

# LUISS



Dipartimento di Economia e Management  
Cattedra di Storia dell'economia e dell'impresa

## **DALLA DEPRESSIONE DEL '29 ALLA CRISI RECENTE CRISI ECONOMICHE A CONFRONTO**

**Relatore:**

Prof.ssa Vittoria Ferrandino

**Candidato:**

Giovanni Schiappa

Matr. 198731

ANNO ACCEDEMICO: 2018/2019

<<Quando l'accumulazione di ricchezza non rivestirà più un significato sociale importante, interverranno profondi mutamenti nel codice morale. Dovremo saperci liberare di molti dei principi pseudomorali che ci hanno superstiziosamente angosciati per due secoli, e per i quali abbiamo esaltato come massime virtù le qualità umane più spiacevoli. Dovremo avere il coraggio di assegnare alla motivazione "denaro" il suo vero valore. L'amore per il denaro come possesso, e distinto dall'amore per il denaro come mezzo per godere i piaceri della vita, sarà riconosciuto per quello che è: una passione morbosa, un po' ripugnante, una di quelle propensioni metà criminali e metà patologiche che di solito si consegnano con un brivido allo specialista di malattie mentali.">>

John Maynard Keynes

1883-1946

# INDICE

Introduzione.....	4
<b>1</b> La grande depressione.....	5
1.1 Antefatti.....	5
1.2 Cause e sviluppi della crisi.....	9
1.3 Risposte e interventi.....	19
<b>2</b> Le crisi energetiche degli anni '70.....	28
2.1 Contesto Internazionale.....	28
2.2 La crisi.....	34
2.3 Politiche di risoluzione.....	42
<b>3</b> La crisi recente.....	46
3.1 Antefatti.....	46
3.2 Evoluzione della crisi.....	53
3.3 Metodi Risolutivi.....	57
3.4 La crisi dei debiti sovrani.....	62
Conclusione.....	70
Indice dei grafici.....	71
indice delle tabelle.....	72
Bibliografia.....	72
Sitografia.....	74

## **INTRODUZIONE**

L'era moderna è stata caratterizzata dalla ricorrenza di fenomeni che hanno ricoperto un ruolo di grande rilevanza nell'influenzare la società: le crisi economiche.

Benché si fossero manifestate anche nei secoli precedenti al '900, specialmente sotto forma di crisi di sottoproduzione, mai come nel secolo scorso hanno assunto caratteri così articolati e di difficile risoluzione, senza menzionare i fattori da cui sono scaturite, che si sono rivelati ogni volta differenti e di difficile analisi.

Sembra infatti che le crisi economiche abbiano rappresentato l'inevitabile prezzo che una società capitalista debba pagare per il suo inarrestabile desiderio di crescita. Si è inoltre rilevato evidente come lo svilupparsi e l'ingrandirsi dei sistemi capitalistici mondiali segua andamenti tutt'altro che regolari, presentando al contrario fasi di crescita e periodi di contrazione, dai quali sono sempre derivati, come conseguenza, disoccupazione, cali di produzione e distruzione di ricchezza che spesso hanno necessitato di decenni per essere compensati.

Questo elaborato si propone di effettuare una minuziosa descrizione delle principali crisi economiche degli ultimi tempi, (Crisi del '29, Crisi degli anni'70 e Crisi del 2008), analizzandone la cause, gli effetti, i metodi risolutivi e il diverso ruolo che le azioni dell'Uomo hanno ricoperto nel determinarne la gravità, evidenziandone anche, ove possibile, analogie e differenze negli approcci intrapresi per affrontarle.

# CAPITOLO 1

## LA GRANDE DEPRESSIONE

### 1.1 ANTEFATTI

Per una comprensione soddisfacente delle cause che portarono al crollo del '29 la nostra analisi deve partire da almeno un decennio prima. All'indomani della fine della prima guerra mondiale l'Europa si trova in una situazione disastrosa. Oltre alle perdite umane, calcolate intorno ai 15 e i 17 milioni di vittime, senza contare quelle dovute a epidemie successive al conflitto (influenza spagnola), enormi regioni di Francia, Belgio, Italia, e Polonia erano state devastate, e migliaia tra edifici e fabbriche lasciavano il posto a detriti e macerie.

Un altro problema che andava risolto era la pungente questione dei debiti e delle riparazioni di guerra. I primi, indicati anche come "debiti interalleati", erano appunto i conferimenti sia in denaro sia in merci ed equipaggiamenti elargiti principalmente da Stati Uniti e Gran Bretagna a favore dei loro alleati, in primis Francia e Belgio. Con il termine "riparazioni" si fa invece riferimento a quelle somme che le potenze vincitrici avrebbero imposto agli sconfitti come risarcimento per i danni subiti.

A questo riguardo, il trattato di Versailles del 1919, uno tra i trattati di pace che posero fine alla prima guerra mondiale, vide emergere da una parte gli americani, fermi nelle loro pretese che i debiti fossero saldati, dall'altra le potenze europee vincitrici, che accettarono i termini di restituzione degli stessi convinti di poter contare sulle riparazioni di guerra imposte alla Germania. In particolare, i francesi si rivelarono particolarmente intransigenti sull'ammontare della somma richiesta ai tedeschi: essi, oltre a veder smembrato il loro impero coloniale e sottoposti ad una generale smilitarizzazione dell'intera nazione, furono costretti ad accettare di pagare risarcimenti che comprendevano non solo i reali danni creati alle infrastrutture e agli eserciti dei loro avversari, ma anche il pagamento di tutte le pensioni alle famiglie dei soldati caduti e di un indennizzo totale di tutte le somme prese a prestito dal Belgio per fronteggiare la guerra.

il 27 Marzo 1921 veniva reso noto l'ammontare della somma imposta alla Germania, pari a 132 miliardi di marchi oro. La cifra, stipulata di non facile accordo, fu rivisitata in numerose occasioni, in

quanto si cercò più volte di convincere la Francia ad accettare una cifra forfettaria, dato che già allora sembrò evidente che nessuna nazione avrebbe mai potuto restituire una cifra così enorme. L'intento della Francia era quello di umiliare e mantenere sotto controllo la Germania, additandola come unico colpevole della guerra ed impedendo in futuro una sua piena realizzazione economica e militare. La loro visione di una Germania aggressiva e belligerante si rivelò una profezia auto-avverante: le durissime misure imposte non ebbero altro risultato che quello di far infuriare il popolo tedesco, il cui desiderio di rivalsa farà da cardine all'ascesa del partito nazista e di Adolf Hitler.

Una conferenza tenutasi a Londra tra l'aprile e il maggio 1921 fissò il cosiddetto "stato dei pagamenti", che disciplinava rigorosamente le modalità di pagamento della somma dovuta.

La Germania, accettato l'esito della conferenza con grande scetticismo sulla reale possibilità di adempimento delle condizioni imposte, vide contrapporsi due correnti interne. Alcuni ritenevano vano ogni tentativo di restituzione della somma dovuta, mentre altri, i cui intenti prevalsero, si proposero di dimostrare l'effettiva incapacità tedesca di pagamento tramite l'effettivo sforzo di adempimento. Una prima rata, del valore di un miliardo di marchi, fu versata il 31 agosto 1921. Essa si rivelò prova dell'impossibilità da parte del Reich di elargire una cifra così elevata; si dovette far ricorso ai risparmi privati e a richiedere ulteriori crediti esteri, principalmente provenienti dagli Stati Uniti. Non fu neppure possibile arrestare la caduta del marco, viste le continue nuove emissioni di moneta necessarie a coprire la consistente differenza che restava. Poco dopo questo primo pagamento, la Germania comunicò ufficialmente il suo stato di inadempienza. Di lì a poco la Francia occupò la Ruhr, regione chiave per la ripresa economica tedesca in quanto particolarmente ricca di risorse minerarie, e solo dopo nuove tensioni, tramite il piano Dawes e il piano Young, si acconsentì a ridurre l'importo delle rate e del debito complessivo, tenendo anche conto della necessità della ricostruzione finanziaria tedesca.

Eminenti pareri, primo fra tutti quello dell'economista inglese John Maynard Keynes, si erano opposti all'imposizione dei debiti interalleati e delle riparazioni già durante la stesura del trattato di Versailles. Le sue teorie trovano piena esplicitazione nell'opera "*The economic consequences of the peace*" (1921), in cui l'economista afferma l'impossibilità della restituzione di cifre così alte e ne condanna direttamente la richiesta, in quanto non avrebbero aiutato la ripresa economica dell'Europa ma avrebbero agito come un inutile fardello posto su una situazione economica già disastrosa. Egli sosteneva invece che la conferenza di pace di Versailles avrebbe dovuto concentrarsi sul rilancio dell'economia, anziché avere uno scopo meramente politico e punitivo nei confronti delle potenze sconfitte. Fu quindi sostenitore dell'idea che gli Stati Uniti, oltre al già citato annullamento dei

debiti, avrebbero dovuto lanciare un programma di credito per aiutare l'economia europea, per garantirne la ripresa nel minor tempo possibile. Come si vedrà in seguito, la Storia diede ragione all'economista britannico; gli accordi di Versailles e la rete di ingenti debiti che ne scaturì ebbero l'unico effetto di scontentare tutte le potenze partecipanti, e oltre ad avere nefaste conseguenze economiche, le tensioni politiche non risolte sfoceranno poi nella seconda guerra mondiale. Per allora i governi avranno imparato la lezione, e il piano Marshall, che si proporrà come obiettivo la ricostruzione dell'economia europea al termine del secondo conflitto mondiale, non includerà l'imposizione di debiti di guerra o riparazioni.

