008, le Borse di tutto il mondo hanno bruciato oltre 17mila miliardi di dollari"*

Altri indici testimoniano come improvvisamente si passò dalla crisi del mercato immobiliare alla crisi del mercato borsistico: l'indice Dj Stoxx 600 subì un decremento del 46% tra il 2007 e il 2008

l'indice MiB del 48,7%, e, allo stesso modo, gli indici rispettivamente della borsa inglese (FTSE 100) e della borsa cinese (Shanghai Stock Exchange Index) registrarono una perdita del 32% e del 60% (Bagella, 2015).

Dopo aver illustrato la situazione sui mercati azionari, risulta necessario illustrare un altro meccanismo di propagazione della crisi: il fenomeno del *wholesale funding*. A partire dalla fine degli anni '90 la maggior parte delle banche si finanziavano prendendo in prestito, da altri istituti finanziari, somme a debito a breve termine in quantità sempre maggiore. Questa pratica presenta lati positivi e negativi. Infatti, mentre da un lato può sembrare vantaggioso il fatto di essere maggiormente flessibile detenendo un ammontare di fondi che possono essere impiegati per emettere prestiti o comprare attività, dall'altra tale strategia operativa in particolari momenti, potrebbe rilevarsi "costosa". Il motivo risiede nel mantenimento del livello di fiducia tra gli intermediari finanziari. Infatti se il livello è alto la banca non ha problemi sia a farsi finanziare attraverso la liquidità presa a prestito, che emettendo titoli. Se viene a mancare questa fiducia, come nel caso della crisi che colpì il mercato finanziario dopo la bolla immobiliare, la banca si ritrova in carenza di liquidità e deve, di conseguenza, vendere le attività a un prezzo depauperato rispetto al loro valore intrinseco, a causa del ristretto tempo per far fronte alle sue improcrastinabili esigenze di tesoreria. Sostanzialmente il *wholesale funding*, basandosi sulla fiducia di un agente economico, è molto simile a quella parte di finanziamento che può portare come conseguenza estrema alla corsa agli sportelli, con la differenza che da una parte il timore che la banca fallisca riguarda le altre banche, mentre dall'altra i clienti.

Tra la fine del 2007 e il primo semestre del 2008, la maggior parte delle banche erano riluttanti a concedersi prestiti a vicenda, facendo saltare il meccanismo del *wholesale funding*, come si può vedere dal grafico nella successiva pagina, riguardante il TED (acronimo di "Treasury bills e Eurodollars Deposits") spread.

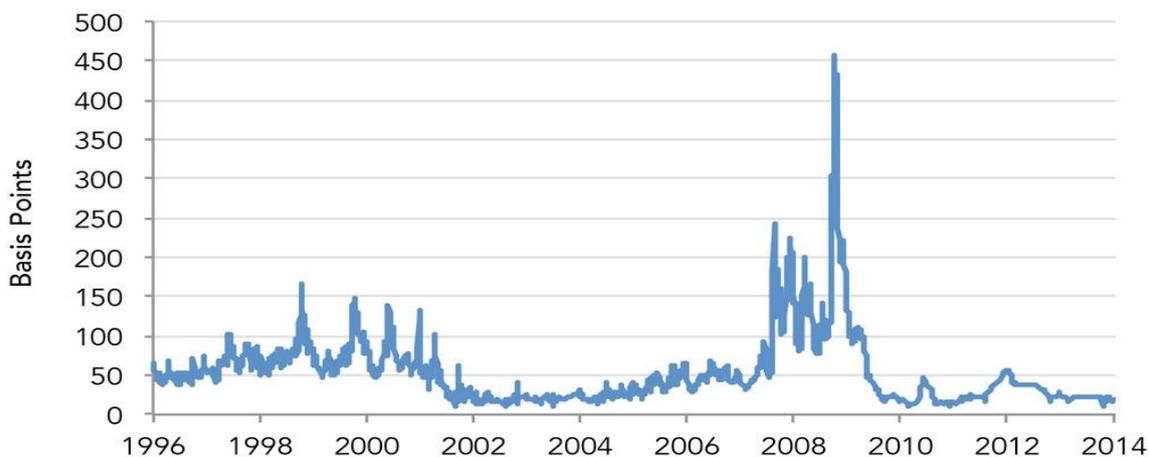
Questo indicatore rientra nella categoria dei "credit spread" che sono nient'altro che differenze in rendimenti (o come nel caso del TED spread in tassi d'interesse) tra obbligazioni societarie e titoli di stato che hanno la stessa scadenza. I credit spread sono indicatori dell'attività economica futura e producono i seguenti effetti in base ai valori che presentano:

1. In caso di valori esigui, vuol dire che all'interno dell'economia la fiducia che gli investitori ripongono nel mercato e nelle aspettative future è alta, dal momento che le *corporate bonds* sono considerate sicure al pari dei titoli di stato.
2. Al contrario, valori elevati dello spread si traducono in un eccessivo nervosismo degli investitori nelle operazioni finanziarie, che nella maggior parte dei casi portano alla diminuzione del numero di prestiti effettuati o a premi più elevati per i prestiti; si denota quindi la mancanza di fiducia all'interno del sistema economico.