Dal canto loro, gli Stati Uniti, agli inizi degli anni venti, erano un paese ancora prevalentemente rurale. Sotto il governo del presidente Harding, la politica interna prosegue un percorso di liberalizzazione dell'economia, riduzione delle tasse e limitazione dell'immigrazione su base razziale. Dopo una breve di recessione di 18 mesi che termina nel 1921, gli Stati Uniti assistono ad una crescita mai vista prima. Sono gli anni dello sviluppo della prime grandi *corporations* della storia ( la *US Steel* di Andrew Carnegie è la prima società al mondo a valere un miliardo di dollari), e settori come quello agricolo, dell'acciaio e del petrolio prosperano. Nell'est si diffondono le automobili grazie ai nuovi modelli di sviluppo messi a punto da Henry Ford<sup>1</sup> e la diffusione del trasporto su rotaia aiuta ad aumentare la mobilità in un paese così sconfinato. Si diffonde in tutta l'America un generale ottimismo di massa, e nasce il concetto, proprio della società capitalista ma prima di allora poco diffuso, di consumismo<sup>2</sup>. Le imprese producono quindi come mai prima di allora un'ingente quantità di beni per il consumo di massa, aprendo e sviluppando in poco tempo mercati prima inesistenti. Insieme allo sviluppo e all'invenzione di nuovi beni (automobili, radio, frigoriferi) si diffondono anche moderni tipi di servizi finanziari, come il pagamento rateale e nuove forme di prestito ai privati.

È importante ricordare che questo periodo, conosciuto come "*roaring twenties*" (i ruggenti anni venti), fu sì un periodo di grande prosperità, ma solo e soltanto per gli Stati Uniti d'America: in Europa non vi era traccia dell'ottimismo e dell'entusiasmo che si diffondeva in quegli anni dall'altro lato dell'oceano Atlantico. Gli anni venti furono al contrario un periodo che in Europa fu caratterizzato da gravi tensioni sociali e forti ristrettezze economiche.

---

<sup>1</sup> Fordismo: con questo termine si indica una specifica forma di produzione basata per la prima volta sull'utilizzo della catena di montaggio al fine di incrementare al massimo la produttività.

<sup>2</sup> Consumismo: fenomeno economico-sociale che consiste nell'acquisto indiscriminato di beni di consumo da parte della massa che vanno ben oltre i bisogni primari.

Oltre al settore agricolo e industriale, un altro settore iniziò a svilupparsi a ritmi sempre più frenetici: quello finanziario.

Wall Street, termine che viene utilizzato per metonimia per indicare principalmente il cuore del centro finanziario di New York, con sede nell'omonima strada, era stato fino ad allora un ambiente relativamente elitario e chiuso. Le grandi banche d'affari trattavano esclusivamente con i governi, le grandi aziende o con individui particolarmente facoltosi. Non vi era ragione di includere la gente comune nelle transazioni, e fino a pochi anni prima la vendita di titoli al grande pubblico aveva rappresentato una percentuale molto bassa sul totale delle operazioni finanziarie. Le stesse azioni ordinarie erano considerate dai maggiori finanziari investimenti troppo volatili e speculativi. Tuttavia, con il boom economico degli anni venti, la maggioranza di queste azioni diventò incredibilmente redditizia, e sempre più intermediari e istituzioni finanziarie si inseriscono nel mercato della compravendita di titoli. Vista la generale novità delle merci trattate, si venne a creare una generalizzata sovrapposizione di investimento e speculazione, e per la prima volta Wall Street aprì le porte agli investitori individuali.

L'enorme afflusso di capitali verso il mercato azionario non è spiegato semplicemente dalla crescita dell'economia reale e dalla trend positivo degli acquisti del grande pubblico. Si diffuse infatti in quegli anni la tendenza ad acquistare titoli facendo ampio uso del credito bancario. Fu proprio l'inflessibilità francese e americana a pretendere che la Germania pagasse le riparazioni principalmente in oro a far sì che si riversasse negli Stati Uniti un enorme flusso del prezioso metallo, che posto a garanzia per l'emissione dei dollari, condusse all'esplosione del credito facile.<sup>3</sup> Nel mercato dei prestiti, questa abbondanza di denaro fece esplodere negli anni venti la tendenza a sottoscrivere contratti a condizioni molto rischiose, talvolta azzardate, specialmente nel settore dei mutui. Siccome poi la maggioranza delle banche si rivelò, in questo ambiente relativamente poco regolamentato, coinvolta in questi discutibili contratti, al crollo della borsa seguì ben presto il collasso del sistema bancario. Di conseguenza, l'uso indiscriminato del credito unito ad un sistema bancario privo di un forte controllo centrale che agisse come supervisore o garante furono senza ombra di dubbio tra le cause primarie dello scoppio della crisi del '29.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Bernstein, Micheal A., "The Great Depression, Delayed recovery and economic Change in America, 1929-1939", Cambridge University Press

<sup>4</sup> Fisher, Irving, "The Stock Market Crash- and After"



La Federal Reserve<sup>5</sup> esortò le banche a non concedere prestiti per scopi meramente speculativi, ma non aveva il potere di imporre le sue direttive con la forza, anche a patto di avere i mezzi per distinguere i prestiti speculativi da quelli ordinari. Oltretutto non era dal sistema bancario che proveniva l'enorme affluenza di denaro che alimentò le speculazioni. Grandi imprese, investitori e banche straniere ebbero un ruolo di primaria importanza nei flussi finanziari del mercato statunitense.

## 1.2 CAUSE E SVILUPPI DELLA CRISI

A partire dal 1924, con il mercato in continuo rialzo, era molto conveniente per gli investitori americani anticipare l'acquisto dei titoli il più possibile per poter ottenere quanto prima un profitto considerevole. Opere come quella di Edgar Lawrence Smith (*Common stocks as long term investments*) contribuirono nella seconda metà degli anni venti ad accrescere la popolarità delle azioni rispetto ai bond, ai quali la società americana era già stata abituata durante il primo conflitto mondiale.

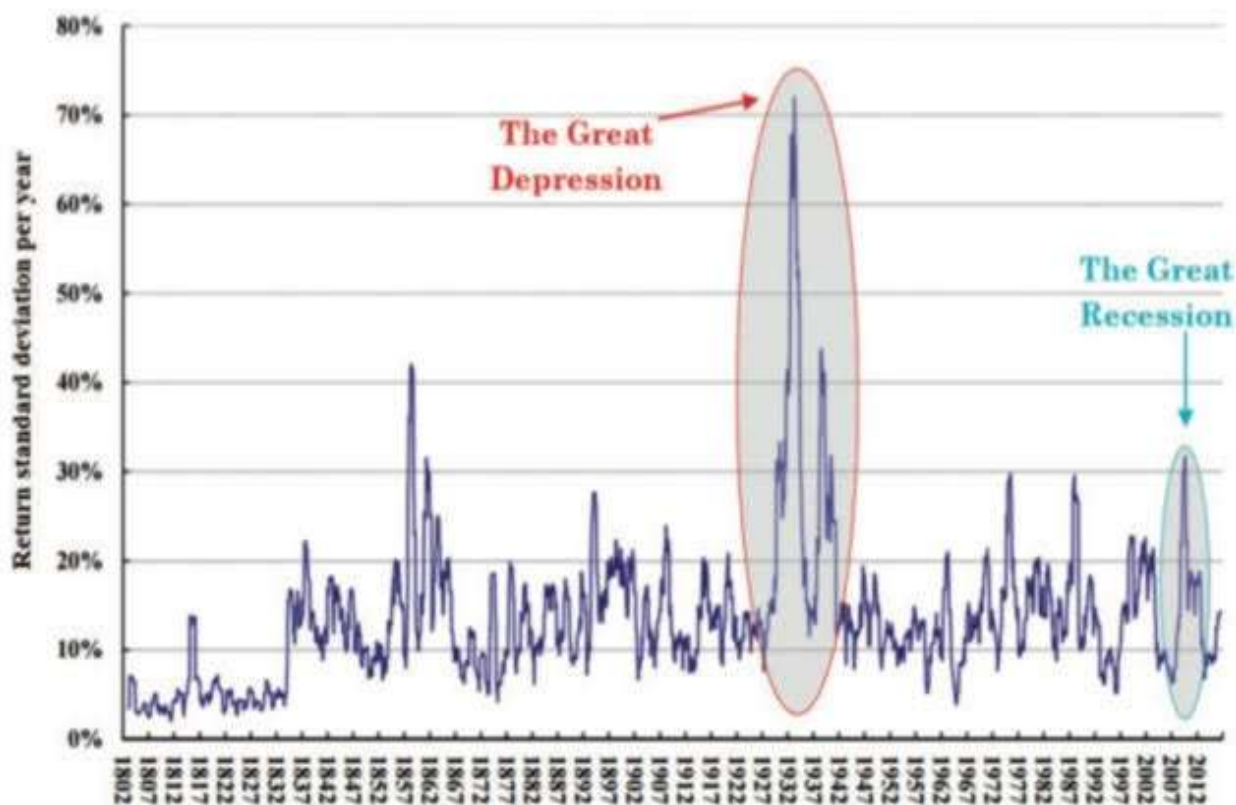
Seguendo la nuova tendenza, sempre più investitori si indebitavano in misura crescente per acquistare titoli sul mercato, e in un clima di così forti aspettative al rialzo, gli stessi titoli potevano essere usati come garanzia per ottenere altri prestiti. Veniva a crearsi quindi un sistema in cui, secondo uno schema a piramide, più il mercato cresceva, più debiti incorporava al suo interno. Le grandi banche iniziarono quindi a prestare quantità elevatissime di denaro agli speculatori e i prestiti diventarono parte integrante di ogni settore dell'economia.

A prova dell'enorme instabilità verso cui il mercato borsistico di quell'epoca andava incontro, è possibile mostrare che la deviazione standard dei dividendi delle azioni si aggirava intorno a valori dalle 2 alle 3 volte più alti che in qualunque altro momento nella storia americana. Possiamo usare questi dati per trarre conclusioni sull'instabilità del mercato in quanto la "deviazione standard", è un indice affidabile della volatilità del mercato.

Grafico 1.1: Andamento delle deviazioni standard sui dividendi delle azioni americane dal 1802 al 2016

---

<sup>5</sup> Federal Reserve: fondata nel 1913, è la banca centrale degli stati Uniti d'America. Gode di indipendenza dal governo del paese e svolge la funzione di garante della stabilità monetaria



fonte: Schwert (1989), cit. in "Stock Volatility and the Great Depression", Cortes, Gustavo S., Marc Weidenmier

Il grafico, che copre un orizzonte temporale di oltre 200 anni (1802-2016), mostra appunto come le deviazioni standard dei valori dei dividendi delle azioni nei primi anni '30 spiccano in confronto persino alla crisi recente.

I primi segni di cedimento dell'economia americana arrivano verso la fine degli anni venti, periodo in cui l'agricoltura affronta un calo consistente e le piccole banche, di cui il territorio americano è costellato, falliscono a ritmi crescenti.

Malgrado la Federal Reserve avesse alzato i tassi di interesse sia nel 1928 che nel 1929 nella speranza di frenare la rapida ascesa delle quotazioni, la crisi esplose in tutta la sua gravità il giovedì 24 Ottobre del 1929. Questo rialzo dei tassi oltre a non avere gli effetti desiderati colpì negativamente i consumi in settori sensibili, come l'edilizio e l'automobilistico, che dovettero ridurre la produzione e licenziare personale. Proprio il crollo dei prezzi nel settore edilizio si rivelò uno tra i maggiori fattori responsabili dell'impoverimento sia dei privati che delle aziende, con conseguente ripercussione sui consumi.

Con la messa in vendita di 12.9 milioni di titoli in quello che passò alla storia come il giovedì nero, e di 16 milioni il martedì successivo, il Dow<sup>6</sup> perse 183 punti in meno di due mesi. Con il prezzo delle azioni che scendeva vertiginosamente, la situazione fu aggravata dal richiamo dei prestiti concessi per l'acquisto delle stesse: gli investitori che infatti avevano usato le azioni come garanzia per ottenere ulteriori prestiti, nel momento in cui si presentava un trend al ribasso erano costretti a vendere a qualunque prezzo pur di essere in grado di far fronte alle proprie obbligazioni. Il sistema piramidale di prestiti poteva essere sostenuto soltanto in condizioni di crescita permanente del mercato, ma dato che il prezzo delle azioni è legato fondamentalmente ai dividendi che esso può produrre, esso chiaramente non può crescere all'infinito. Nel momento in cui si manifestarono nel mercato americano le prime spinte al ribasso, il sistema espose tutta la sua fragilità, trascinando i prezzi dei titoli ancora più in basso. In breve tempo si scatenò il panico e l'effetto a catena erose un 50% del valore dei principali titoli quotati<sup>7</sup>.

Fattore determinante che contribuì ad alimentare la scellerata speculazione e l'inevitabile crollo finanziario fu l'assenza di un effettivo governo centrale che imponesse controlli e regolazioni sul mercato. Misure strategiche sarebbero potute provenire solo dal governo federale, che all'epoca era insufficientemente sviluppato per garantirle. Questo è un fattore importante da ricordare quando si analizza e si giudica l'incapacità del governo nell'aver gestito la depressione. Secondo alcuni economisti, come Milton Friedman, la Grande Depressione si sarebbe potuta rivelare una normale fase recessiva del mercato se non fosse stato per le errate politiche messe in atto prima, durante e successivamente la crisi dalla Federal Reserve.<sup>8</sup>

Questo nefasto crollo finanziario tuttavia non basta a spiegare integralmente la gravità e la durata della depressione.

Certamente, un bolla finanziaria erode istantaneamente i risparmi del grande pubblico e la solidità delle banche che avevano concesso finanziamenti, tuttavia se quello fosse stato l'unico problema dell'economia americana all'inizio degli anni trenta, la crisi si sarebbe riassorbita in un tempo molto più breve.

Innanzitutto, l'economia di quegli anni soffriva di numerosi problemi strutturali. Se è vero che i ruggenti anni venti portarono grande prosperità e un indiscutibile aumento di ricchezza alla società

---

<sup>6</sup> Dow: principale indice borsistico del mercato di New York, che misura l'andamento dei 30 titoli principali in esso quotati, ideato dalla Dow Jones and Company nel 1884.

<sup>7</sup> [www.britannica.com](http://www.britannica.com)

<sup>8</sup> Friedman, Milton, Anna J. Schwartz "A Monetary History of the United States, 1867-1960", Princeton University Press

americana, è anche vero che questa ricchezza era distribuita in modo più che mai ineguale. Un continuo processo di polarizzazione della ricchezza aveva accentuato il divario tra ricchi e poveri, e concentrato nelle mani del 5% della popolazione più del 30% delle risorse del paese. Ciò significava che la domanda di beni di lusso, caratterizzata da grande volatilità, ricopriva un ampio ruolo nel mercato americano. I beni prodotti in quegli anni, come i primi elettrodomestici e soprattutto le automobili, erano altamente prezzati, e la loro tendenza a saturare il mercato, in quanto beni di natura durevole, spinse presto l'offerta e la produzione di beni in condizioni di sovrapproduzione. Dall'inizio del decennio al 1928 si passò da 8,2 a 21,6 milioni di automobili<sup>9</sup>. Dal 1922 al 1926 il tasso di crescita fu di 2 milioni di veicoli all'anno, mentre scese ad un milione l'anno seguente. La produzione invece, non calò allo stesso ritmo e malgrado le esportazioni, per l'arrivo del 1929 quasi tutti coloro che potevano permettersi un'automobile l'avevano acquistata, considerando anche l'ineguale distribuzione del reddito già citata. Analogamente, nello stesso periodo anche il settore delle costruzioni private sembrò raggiungere un punto dove non erano necessari ulteriori investimenti. La facile reperibilità dei fondi e il progresso tecnologico fecero aumentare la produttività in tutti i settori, le cui domande interne tuttavia non crescevano allo stesso ritmo. Nell'economia americana si venne a creare quindi una forte sovrapproduzione che lasciò merci invendute e, nei casi in cui le aziende non furono costrette a licenziare i propri lavoratori, abbatté i salari. La sovrapproduzione colpì in maniera particolarmente pesante il settore agricolo, in cui le politiche federali avevano incoraggiato i prestiti da parte di piccole banche locali i cui impieghi non venivano diversificati. Il dimezzamento dei prezzi dei principali generi alimentari determinò la rovina di numerosi agricoltori che, incapaci di far fronte alle scadenze delle rate dei prestiti ottenuti, trascinarono nel fallimento anche le banche che li avevano finanziati.