Il TED spread si calcola come differenza tra i Treasury bills (titoli di stato americani) trimestrali e il tasso LIBOR a 3 mesi. In altre parole è la differenza tra il tasso d'interesse sul debito a breve termine del governo degli Stati Uniti e il tasso d'interesse al quale le banche sono disponibili nel prestare denaro ad altri istituti finanziari. Come descritto precedentemente riguardo ai credit spread, se le banche ritenessero sicuro concedere finanziamenti, il valore del TED dovrebbe rimanere prossimo allo zero.

Nei primi mesi del 2007, però il valore iniziò a salire raggiungendo prima la soglia del 2,5%, in concomitanza con l'inizio del fenomeno dell'assenza di fiducia delle banche riguardo alla solvibilità delle altre con cui avevano rapporti. Tale assenza era dovuta all'impossibilità di conoscere con esattezza il numero di titoli potenzialmente a rischio di insolvenza presenti nel portafoglio di ciascuna banca. Il picco del TED spread, pari a 457 basis point (come si può notare dal grafico nella pagina seguente), venne toccato nel settembre del 2008, quando la Lehman Brothers Inc., tra le maggiori banche d'investimento nel mondo, dichiarò bancarotta, avvalendosi del capitolo 11 del *Bankruptcy Code* statunitense.

Questo inatteso crollo alimentò i sospetti dei principali investitori finanziari riguardo alla reale situazione delle banche americane: molti istituti finanziari, erano a rischio insolvenza e che aveva colpito la Lehman.



Andamento del TED spread 1996-2014. Fonte: Economic Research, Federal Reserve Bank

Il crollo della Lehman Brothers ebbe notevoli ripercussioni sull'economia mondiale (il già citato effetto domino), tant'è che il gigante di Wall Street venne etichettato come la più grande istituzione finanziaria a essere collassata, se si esclude il fallimento della società Enron, conseguente alla bolla speculativa della New Economy. La Lehman Brothers, leader tra le banche di investimento americane, presentava in bilancio attività che avevano un valore di 600 miliardi di dollari (D'Arcy, 2009). Come detto in precedenza il mese di settembre si rivelò il più nefasto per la banca in quanto registrò eclatanti perdite che fecero scendere il prezzo delle azioni del 73% rispetto a quello segnato prima di settembre. Le perdite, subite nel tentativo di cedere la maggior parte delle azioni a una delle controllate ammontarono a 3.9 miliardi di dollari. Segnali di crisi si erano già intravisti ad agosto quando la Lehman dovette procedere con la chiusura della BNC Mortgages, principale operatore di prestiti e mutui subprime della banca, in ben 23 località (Wilchins and DaSilva, 2010).

Le cause che portarono a questo scenario sono molteplici. Innanzitutto, l'ascesa della Lehman venne fortemente agevolata dall'approvazione del Gramm-Leach-Bliley Act nel 1999. Questa norma sostituì il Glass-Steagall Act istituito nel 1933 che separava le banche d'investimento. A partire dal 1999 si registrò un aumento delle fusioni tra banche commerciali e banche d'investimento e tali operazioni si realizzarono con lato utilizzo della leva finanziaria. La Lehman Brothers, per rimanere competitiva con le altre grandi banche di Wall Street, prese parte a questo processo, attivando operazioni di fusioni e acquisizioni di banche appartenenti a entrambe le categorie. In tal modo aumentò l'esposizione ai rischi derivanti da queste attività molto criticabili sotto il profilo della correttezza professionale.

Il tema del comportamento corretto nel business bancario rappresenta un punto centrale nella comprensione di questa crisi. Nel luglio 2002, in seguito al fallimento di Enron e WorldCom, venne emanata una legge federale, la Sarbanes Oxley Act, che si poneva l'obiettivo di aumentare il controllo sulle attività degli istituti finanziari americani. In particolare il legislatore aveva apportato numerose modifiche al corpo normativo precedente tra cui: l'aumento del controllo delle procedure da parte di autorità esterne, il rafforzamento del ruolo e delle azioni degli amministratori, il ripristino della fiducia degli investitori comuni e l'obbligo di fornire informazioni tempestive sull'andamento gestionale (Valukas, 2010). Nell'intento di modificare e alterare le informazioni in bilancio, la Lehman Brothers violò questa legge quando mise in atto la pratica dei Repos 105. Il Repos (Repurchase Agreements) è un'operazione di riacquisto a breve termine, che la Lehman indicava in bilancio come semplice vendita. L'operazione iniziava con l'acquisto di titoli governativi americani di breve termine (con un basso trade off rischio rendimento), che poi venivano girati alla sede inglese (Lehman Brothers International). Quest'ultima negoziava i Repos con altre banche, alle quali prometteva di ricomprare strumenti a un tasso del 105% (da cui il nome Repos 105), e, nel frattempo, trasferiva la liquidità alla sede americana. Con la liquidità incassata dall'operazione, venivano pagati gli altri debiti contratti, presenti in bilancio, per far sì che, al giudizio dei soggetti interessati a vario titolo, investitori, governo e autorità regolamentari, la leva finanziaria apparisse bassa. Dopo la pubblicazione, la pratica veniva messa in atto nuovamente, come un circolo vizioso.