Ad aggravare la situazione della mobilità del capitale americano fu la concentrazione nelle mani di poche grosse corporations (Ford, U.S. Steel, Standard Oil) della maggioranza delle risorse finanziarie: queste enormi imprese si rivelarono scarsamente innovative nella ricerca di nuove possibilità di investimento al di là delle loro consuete linee produttive. Grazie allo storico dei loro rendimenti e alla elevata capacità di fornire garanzie reali per la restituzione, per le grandi aziende il reperimento di nuovo capitale risultava sempre più semplice e soprattutto meno costoso, cosa che accentuava ulteriormente la concentrazione di denaro a loro disposizione. Nel clima di forte euforia che vigeva alla fine degli anni 20 poi, il mercato azionario si stava rivelando più redditizio della maggior parte dei settori dell'economia reale, di conseguenza anche queste aziende non esitarono a investire le loro eccedenze di denaro nella borsa e alimentare così la speculazione. A tal proposito,

---

<sup>9</sup> Rothermund, Dietmar, "The Global Impact of the Great Depression 1929-1939", Routledge

una cifra colpisce per quello che riguarda il confine tra investimento e speculazione nei mercati dell'epoca: mentre tra il 1925 e il 1929 gli investimenti tangibili passarono da 3,5 miliardi di dollari a 3,2, negli stessi anni il valore delle azioni quotate in borsa passò da 27 miliardi a ben 87 miliardi di dollari.<sup>10</sup>

Il crollo della borsa ebbe l'ennesimo effetto di ridurre sostanzialmente la domanda aggregata. Dato che sia i consumi di beni durevoli sia gli investimenti diminuirono in maniera drastica, una possibile spiegazione del fenomeno va probabilmente ricercata sull'incertezza degli americani verso il futuro del loro paese, che spinse quindi i privati a ritardare gli acquisti di qualsiasi tipo; questo effetto psicologico scaturito dal crollo del '29 non va sottovalutato quando si analizzano le ragioni dello shock della domanda aggregata americana di quegli anni. Di conseguenza, mentre il repentino abbassamento dei prezzi delle azioni e la crisi dell'economia reale sono e vanno considerati due eventi separati, il primo ha sicuramente avuto un effetto di non poco conto sul declino della produzione e dell'impiego di manodopera.

Un nuovo shock negativo della domanda aggregata si verificò nel 1930, con una serie di corse agli sportelli, che incrinò ancora di più il già disastroso sistema bancario americano. Una corsa agli sportelli si verifica quando molti risparmiatori perdono simultaneamente fiducia nella capacità di solvibilità della propria banca e si precipitano a richiedere il pagamento immediato in contante delle somme precedentemente depositate. L'attività bancaria d'altro canto, si basa proprio sul fondamento della detenzione di una piccola parte dei depositi, mentre trae profitto investendone la maggioranza, normalmente in prestiti. Una banca che si trovi a far fronte ad uno spropositato aumento dei prelievi deve quindi riscuotere i prestiti concessi altrettanto repentinamente, ma visti i diversi orizzonti temporali (medio e lungo termine) a cui essi generalmente sono concessi rispetto ai depositi (breve termine), causa gravi difficoltà finanziarie. Il fenomeno della corsa agli sportelli è quindi per sua stessa natura in grado di far fallire anche banche molto solide.

Gli Stati Uniti affrontarono questi eventi una volta nel 1930, due volte nel 1931, poi ancora nell'autunno del 1932 e all'inizio del 1933, quando il 6 Marzo il presidente Franklin D. Roosevelt proclamò il "Bank Holiday", giorno in cui furono chiuse tutte le banche e a cui fu permesso di riaprire solo dopo un controllo sulla loro solvibilità attuato da ispettori governativi. Nel complesso, questa ondata di panico costò al sistema bancario statunitense il fallimento di oltre un quinto delle sue banche in soli quattro anni. Per le banche che sopravvissero divenne uso comune detenere riserve

---

<sup>10</sup> [www.britannica.com](http://www.britannica.com)

a garanzia dei loro impieghi per valori ben al di sopra dei minimi imposti dalla legge. Lo stock di moneta in circolazione venne abbattuto del 33% nel 1933 dato che le banche si affrettarono a liquidare vecchi prestiti senza reintrodurre il denaro in circolazione<sup>11</sup>; malgrado quindi la domanda di fondi mutuabili in quel periodo crebbe, e rappresentava di fatto l'unica possibilità di salvezza e rilancio per molti settori dell'economia, i bisogni delle aziende furono ignorati.

Ancora una volta, la Federal Reserve fece molto poco per salvaguardare la situazione. Il panico dilagante si traduceva in termini economici con l'aumento dell'ammontare di denaro che i risparmiatori desideravano detenere sotto forma di contante. Questo innalzamento del rapporto tra il circolante e i depositi fu il motivo principale per cui l'offerta di moneta negli Stati Uniti diminuì del 31% tra il 1929 e il 1933. Come se questo non fosse stato già abbastanza grave, la Federal Reserve aumentò simultaneamente il tasso di interesse, contraendo ancora di più l'offerta di moneta.

Tra le altre cause, fu proprio questo brusco taglio nell'offerta del credito ad essere alla base di un significativo aumento della disoccupazione. Dal 1929 al 1933 la disoccupazione aumentò dal 3,2% al 25%, raggiungendo il più alto valore nella storia americana. D'altronde, quando vi sono discordanze temporali tra il pagamento dei salari e i reperimenti di fondi, sia tramite ricavi o finanziamenti, diventa per le aziende più difficile, se non impossibile, far fronte alle proprie obbligazioni. Inoltre, il lavoro salariato non può fornire garanzie reali<sup>12</sup>, e rispetto a macchinari o attrezzature risultava per sua stessa natura più difficile da finanziare. Recenti studi hanno dimostrato analiticamente che le aziende la cui maggioranza di bond<sup>13</sup> con cui si erano finanziate scadevano negli anni della depressione, per cui più in difficoltà nel reperimento di nuovi fondi, si sono rivelate proprio quelle che hanno licenziato il maggior numero di lavoratori. Queste aziende tagliarono la propria manodopera dal 4% al 5% in più rispetto alle concorrenti che detenevano bond con diverse scadenze.

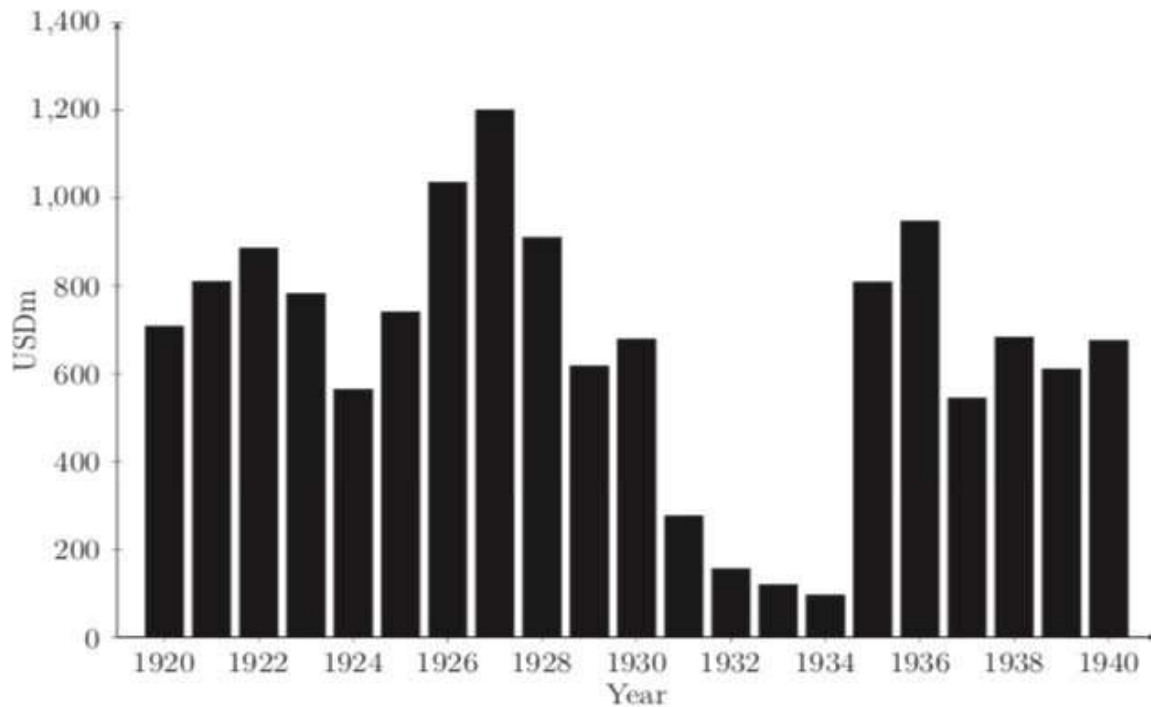
---

<sup>11</sup> Friedman, Milton, Anna J. Schwartz "A Monetary History of the United States, 1867-1960", Princeton University Press

<sup>12</sup> Garanzia reale: diritto del creditore di rifarsi sul valore di uno specifico bene del debitore in caso di mancato adempimento dell'obbligazione pattuita.