La Lehman attuò diversi comportamenti non corretti, come aver corrisposto bonus eccessivamente alti ai manager di primo livello, prima del fallimento della banca. Infatti, Richard S. Fuld, ultimo CEO della Lehman, dichiarò di aver incassato come stipendio e bonus 300 milioni di dollari, rendendolo uno dei CEO più pagati nella storia degli Stati Uniti (New York Times, 2008). Questa elevata politica retributiva fu ad appannaggio degli altri top manager che prima della dichiarazione di bancarotta, incassarono oltre 480 milioni (CNBC, 2008). Altri due esempi riguardo alle decisioni manageriali poco etiche sono i seguenti: il primo avvenne nel luglio del 2007, quando gli amministratori della Lehman violarono ben trenta rischi specifici stabiliti dal codice della società stessa, riguardo alle transazioni nel mercato immobiliare (Kimberly, 2011), mentre il secondo si verificò cinque giorni prima del fallimento, quando il pool di liquidità della Lehman ammontava a 41 miliardi di dollari ma in realtà l'importo era ascrivibile ai depositi presso le clearing houses. Si evidenzia che la SEC (Securities and Exchange Commission) fosse al corrente di queste operazioni illecite, ma sorprendentemente le ignorò.

Un altro aspetto centrale che portò al fallimento della Lehman Brothers, è riconducibile alla sua incapacità di ripagare le obbligazioni a breve termine (Valukas, 2011). Nonostante fosse molto attiva sul mercato, era continuamente soggetta a problemi di liquidità. Tale situazione alimentò fra gli investitori la perdita di credibilità al punto che buona parte delle banche che avevano aperto linee di credito con la Lehman, decisero di chiuderle. In seguito a ciò la Lehman fu costretta a vendere un portafoglio di attività che ammontava a 147 miliardi di dollari a un terzo del valore, ottenendo soli 45 miliardi di liquidità (Valukas, 2011). C'è da aggiungere, anche, che le richieste di salvataggio della Lehman al Governo americano non vennero ascoltate, a differenza della Bear Stearns che qualche mese prima (marzo 2008) venne aiutata dalla JP Morgan e dal Governo stesso.

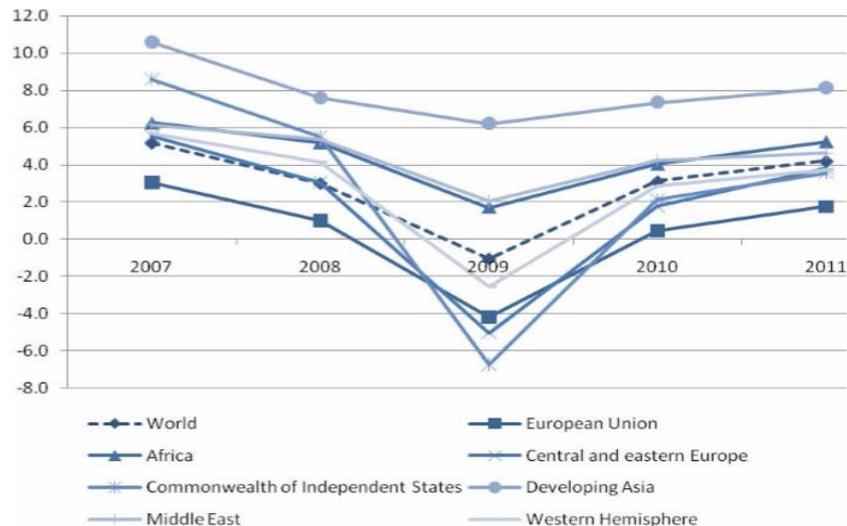
Un'altra causa riconducibile al fallimento della Lehman, riguardò le strategie attuate per ottenere vantaggi competitivi nel mercato immobiliare, che diedero luogo a investimenti non necessari e rischiosi. Fino al maggio del 2008, si registrò che gli investimenti della Lehman nel proprio mercato consolidato con le sussidiarie, riguardo gli RWL's (Residential Whole Loans, piccole parti che formavano i MBS, analizzati nell'inizio del capitolo) ammontavano a 8,3 miliardi di dollari (Valukas, 2010), ma anche i mortiferi CDO, i Collateralized Debt Obligation, sono ascritti le responsabilità delle perdite nel mercato dei valori mobiliari e del conseguente fallimento. In quel periodo i livelli dei controlli qualitativi erano ridotti e le stesse carenze si riscontravano per verificare la solvibilità dei mutui legati a questi derivati (Murphy, 2008). La Lehman era entrata sul mercato dei derivati con l'obiettivo di speculare e di ridurre la propria esposizione al rischio di credito. La banca deteneva, qualche giorno prima di dichiarare bancarotta, oltre 900,000 posizioni in derivati con un valore nozionale di 35 trilioni di dollari (Kimberly, 2011). La bancarotta fu inevitabile, considerando che la leva finanziaria che passò da 20 a 44 nel periodo 2004-2007, ovvero che per ogni dollaro di capitale, che sia liquidità o altre risorse, la Lehman Brothers concedeva prestiti per 44 dollari (Valukas, 2011).

Il fallimento della Lehman Brothers ebbe ripercussioni non solo sull'economia americana, per altro già fiaccata dalle disastrose situazioni di altre istituzioni (oltre alla già citata Bear Stearns, anche la AIG nel settore assicurativo), ma anche sull'economia mondiale. Riguardo alla prima, che subì un deprezzamento dei beni immobiliari basta citare qualche dato: in seguito al fallimento, i 48 miliardi di crediti provenienti dagli strumenti derivati persero il 70% del loro valore, mentre svanirono i 46 miliardi di dollari del suo valore di mercato. Pure l'hedge market fu travolto dalle conseguenze del crollo, poiché oltre mille hedge funds utilizzavano la Lehman Brothers sia come broker finanziario, che come principale intermediario per ottenere finanziamenti.

Nel periodo di maggior prosperità del mercato dei mutui subprime, le autorità americane avevano creato due *public company*, la Fannie Mae e la Freddie Mac, che presto divennero le principali società distributrici di mutui subprime, “beneficiando di garanzie statali privilegiate che li hanno condotti ad assumere rischi davvero eccessivi” (Mingardi, 2016). La seconda delle due società aveva un’esposizione di ben 400 milioni di dollari verso la Lehman, per quanto riguarda i prestiti immobiliari familiari (Murphy, 2008). La bancarotta del colosso di Wall Street ebbe ripercussioni anche sulla Federal Agricultural Corporation (FAC), che si vide cancellato un credito di 48 milioni di dollari verso la Lehman, e sulla Costellation Energy, che subì un decremento del prezzo delle sue azioni del 56% presso la Borsa di New York, causando la fine delle attività commerciali della società (Bryce, Maurina 2008).

Come anticipato precedentemente, era questione di tempo che la caduta della maggiore banca d’investimento statunitense, facesse eco oltreoceano. In Giappone, tra banche e imprese assicurative la perdita potenziale raggiunse la soglia di 249 miliardi di yen, ovvero 2,9 miliardi di dollari. Le conseguenze in Europa non furono da meno: la Royal Bank of Scotland si trovò con richieste che andavano da 1,5 a 1,9 miliardi, che in teoria sarebbero dovute essere coperte da garanzie della Lehman. Erano ben 5,600 gli investitori inglesi che detenevano prodotti ABS della Lehman e che quindi persero ben 160 milioni di dollari. Sempre in Inghilterra vennero congelati 12 milioni di dollari dai conti di vari fondi speculativi, mentre in Germania una banca statale perse nel giorno della bancarotta della Lehman più di mezzo milione (Spector, 2009). L’insieme delle perdite negli Stati Uniti e nel resto del mondo rendono l’idea di quanto fu grave il mancato intervento del Governo americano e della Fed per salvare la Lehman, nonostante qualche mese prima erano stati concessi 30 milioni di dollari alla Bearn e ben 200 alla AIG. Questi piani di salvataggio, insieme a quelli per salvare agenzie come la Freddie Mac, fecero schizzare il rapporto debito pubblico/PIL al 70%, registrando percentuali che non si vedevano dal secondo dopoguerra.

L’economia degli Stati Uniti entrò in uno stato di recessione, con una contrazione del 2,7% nel 2007, mentre il resto del mondo subì analoghe sorte a partire dalla fine dello stesso anno, fino al 2009 come si può notare nel grafico sottostante. Come avvenne nello scenario post crisi del 1929, si evidenziarono le problematiche tipiche di una crisi reale: forte calo dei consumi che provocò il conseguente fallimento di molte aziende e in particolare delle PMI, aumenti del tasso di disoccupazione, del rapporto debito pubblico/PIL e delle imposte, e infine elevata contrazione del commercio internazionale e degli investimenti.