<sup>13</sup> Bond/obbligazione: strumento finanziario generalmente a tasso di rendimento fisso che prevede il conferimento di una somma di denaro dietro promessa di un pagamento futuro, di solito maggiorato da un interesse. questo pagamento può avvenire o in un'unica soluzione alla scadenza del titolo (zero coupon bond), o prevedere periodici pagamenti degli interessi e il saldo del capitale preso a prestito al termine del periodo stipulato. In questo caso si allude ai "corporate bond", o obbligazioni societarie, appunto bond emessi a favore di aziende.

Grafico 1.2: Valore in milioni di dollari di nuove emissioni di obbligazioni societarie americane dal 1920 al 1940



Fonte: Hickman, (1960), cit. in "Financial Frictions and Employment during the Great Depression", Benmelech, Frydman, Papanikolaou.

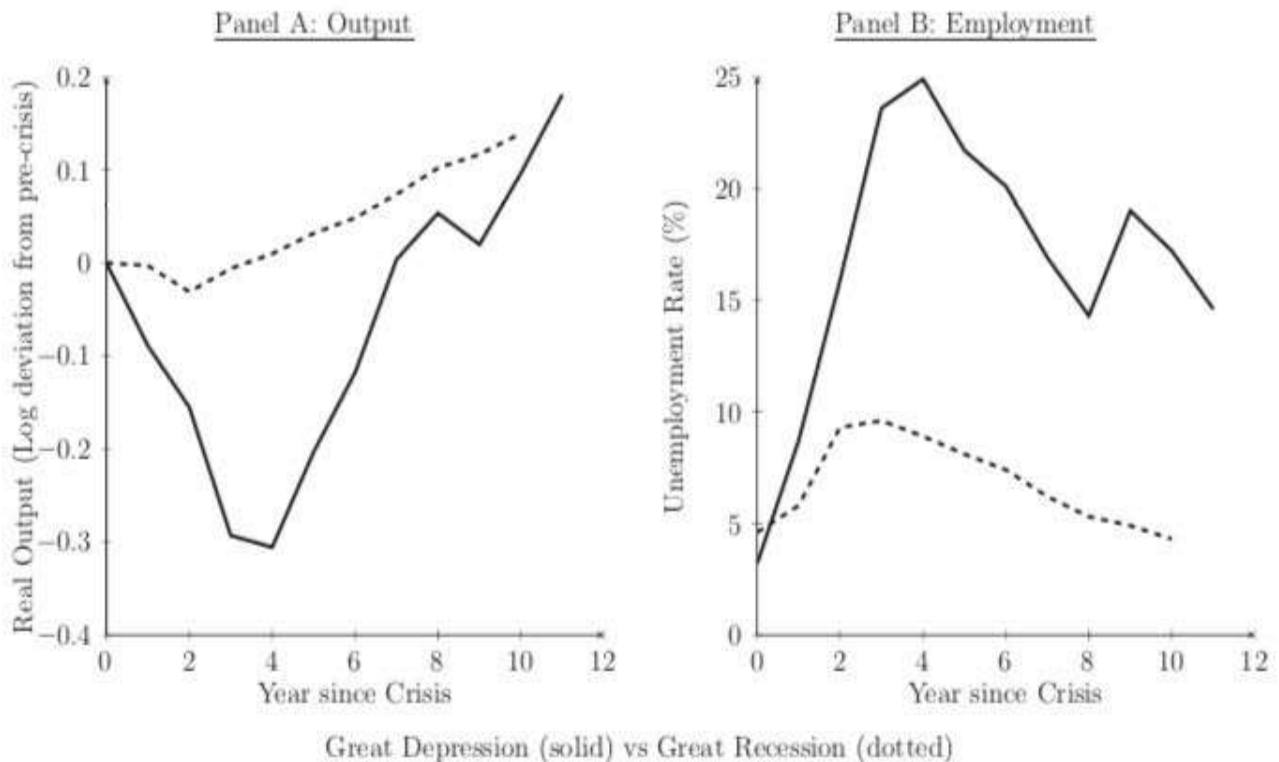
In particolare questi effetti furono particolarmente duri per le aziende situate in zone rurali e finanziate da banche locali in difficoltà, poiché era praticamente impossibile sostituire le loro fonti di finanziamento. A parità di scadenze, le aziende le cui banche finanziatrici erano in difficoltà ridussero il numero di lavoratori fino al 17% più di altre aziende che operavano in zone dove l'attività bancaria non era stata interrotta<sup>14</sup>. Mentre tra alcuni autori l'idea sostenuta è che in generale la menzionata stretta creditizia afflisse quasi esclusivamente solo privati e piccole imprese, lasciando le grandi aziende relativamente inalterate, vi è un'evidenza empirica che l'effetto negativo di questi attriti finanziari non risparmiò neppure i grandi colossi dell'economia americana. Una contrazione così repentina dell'offerta aggregata di moneta sarebbe da additare anche tra le cause della durata della Depressione<sup>15</sup>. Nei quattro anni successivi alla crisi la produzione netta americana si ridusse del 26%, e questa contrazione è, per un rapporto di causa-effetto, da ricondursi più alla stretta creditizia e al conseguente calo dell'occupazione, più che al crollo dei titoli in borsa.

<sup>14</sup> Benmelech, Frydman, Papanikolaou, "Financial frictions and employment during the Great Depression", Journal of Financial Economics 133

<sup>15</sup> Rothermund, Dietmar, "The Global Impact of the Great Depression 1929-1939", Routledge

Grafico 1.3: Confronto tra la grande Depressione e la crisi del 2007.

Il grafico compara i trend di produzione e occupazione tra i periodo direttamente successivi alle due crisi. (La linea continua fa riferimento alla Grande Depressione mentre quella tratteggiata alla Grande Recessione).



Fonte: Margo (1993), cit. in "Financial Frictions and Employment during the Great Depression", Benmelech, Frydman, Papanikolaou.

Nei tempi precedenti il crollo per le aziende che volevano ottenere capitale era facile reperirlo vendendo azioni in borsa e finanziarsi tramite le fluttuazioni (positive) del mercato. Questo metodo era generalmente meno costoso dei tassi applicati sui prestiti bancari, perciò di gran lunga preferito. Con l'avvento della crisi tuttavia, oltre alla chiara interruzione della normale attività di borsa, anche reperire prestiti diventò molto difficile. Ciò ebbe due effetti: oltre a causare l'insolvenza delle piccole aziende, fece sì che il modo più comune di reperire denaro delle aziende grandi diventasse il finanziamento interno. La ritenzione degli utili divenne pratica diffusa in quegli anni, che passò dal



30% negli venti, al 58% tra il 1930 e il 1933, fino a raggiungere il 78% tra il 1934 e il 1937.<sup>16</sup> Questa strategia presentava chiaramente numerosi vantaggi: oltre all'abbattimento totale dei costi di negoziazione vi era anche l'annullamento del pagamento degli interessi. Il fatto che le aziende scegliessero e/o potessero mettere in atto questo modo di finanziarsi rispetto a contrarre debiti di varia natura fu uno dei fattori chiave della loro ripresa. L'unico settore che in realtà aumentò il valore dei debiti sottoscritti fu il petrolifero, che passò da 125 milioni nel 1929 a 220 nel 1938.

Per la verità, va ricordato che l'impatto della Grande depressione non colpì tutti i rami dell'economia in egual misura. Non sorprende di certo il fatto che differenti settori abbiano reagito in modo differente, tuttavia è curioso notare come le aziende che operavano nel settore alimentare e in generale in quello dei beni non durevoli si rivelarono come quelle meno soggette a forti cali del fatturato. Avendo quindi maggiori disponibilità economiche furono anche quelle che resistettero più saldamente alla riduzione dell'offerta creditizia. Dall'altro lato, i settori più stagnanti furono quelli rivolti alla produzione di beni durevoli. Le aziende che operavano in questi campi, per aumentare al massimo la produzione avevano fatto uso di un massiccio impiego di capitali per finanziare impianti sempre più grandi, ma dato che la domanda per i loro prodotti fronteggiò un brusco calo, si rivelò molto difficile sia ripagare i loro debiti sia riallocare in modo efficiente investimenti così ingenti. La loro difficoltà nel fronteggiare la crisi va ricercata anche nella natura stessa dei loro prodotti; i beni di natura durevole necessitano di molti anni prima aver bisogno di venire sostituiti, per cui, oltre ad una generalizzata lentezza nell'innovazione, presentavano una forte tendenza a saturare il mercato. Mentre quindi la domanda latente di questi beni diminuiva vertiginosamente sul finire degli anni '20, la capacità produttiva delle aziende in questione rimase del tutto invariata, creando una sovrapproduzione sistemica.

Non bisogna pensare alla Grande depressione come un periodo totalmente nefasto. Risalgono a questi anni infatti forti innovazioni tecnologiche apportate principalmente dai citati produttori di beni non durevoli.