Tasso di crescita reale in %, fonte: IMF World Economic Outlook Database (2009)

### 3.1 L'intervento delle banche centrali e degli Stati Nazionali

Successivamente allo scoppio della crisi, trasformata da finanziaria economica, le banche centrali si concentrarono non tanto sul modificare le condizioni iniziali che avevano portato alla bolla dei mutui subprime (anche se una delle prime politiche attuate dalla Fed fu la riduzione del 5% sui tassi *Fed Funds*), bensì sui meccanismi da attuare per rallentare gli effetti di propagazione della crisi che, come detto precedentemente, aveva iniziato a contagiare l'economia mondiale. Le banche centrali utilizzarono la politica monetaria, mentre i Governi dei diversi Paesi effettuarono un intervento sulla politica fiscale per cercare di ridurre il decremento nei consumi e negli investimenti, registrato dopo il 2008, aumentando la spesa pubblica.

In seguito al crollo della Lehman Brothers, la Federal Reserve iniziò a perseguire una rilevante politica espansiva in termini di liquidità che portò a un incremento di 592 miliardi della base monetaria statunitense in un quadrimestre, passando da 841 miliardi di dollari nell'agosto del 2008 a 1,433 nel novembre dello stesso anno. Azioni simili vennero applicate anche dalla Banca Centrale Europea e dalla Bank of England. Quest'ultima, per citare un esempio, dovette procedere a un'operazione di salvataggio di 110 miliardi di sterline per la Northern Rock, istituto creditizio inglese, coinvolto nella fase embrionale della crisi dei mutui subprime, per l'ingente quantità di prestiti concessi. Il salvataggio attuato consistette nella nazionalizzazione parziale della banca,

operazione poi replicata anche per altri istituti finanziari come la Royal Bank of Scotland, la Halifax Bank of Scotland e la Lloyds TSB da parte del Tesoro britannico.

In aggiunta alle iniezioni di liquidità, negli Stati Uniti si procedette con l'introduzione del "Troubled Asset Relief Program" (TARP), che, consiste in un programma che garantì disponibilità economica per 700 miliardi di dollari al Tesoro americano. Tale importo fu utilizzato per comprare i "titoli spazzatura" (junk bonds), ovvero titoli obbligazionari che garantivano un altissimo rendimento correlato però a un rischio elevato, dalle banche in crisi o per iniettare liquidità alle stesse. In aggiunta al budget iniziale del programma, furono utilizzati altri 150 miliardi per coprire gli sgravi fiscali, che però non ebbero finalità umanitarie, infatti non vennero impiegati per "aiutare le famiglie in difficoltà a ripagare i propri mutui, ma per aiutare i titoli in difficoltà a ritrovare la propria liquidità" (Amato, Fantacci, 2009) per volontà di Bernanke e Paulson, rispettivamente governatore della Fed e Segretario del Tesoro americano, che "erano contrari all'utilizzo del denaro pubblico per aiutare i debitori" (Amato, Fantacci, 2009). Altri programmi messi in atto dalla Federal Reserve furono la Liquidity Swap Line (una linea speciale di swap su valute per fornire di liquidità le banche in difficoltà) o il Term Auction Facility (aste di quantità fisse di prestiti a breve termine coperti da garanzie, gestite dalla Fed per aumentare la liquidità sul mercato del credito statunitense).

In Europa, invece, almeno nei primi momenti successivi alla crisi, non vennero adottate misure simili a quelle messe in atto dalla Federal Reserve, per il fatto che la Banca Centrale Europe volle mantenere inizialmente il suo obiettivo primario, ovvero stabilità dei prezzi e livello dell'inflazione non superiore al 2%. Successivamente iniziarono a farsi strada le manovre di "Quantitative easing", procedura che consiste nella creazione di nuova moneta e successiva immissione, attraverso operazioni di mercato aperto, nel sistema finanziario, tramite le quali si rifornirono di liquidità tutte le banche nazionali dell'Unione Europea, con tassi d'interesse sempre più bassi. Un altro tipo di operazione messo in atto consiste nelle Long-Term Refinancing Operations, utilizzate per ridurre lo spread tra il tasso Euribor e l'EONIA (*Euro OverNight Index Average*), che è il tasso medio di riferimento nelle operazioni a brevissima scadenza utilizzato sul mercato interbancario europeo. Lo spread tra questi due tassi era particolarmente aumentato in seguito al crollo di Wall Street, dopo che fino ai primi mesi del 2007 era pressoché nullo.

Sempre nel 2008, rispettivamente a inizio anno, 8 gennaio, dalla Banca d'Inghilterra e a fine anno, 16 dicembre, dalla Federal Reserve, vennero messe in atto operazioni di ribasso del costo del denaro, con il tasso della prima che scese all'1,50%, mentre il tasso della Fed variava tra lo 0% e lo

0,25%, in base alle necessità del momento (Sabatelli, 2009). La BCE, la Fed, la Banca d'Inghilterra e la Banca Centrale Svizzera, annunciarono l'impegno a "garantire senza limiti di ammontare e a tasso fisso le operazioni di rifinanziamento a breve in modo da permettere alle banche mondiali di rifinanziarsi ad un costo più basso" (Raviolo, 2009).

Il 26 novembre del 2008 venne proposto l'European Economic Recovery Plan (EERP) dalla Commissione Europea, che ammontava a 200 miliardi di euro con l'obiettivo di far fronte agli effetti della crisi finanziaria, che ormai aveva assunto dimensioni globali, coordinando i piani nazionali dei Paesi membri riguardo alle misure di stimolo fiscale. Le misure riguardavano sia il breve periodo con una maggiore iniezione del potere d'acquisto al settore privato per stimolare la domanda e cercare di contenere il più possibile il crescente tasso di disoccupazione, sia il lungo periodo con investimenti strategici in campi come la ricerca, i trasporti, le infrastrutture e l'innovazione, promuovendo la crescita e il mantenimento della prosperità sostenibile. Tra le varie misure adottate, sono presenti: la possibilità per i Paesi Membri di non rispettare il Patto di Stabilità e Crescita per due/tre anni, l'invito alla BCE ad abbassare i tassi d'interesse, una riduzione della tassazione sulle "green technology" e sulle macchine eco-friendly. Inoltre la Commissione fece espressa richiesta ai governi degli Stati membri di provare a incentivare benefici per i disoccupati, abbassare la tassazione sulle classi di reddito più povere, aumentare i prestiti sussidiari alle imprese, e ridurre temporaneamente l'imposta sul valore aggiunto per provare a far ripartire i consumi.

Le misure adottate dalle Banche Centrali non sembrarono riuscire a riportare la fiducia nei mercati, presente prima della crisi finanziaria, fino al punto che un intervento diretto dei governi nazionali sembrò necessario per dare una svolta alla situazione. Emblematiche a riguardo le parole di Nicolas Sarkozy, che al tempo era sia il Presidente francese sia il Presidente del Consiglio Europeo:

*"Bisogna ricostruire tutto il sistema finanziario e monetario mondiale dalla base così come si è fatto dopo la Seconda guerra mondiale a Bretton Woods"*

Il 14 e il 14 novembre si tenne a Washington il summit che coinvolse i leader dei Paesi appartenenti al G-20, il Fondo Monetario Internazionale e la Banca mondiale, in cui vennero discussi i piani messi in atto dalla Federal Reserve e dalla BCE. I governi dei vari Paesi concordarono che l'obiettivo primario era salvare il patrimonio delle banche che più erano state colpiti dalla crisi finanziaria, lasciando alla volontà di ogni Paese le modalità e le quantità da destinare a ogni istituto creditizio. Durante questo summit, ma soprattutto in quello successivo tenutosi a Londra nell'aprile 2009, è

parso che gli Stati Uniti abbiano perso il ruolo di Paese leader della finanza e del commercio stato evidente come gli USA avessero sempre meno influenza nella finanza e nel commercio mondiale, a favore delle nuove potenze emergenti mondiali, ovvero il Giappone e la Cina.

Riguardo alle azioni attuate dalla Banca d'Inghilterra, il processo di nazionalizzazione degli istituti finanziari subì un'accelerazione notevole all'interno dell'Unione Europea, con gli Stati membri che ormai erano diventati i principali azionisti, e di conseguenza proprietari, delle varie banche o istituti assicurativi che necessitavano una ricapitalizzazione. Oltre a queste operazioni vennero avviate misure fisse tra cui le capital injections, ovvero apporti di capitale sotto forma di liquidità o acquisto di obbligazioni verso istituti in difficoltà, aumento delle assicurazioni governative verso i depositi bancari e per finire l'introduzione di garanzie da parte dei vari governi nelle operazioni emesse dalle banche. Negli Stati Uniti, il 2010 è l'anno in cui venne emanata dal Governo americano, sotto il primo mandato di Obama, la prima riforma regolamentativa dell'ambito finanziario, il "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act". Essa diede maggiori poteri ispettivi e di controllo alla Federal Reserve e alla Federal Deposit and Insurance Corporation (FDIC), e inoltre impose ai vari istituti finanziari di detenere maggiore liquidità a scopo precauzionale per futuri dissesti finanziari. Nella tabella in seguito è possibile notare gli sforzi economici riguardanti i finanziamenti stanziati da due Paesi appartenenti al G-20, Italia e Stati Uniti.