Nel settore alimentare furono introdotti nuovi macchinari (presse idrauliche, nastri trasportatori ecc.) e processi di lavorazione (raffinazioni, pastorizzazioni)<sup>17</sup>. In particolare, data la diminuzione del reddito medio, il settore vide un forte aumento della domanda per i cibi in scatola, considerato appunto economico e relativamente più nutriente. Il metallurgico fu un altro settore che subì delle

---

<sup>16</sup> Dobrovolsky, Sergei P., "Corporate income retention: 1915-43"

<sup>17</sup> Bernstein, Michael A., "The Great Depression: Delayed Recovery and Economic Change in America, 1929-1939", Cambridge University Press

trasformazioni. La domanda di acciaio nel complesso diminuì, poiché essa era stata trainata principalmente dall'industria ferroviaria e il processo di espansione dei collegamenti aveva già visto il suo culmine; quella che invece aumentò fu la richiesta di alluminio e altre leghe leggere. L'alluminio in particolare si rivelò uno dei rami più produttivi durante l'inizio degli anni '30, la cui domanda era alimentata proprio dalla richiesta dei cibi in scatola e dalla produzione di nuovi componenti per i macchinari industriali, oltre alla crescente elettrificazione del paese.<sup>18</sup>

Tabella 1: Valori percentuali di acciaio richiesto dai principali settori economici, 1922-1939

<b>Industria</b>	<b>1922</b>	<b>1926</b>	<b>1929</b>	<b>1939</b>
Ferrovie	22	23.5	17	9.3
Edilizia	15	19.5	16.5	13.1
Autoveicoli	10	14.5	18	18.1
Petrolio, gas, miniere	10	9.5	10.5	5.5
Esportazioni	7	5	5.5	6.5
Contenitori alimentari	4	4	5	9.4
Macchinari	N.D.	4	3	3.8
Agricoltura	4	4	5.5	1.9
Varie	28	16	19	32.4

Fonte: " The Iron Industry in Prosperity and Depression", Vanderblue e Crum; Standard and Poor's, Industry Surveys. Cit. in "The Great Depression: Delayed Recovery and Economic Change in America, 1929-1939 ", Michael A. Bernstein

Altri settori che videro una fortissima ripresa dopo il crollo della borsa furono quello dei prodotti petroliferi e chimici, della gomma e del tabacco. Tra i rami produttivi più in difficoltà invece possiamo citare il tessile e soprattutto l'automobilistico. In particolare in questo settore colpisce il fatto che non furono messi in atto sostanziali tentativi di abbassare i prezzi, ne furono mai introdotti sul mercato nuovi modelli più semplici ed economici che potessero in qualche modo venire incontro

<sup>18</sup> Hogan, William, "Economic History of the Iron and Steel Industry in the United States"

ai consumatori durante la crisi. Al contrario la tendenza fu quella di aumentare la stazza dei motori e aggiungere accessori, tutt'al più mantenendo costanti i prezzi.<sup>19</sup>

Ad ogni modo, il crollo di Wall Street nell'ottobre del '29 non aveva avuto nessuna conseguenza immediata in Europa. Tuttavia, gli Stati Uniti ricoprivano un ruolo centrale nell'economia mondiale (45% della produzione industriale e 12,5% delle importazioni) per cui, tramite gli scambi internazionali, già agli inizi del 1930 tutte le maggiori potenze europee erano state colpite dalla recessione. Anche se con diverso impatto, la crisi provocò più o meno le stesse difficoltà. Il paese che soffrì di più fu senza dubbio la Germania. Già stremata dall'iperinflazione<sup>20</sup>, lo stato tedesco vide sottrarsi l'affluenza di prestiti americani, e come se non bastasse anche moltissimi investimenti furono ritirati dagli investitori per poter essere utilizzati nella difficile situazione economica degli Stati Uniti. Ovviamente, venuto meno il credito estero, la Germania non poté far fronte agli oneri del trattato di Versailles, e il pagamento delle riparazioni di guerra fu nuovamente sospeso. Con la disoccupazione che dilagava, l'intervento statale, che acquistò ingenti partecipazioni, fu l'unico modo per salvare alcune delle più grandi banche e imprese.

L'unica potenza che rimase del tutto non influenzata dalla crisi fu l'Unione Sovietica, poiché sotto il regime totalitario di Stalin erano cessati quasi del tutto gli scambi col mondo esterno per l'attuazione dell'economia pianificata tramite i piani quinquennali.

### **1.3 RISPOSTE E INTERVENTI**

Nel momento in cui La Depressione esplose negli Stati Uniti nel 1929, trovò un paese colto alla sprovvista ed ebbe effetti la cui gravità fu del tutto inattesa e in un primo momento sottostimata. A parte rari scetticismi, nessuno si rese conto della fragilità del sistema fino a quando non fu troppo tardi. Le cause di un non repentino intervento statale furono dovute ad una serie di motivi. Primo fra tutti, non vi era una quantità di dati sulla situazione tale da far avere al governo centrale la piena consapevolezza dell'entità degli avvenimenti che si stavano verificando. Oltretutto, l'andamento discendente di gran parte dei settori dell'economia non fu lineare: in alcuni, brevi periodi il sistema diede segnali di una timida ripresa e ciò confuse ulteriormente il governo. Il presidente Hoover, in carica in quegli anni, più volte fu illuso che le recenti manovre da lui attuate fossero sufficienti ad arrestare la crisi. Ultimo motivo, ma non meno importante, fu di natura ideologica. Il partito

---

<sup>19</sup> Scoville, John W., "Behavior of the Automobile Industry in Depression"

<sup>20</sup> Iperinflazione: fenomeno in cui l'inflazione raggiunge tassi elevatissimi, che afflisse la Germania negli anni venti a causa dell'indiscriminata emissione di banconote voluta dalla repubblica di Weimar.

repubblicano era ancora legato a concezioni economiche di matrice classico/liberali, secondo cui un qualsiasi intervento dello Stato per risollevarlo il paese, specialmente se massiccio come la crisi imponeva, avrebbe finito per danneggiare l'economia. Queste teorie, fortemente radicate nella mentalità americana, si basavano su idee secondo le quali il sistema economico fosse perfettamente in grado di autoregolarsi, in quanto in esso operano forze invisibili che in caso di alterazioni dell'equilibrio, riportano spontaneamente il mercato nelle condizioni ottimali<sup>21</sup>. Compito dello stato sarebbe quindi quello di limitarsi a garantire la stabilità della moneta.

Tra il 1929 e il 1933 la principale forza destabilizzante dell'economia fu la politica monetaria perseguita dalla Federal Reserve. Quando nel 1931 la Gran Bretagna abbandonò il Gold Standard, per via della diminuzione delle sue riserve auree a seguito della conversione in oro delle sterline detenute da altri paesi europei, furono effettuati diversi attacchi speculativi verso la valuta americana. Il Gold Standard era un sistema monetario, in vigore in quegli anni ma risalente ai primi dell'ottocento, che prevedeva l'utilizzo di valute il cui valore era ancorato ad una determinata quantità d'oro. Un sistema di questo tipo prevedeva quindi, oltre ad un regime di cambi fissi, che la moneta cartacea emessa da un paese fosse sempre convertibile in oro e che non si potesse aumentare la quantità di moneta in circolazione a meno che il paese in questione non aumentasse anche le proprie riserve di oro. In particolare, negli anni della Depressione vigeva un sistema aureo leggermente modificato, in cui i paesi potevano detenere a riserva per le proprie emissioni non solo oro in forma fisica, ma anche valute convertibili in oro (dollaro, sterlina), si parlava quindi di "Gold Exchange Standard".

Con la crisi bancaria che imperversava, la Federal Reserve mise in atto un'ulteriore riduzione dell'offerta di moneta, tramite il rialzo dei tassi di interesse, ma ciò ebbe soltanto l'effetto di aggravare la situazione. Lo scopo era quello di effettuare un'ardua difesa del Gold Standard e della convertibilità del dollaro, e fu proibito persino la detenzione di oro da parte dei privati, che dovettero consegnarlo alla Federal Reserve o alle sue succursali in cambio di dollari, con pene per i contravventori fino alla reclusione.

Dietro la spinta del presidente, alcune banche fondarono il "National Credit Corporation", organismo che si prefiggeva il compito di prestare denaro ad istituzioni finanziarie in difficoltà, benché l'onerosità del compito andava ben oltre le sue reali possibilità. Fu fondato nel 1932 un altro organismo con funzioni simili, il "Reconstruction Finance Corporation", ma anche questo ulteriore

---

<sup>21</sup> Adam Smith, uno dei maggiori esponenti della scuola classica, parla appunto di una "mano invisibile" in grado di mettere in equilibrio i mercati, nella sua opera "Ricchezza delle nazioni".

provvedimento non ebbe molta efficacia nell'alleviare le sofferenze del settore. Fu quindi proprio in campo bancario che si cercò di introdurre il maggior numero di provvedimenti, ma le nuove agenzie generalmente o furono create troppo tardi o adottarono misure troppo marginali.

Nel 1933 spicca per importanza il "Glass-Steagall Act". Questa legge provenne dall'idea che le banche commerciali fossero responsabili dello scaturire della crisi e, imbarcatesi in investimenti molto rischiosi, avessero messo a repentaglio la liquidità dei risparmiatori. Per evitare il futuro verificarsi di eventi del genere il provvedimento sancì un rigido controllo e la netta distinzione tra banche commerciali e banche di investimento: alle istituzioni finanziarie fu dato un anno di tempo per decidere in quale ramo del settore specializzarsi. Fu sancito quindi il divieto per le banche commerciali di ottenere utili da strumenti finanziari che superassero il 10% degli utili totali, malgrado la concessione di sottoscrivere bond statali. Tramite queste regolamentazioni il provvedimento tendeva a evitare in futuro che le banche usassero ancora una volta i depositi dei privati a garanzia dei loro investimenti.<sup>22</sup> Fu inoltre istituita la "Federal Deposit Insurance Corporation", ad ulteriore garanzia dei depositi e con lo scopo di prevenire ulteriori corse agli sportelli.

Ad ogni modo, in campo non monetario una delle prime consistenti manovre fu l'approvazione della legge Hawley-smooth (ufficialmente chiamata "United States Tariffs Act") nel 1930. Malgrado il parere contrario di numerosi economisti, il presidente si era sempre detto a favore di politiche protezioniste e il non aver esercitato il suo diritto di veto contro questo atto, che si rivelò apportare conseguenze più negative che positive, fu poi considerato un fattore aggravante della crisi.

Questo provvedimento alzò dazi di importazione, mediamente del 20%, su migliaia di prodotti, principalmente di tipo agricolo e industriale. I prezzi dei beni esteri aumentarono a tal punto che solo gli americani più abbienti potevano permetterseli, ma l'effetto principale che ebbe la legge fu quello di istigare la reazione delle potenze europee, che reagirono con manovre simili. Chiaramente, nel momento in cui anche l'Europa adottò una politica protezionistica, le esportazioni americane crollarono, facendo aumentare i tassi di disoccupazione e di fallimento, specialmente fra le banche. L'effetto complessivo del decreto fu nefasto: il commercio internazionale diminuì del 65% tra il 1929 e il 1934.<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup> [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

<sup>23</sup> [www.britannica.com](http://www.britannica.com)

Diversamente da molti dei paesi europei, Gli Stati Uniti disponevano di un enorme settore agricolo, che occupava quasi il 25% della forza lavoro totale. La maggioranza della popolazione viveva quindi prevalentemente in aree caratterizzate da fattorie, e le piccole città di cui il panorama americano era costellato dovevano la loro prosperità alla capacità o meno dei cittadini di acquistare beni e servizi.

Tabella 2: Dati sul settore agricolo statunitense dal 1928 al 1940

	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940
Popolazione agricola (milioni)	30.5	30.6	30.5	30.8	31.4	32.4	32.3	32.2	31.7	31.3	31	30.8	30.5
Reddito medio da agricoltura	924	945	651	506	304	379	431	775	639	905	668	685	706
Indice di produzione (1967=100)	N.D.	53	52	56	54	50	43	52	47	58	57	58	60

Fonte: Department of commerce, 1975, Cit. in " Capitalism in Crisis: International Responses to the Great depression", W.R. Garside

Il potere politico di questa categoria emerge quando si nota che in quegli anni ben il 46% era classificato come popolazione rurale, e viveva in villaggi di meno di 2500 abitanti.<sup>24</sup> Lo scontento di questa classe sociale fu probabilmente uno dei maggiori motivi a far sì che nel 1933 il candidato democratico Franklin Delano Roosevelt vincessesse le elezioni a grande maggioranza.

L'agricoltura era gravata dall'accumulo di debiti durante gli anni del boom economico e dal crollo dei prezzi dei suoi prodotti. Le forti difficoltà economiche portarono alla creazione della "Cotton Stabilization Corporation" e della "Grain Stabilization Corporation": queste due agenzie avevano il compito di acquistare le eccedenze del mercato per sostenere i prezzi ad un livello accettabile. Il presidente Hoover aveva aumentato la spesa pubblica considerevolmente ma sperava che le maggiori risorse per finanziare la ripresa potesse arrivare dai governi locali e non da Washington. Tuttavia le entrate delle piccole amministrazioni erano troppe basse vista la situazione economica e i fondi per garantire l'efficienza degli organismi della ripresa si esaurirono ben presto.

<sup>24</sup> Garside, W.R., "Capitalism in Crisis: International Responses to the Great Depression", Pinter Publishers

Il vero problema era la misura in cui il governo era coinvolto nell'economia: nel 1929 solo il 2,5% e il 7,5% del PIL era prodotto dalle spese governative, rispettivamente federali e locali. Malgrado l'aumento della spesa federale di oltre un miliardo di dollari sotto il governo Hoover, uno stimolo del genere non poteva bastare a coprire un crollo negli investimenti di quasi 15 miliardi di dollari.

Il 4 Marzo 1933 sale alla presidenza Franklin Delano Roosevelt. Astenutosi durante la campagna elettorale dal presentare un dettagliato piano per la ripresa, si era tuttavia detto a favore di alcune pianificazioni dell'economia.

La politica scelta dal presidente si rivelò focalizzata sull'economia interna. Roosevelt ignorò i pareri di coloro i quali sostenevano che la precedenza dovesse essere data al problema dei debiti di guerra e alla protezione del Gold Standard. Il "New Deal", così fu chiamato l'insieme di provvedimenti messi in atto dal presidente per risollevare il paese dalla crisi, si rivelò un piano più politico che meramente economico: fu infatti frutto dell'abilità del presidente di conciliare all'interno della sua politica l'interesse di diverse classi sociali e fazioni politiche.

I primi, principali provvedimenti per la ripresa contenuti nel New Deal furono due atti, l'Agricultural Adjustment Act (AAA) e il "National Industrial Recovery Act" (NIRA), entrambi del 1933.

Scopo della prima legge fu quello di far prosperare nuovamente il settore agricolo tramite il risollevarlo dei prezzi a livelli pre-crisi. Per far ciò, furono introdotti controlli delle tariffe e i contadini vennero pagati per ridurre le terre coltivate; il governo si impegnò inoltre a ritirare dal mercato la sovrapproduzione rimanente. All'inizio i prodotti inclusi in questo programma di riduzione della produzione furono il grano, il cotone, il mais e il tabacco, ma la lista fu presto ampliata. Gli indennizzi ai contadini furono inoltre finanziati tramite nuove tasse sui macchinari delle aziende alimentari. Si trattò di un'inversione di tendenza radicale per questo settore, poiché si era sempre ritenuto che l'unico compito che spettasse alle fattorie fosse quello di massimizzare la produzione il più possibile. Ad ogni modo, gli effetti della legge furono limitati dai contadini stessi, i quali per aumentare le proprie entrate beneficiarono dei sussidi governativi ma aumentarono anche la produttività dei terreni coltivati, vanificando gli sforzi per evitare la sovrapproduzione.

Il "National Industrial Recovery Act" era invece diviso in due parti. La prima fu caratterizzata dalla fondazione di un ente governativo, il "National Recovery Administration" (NRA), che aveva tra i vari compiti quello di regolare i prezzi dei principali rami del settore industriale. Furono inoltre introdotti diverse centinaia di codici che contenevano regolamentazioni sul lavoro salariato, come le

paghe minime e la durata massima della giornata lavorativa, e fu assicurato il diritto dei lavori a negoziare collettivamente. La seconda parte era invece costituita dal "Public Works Administration" (PWA). Quest'ente si incaricò della riduzione della disoccupazione tramite la costruzione di un'imponente quantità di edifici pubblici: strade, dighe, ponti, aeroporti sono solo alcuni esempi. Negli anni in cui operò si spesero oltre 4 miliardi di dollari nell'edilizia, permettendo oltre alla creazione del 70% di nuovi edifici scolastici e del 35% di nuovi ospedali, anche la messa a punto di alcune abitazioni a basso costo.<sup>25</sup>

Dato che comunque il mercato interno continuava a far fatica ad assorbire la produzione americana, in una situazione in cui quasi tutti i paesi europei avevano adottato politiche protezionistiche e il commercio internazionale era ai minimi storici, con orrore dei conservatori nel 1934 anche gli Stati Uniti svalutarono il dollaro. L'obiettivo di ridare competitività alle merci americane fu ottenuto ma ebbe breve durata: a catena tutti i paesi europei, con l'eccezione della Germania, seguirono l'esempio angloamericano e iniziarono a svalutare le proprie valute, per cui si ebbe un ritorno a quella che più o meno era la situazione iniziale.