Nazione	Piano salvataggio finanziario	Spesa pubblica per sanità	Spesa pubblica per istruzione
Italia	40 miliardi €	104 miliardi €	67 miliardi €
Usa	770 miliardi €	818 miliardi €	674 miliardi €

Fonte: OCSE, BBC e Il Sole 24 Ore

## Conclusione

È possibile individuare dei parallelismi per comprendere le due grandi crisi finanziarie che hanno caratterizzato lo scorso secolo e il primo decennio scorso?

Nel presente elaborato sono stati esaminati i diversi aspetti che hanno caratterizzato le due crisi finanziarie; da questa analisi si possono individuare alcuni punti di contatto nei fenomeni che si sono verificati e altri di divergenza, che in modo specifico riguardano le politiche adottate dalla FED in risposta alla crisi.

In primo luogo ambedue le crisi sono state precedute da un periodo di boom (i citati ruggenti anni '20 e l'impennata del mercato immobiliare negli anni antecedenti al 2008). Tale scenario ha favorito, sotto il profilo comportamentale, la sottovalutazione dei problemi finanziari e reali e implicitamente ha stimolato gli investitori professionali e il segmento retail ad assumere rischi maggiori, poiché ha prevalso il convincimento che le potenzialità di guadagno fossero maggiori dei rischi di perdita. Se, come avvenuto, l'indebitamento è facilmente accessibile e a buon mercato l'euforia cresce a dismisura e la percezione del trade-off rischio/rendimento diventa distorta.

Nei due contesti temporali, pur se con modalità e volumi diversi, si è verificato il fenomeno del "bank run", causato dalla crisi di liquidità delle banche. È bene ricordare che, nel 2008, la carenza di liquidità ha assunto dimensioni maggiori per la contemporanea presenza delle shadow banking, ossia quel complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione. La presenza di questi intermediari finanziari non regolamentati ha acuito i problemi già evidenti con il sistema tradizionale. Inoltre la tecnologia ad ausilio dell'operatività, la creazione di nuovi strumenti finanziari (in primis i contratti derivati), la più ampia diffusione dei flussi di notizie sui mercati (grazie ai moderni sistemi informativi) e la globalizzazione sono tutti fattori che hanno fatto da volano al propagarsi della crisi del 2008, determinando la differenza dimensionale rispetto a quella del '29, che comunque aveva avuto ripercussioni a livello mondiale, sebbene in misura minore.

Una riflessione merita l'attuazione delle politiche monetarie nei due scenari descritti. La Federal Reserve nel '29 attuò una politica monetaria restrittiva che compresse il sistema bancario spingendo molte banche al fallimento, con inevitabili riflessi non solo sugli investitori, ma anche sulle famiglie

e sulle imprese. Viceversa nel 2008, la Fed attuò delle misure espansive per allentare la politica monetaria. Inoltre, dal punto di vista delle politiche fiscali statunitensi, mentre nel '29 si impose un rigido mantenimento dell'equilibrio di bilancio, nel 2008 si adottò una politica di aumento del deficit. L'oculatazza delle misure assunte nel decennio scorso fu premiata dalla risposta positiva del mercato del lavoro rispetto alla drammatica crescita della disoccupazione nel periodo post 1929.

Ben Bernanke, allora presidente della Fed, nel 2009 affermò che la crisi del 2008 fu sicuramente ben peggiore di quella del '29, ma l'azione della Fed, con la decisa immissione di liquidità, contribuì a migliorare il nefasto scenario che si era prospettato per il mondo finanziario e reale dopo il fallimento della Lehman Brothers Bank del 15 settembre del 2008.

Una politica monetaria estremamente espansiva, accompagnata da una politica fiscale accomodante, è stata quindi la chiave efficace di soluzione della crisi nel 2008 - ma l'esperienza vissuta nel secolo scorso è stata senz'altro un utile riferimento per evitare gli errori commessi in passato e le loro tragiche conseguenze.

## Bibliografia

- Amato, M., & Fantacci, L. (2009). *Fine della finanza: da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*. Donzelli Editore.
- Bagella, M. (2015). *L'euro e la politica monetaria*. G Giappichelli Editore.
- Balzani, R., & De Bernardi, A. (2003). *Storia del mondo contemporaneo*. Pearson Italia Spa.
- Brendon P. (2000) *The dark valley: A panorama of the 1930s*, Knopf, New York
- Bosio R. (2010) *Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica*, EMI, Bologna
- Bryce, K. (2008). —*Wall street mess trickles down to the farm*  
<http://www.farmfutures.com/ME2/dirmod.asp?>
- Connection, P. I. A. (2008). Congress Exempted Credit Default Swaps from State Gaming Laws in 2000.
- D'Arcy, C. (2009). *Why Lehman Brothers collapsed*. <http://www.lovemoney.com/news/the>.
- Dieffenbach, B. (2008). *Financial Crisis in the Great Depression*. In A Forum hosted by the UAlbany Finance Department, Economics Department and Center for Institutional Investment Management.
- Eichengreen, B. (1992). *Is Europe an optimum currency area?*. The European Community after 1992 (pp. 138-161). Palgrave Macmillan, London
- Freeman, C., & Perez, C. (1986). *Innovazione, diffusione e nuovi modelli tecno-economici*. L'impresa, 2, 7-14.
- Galbraith J.K. (1972) *Il grande crollo*, Bollati Boringheri, Torino
- Gallino, L. (2013) *Il colpo di stato di banche e governi*, Einaudi, Torino.
- Hanke, S. H. (2008). *Greenspan's bubbles*. Added to [cato.org](http://cato.org) on June, 5.
- Keynes, J. M. (1936). 1973, . *The General Theory of Employment, Interest, and Money* The Collected Writings of John Maynard Keynes, 7, 1971-9 7
- Kimberly, S. (2011). *Misconceptions about Lehman Brothers' Bankruptcy and the role of derivatives played*. <http://www.stanfordlawreview.org/online/misconceptions-about-lehman-brothers-bankruptcy>
- Kindleberger, C. P. (1986). *The world in depression, 1929-1939* (Vol. 4). Univ of California Press.
- Kindleberger, C. P. (1995). *Asset inflation and monetary policy*. BNL Quarterly Review, 48(192), 17-37.
- Kitchin, J. (1923). *Cycles and trends in economic factors*. The Review of economic statistics, 10-16.
- Kondratiev, N. D. (1925). *The major economic cycles*.

- Kondratiev, N. (1925). *Big cycles of conjuncture*. *Voprosyi konyunkturyi*, 1(1), 28-79.
- Kupchan, C. A. (2003). *The rise of Europe, America's changing internationalism, and the end of US primacy*. *Political Science Quarterly*, 118(2), 205-231.
- Krugman, P. (2009), *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, Milano
- Juglar, C. (1862). *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France en Angleterre et aux États-Unis* Guillaumin Paris France.
- Juglar, C. (1863). *Crises commerciales*. Vve Berger-Levrault.
- Maurna, D. (2008).—*Lehman ties Din Constellation*  
[http://www.forbes.com/markets/economy/2008/09/17/constellation-energy-lehman-equitycx\\_md\\_0917markets22.html](http://www.forbes.com/markets/economy/2008/09/17/constellation-energy-lehman-equitycx_md_0917markets22.html))
- Merwin, C. L. (1942). *Financing small corporations in five manufacturing industries, 1926-1936*. National Bureau of Economic Research, New York.
- Mingardi A. (2016) *La crisi ha ucciso il libero mercato?*, IBL Libri, Torino
- Murphy, A. (2008). *An analysis of the financial crisis of 2008: Causes and solution*:  
<http://ssrn.com/abstract=1295344>
- Murray R. (1973) *The Politics of Normalcy: Governmental Theory and Practice in the Harding-Coolidge Era*, W. W. Norton & Company, Inc.; 1st Edition.
- Persons, C. E. (1930). *Credit expansion, 1920 to 1929, and its lessons*. *The Quarterly Journal of Economics*, 45(1), 94-130.
- Procacci, G. (2014). *Storia del XX secolo*. Bruno Mondadori.
- Raviolo, G. (2009). *La crisi globale Da Bretton Woods ai mutui subprime*. GAIA srl-Edizioni Univ. Romane.
- Sabatelli I. (2009). *La supervisione sulle banche. Profili evolutivi*, Wolters Kluwer Italia, Milano
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles* (Vol. 1, pp. 161-74). New York: McGraw-Hill.
- Šmihula, D. (2009). *The waves of the technological innovations*. *Studia Politica Slovaca*, 2(1), 32-47.
- Speaker L. (1928) *The Investment Trust*, A. W. Shaw Company
- Streissguth, T. (2009). *The roaring twenties*. Infobase Publishing.
- Strange S. (1999) *Denaro impazzito. I mercati finanziari: presente e futuro*, Edizioni di comunità, Torino
- Studenski P., Kroos H., (2004), *Financial History of the United States.*, Beard Books, Washington D.C.
- Valukas, A. R. (2010). *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*. US Bankruptcy Court Southern District of New York, *Jenner and Block LLP*.

Valukas, A. R. (2011). *Lehman Brothers' Examiners Report*, Volume 1&2. Retrieved from SMC Blackboard Learning Resource

Valukas, A. R. (2012). *Lehman Brothers Holdings Inc.* Chapter 11 Examiner Report.

Wilchins, D., & DaSilva, S. (2010). *How "Repo 105" Worked*, blogs. reuters. com/reutersdealzone.