Sempre nel 1933 fu istituito un ulteriore ente, il "Tennessee Valley Authority" responsabile dello sviluppo di un'area comprendente sette stati, lungo il fiume Tennessee e i suoi affluenti. Si trattava di una regione in gran parte sottosviluppata e periodicamente sottoposta a inondazioni e secche che disturbavano la navigazione, per cui l'ente governativo si incaricò della costruzione di dighe e della fornitura di energia elettrica a basso costo; oltretutto furono intensificati sia l'agricoltura sia l'allevamento e si favorì una generalizzata industrializzazione della regione.

Le politiche del presidente Roosevelt sposavano per la prima volta le teorie dell'economista Keynes, le quali verranno pubblicate ufficialmente solo nel 1936 nella sua opera "Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta". Diversamente dalla scuola classica, Keynes non aveva fiducia nella capacità del mercato di autoregolarsi e sosteneva che solo un massiccio intervento dello Stato fosse in grado di risollevare un'economia in crisi; laddove inoltre la domanda di beni e servizi da parte dei cittadini, motore di un'economia sana, non si fosse rivelata sufficiente o fosse addirittura in declino, lo Stato avrebbe dovuto sostituirvi la domanda pubblica di beni e servizi, anche a costo di provocare un disavanzo pubblico (deficit spending), in modo da rilanciare i consumi, gli investimenti e l'occupazione.

---

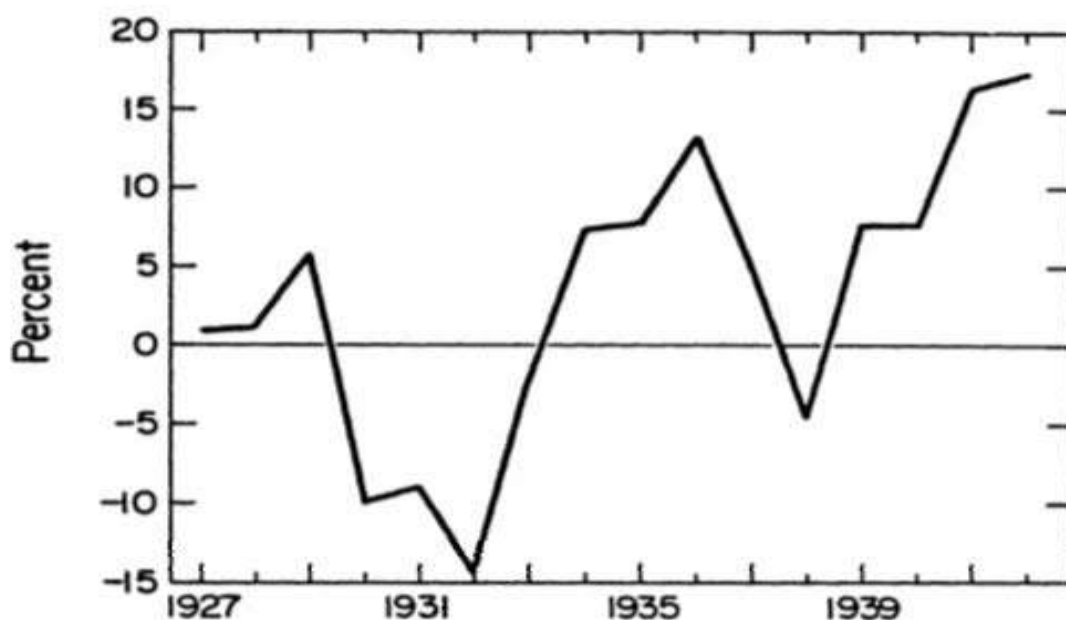
<sup>25</sup> [www.britannica.com](http://www.britannica.com)



Ad ogni modo, la "Reconstruction Finance Corporation", fondata già nel 1932 con il compito di fornire aiuti finanziari a governi locali, banche, aziende ferroviarie e ad altri tipi di imprese, iniziò a far aumentare il prezzo dell'oro tramite cospicui acquisti del metallo. Il presidente era stato persuaso che questo aumento avrebbe prodotto un generale aumento dei prezzi in tutta l'economia. Grazie a questa e ad altre manovre l'offerta di moneta aumentò del 48% durante gli anni '30<sup>26</sup>.

A tal proposito, alcuni studiosi ritengono che in assenza di questo stimolo esterno, sotto forme di aumento dell'offerta monetaria, la Depressione si sarebbe rivelata ancora più grave e duratura.

Grafico 1.4: Variazioni percentuali del PIL reale americano, (1927-1942)



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts. Cit. in "What ended the Great Depression", Christina D. Romer

Il tasso di espansione dell'offerta di moneta, a partire dal 1933, crebbe intorno a valori medi del 10% fino al 1937, aumentando ancora di più fino ai primi anni '40. Oltre a non avere precedenti nella storia americana, a testimone del fatto della sua cruciale importanza, questa rapida crescita monetaria coincise con la ripresa dell'economia.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Garside, W.R., "Capitalism in Crisis: International Responses to the Great Depression", Pinter Publishers

<sup>27</sup> Romer, Christina D., Journal of economic History, Vol. 52, NO. 4, Cambridge University Press

Una delle maggiori cause dell'aumento di offerta monetaria fu un enorme afflusso di oro che, proveniente dall'Europa, si riversò negli Stati Uniti a partire dal 1933. Questo accumulo, che raddoppiò le riserve della Federal Reserve tra la fine del 1933 e la metà del 1934, e che le accrebbe approssimativamente del 15% annuo fino al 1941 ebbe numerose cause. In primis, gli Stati Uniti avevano una bilancia commerciale positiva, in quanto le esportazioni superavano le importazioni. In secondo luogo, il sistema bancario americano, stabilizzato da una serie di provvedimenti, era tornato ad ispirare fiducia nei risparmiatori, e molti europei preferirono depositare il loro oro in banche americane, considerate relativamente più sicure. Ultimo motivo, ma forse il più importante, erano le tensioni politiche e la crescente minaccia di una nuova guerra europea e tutto ciò che essa significava, come imposizioni, confische, aspre tassazioni. Perciò, ingenti quantità di fondi furono trasferiti con trepidazione in America da quei paesi europei timorosi di trovarsi coinvolti in un nuovo conflitto.<sup>28</sup>

Molto meno determinante fu invece la politica fiscale.

tabella 3: Situazione finanziaria del governo federale statunitense, dati in miliardi di dollari

	ENTRATE	USCITE	SURPLUS/DEFICIT
1929	3.8	2.9	0.9
1933	2.1	4.7	-2.6
1934	3.1	6.5	-3.4
1935	3.8	6.3	-2.5
1936	4.2	7.6	-3.4
1937	5.6	8.4	-2.8
1938	7	7.2	-0.2
1939	6.6	9.4	-2.8
1940	6.9	9.6	-2.7

Fonte: "Dept of commerce", 1975, Cit. in " Capitalism in Crisis: International Responses to the Great depression", W.R. Garside

Ricordando che il New Deal, malgrado l'introduzione di numerose iniziative, rappresentò sostanzialmente un fallimento nell'assicurare la piena occupazione, dal grafico emerge infatti come il

<sup>28</sup> Bloomfield, Arthur I., "Capital Imports and the American Balance of Payments"

governo fallì nell'implementare una consistente spesa pubblica. Malgrado infatti gli esborsi effettivamente aumentarono lungo tutto il corso del decennio, aumentarono anche le entrate da tassazione, tanto da raggiungere quasi il pareggio di bilancio nel 1938. Per paura che il deficit aumentasse troppo o di fenomeni inflazionistici spropositati come quelli avvenuti in Germania nel dopoguerra, nemmeno il presidente valutò di stimolare l'economia tramite l'abbattimento fiscale. Al contrario, le politiche da lui messe in piedi necessitavano di cospicui flussi di denaro per funzionare efficientemente. Inoltre, anche se lo scopo del sistema tributario dovrebbe essere quello di ridistribuire il reddito in maniera più eguale, le tasse imposte furono spesso di natura regressiva, per cui appesantirono maggiormente la classe lavoratrice rispetto ai più abbienti. Si può affermare quindi che la tassazione fu usata più con fini politici che come mezzo mirato per aiutare la ripartenza dell'economia.

In conclusione, si può affermare che le politiche di Roosevelt ebbero un effetto di gran lunga superiore a quelle del suo predecessore Hoover. Ciò nonostante, la presidenza di Hoover fu travolta senza preavviso dalla più grande crisi che il mondo capitalista avesse mai visto, per cui non ci sono elementi che testimoniano il fatto che invertiti i ruoli, Roosevelt sarebbe stato in grado di fare di meglio. Ciò che è certo è che il New Deal ebbe effetti complessivamente positivi, tanto che alcuni degli enti istituiti tramite quelle riforme sono in funzione ancora oggi. Certamente, su alcuni fronti si sarebbe potuto operare in maniera più incisiva, e sarebbe sbagliato definire il New deal come un programma meramente Keynesiano, ma con il senno di poi si è sempre rivelato molto semplice giudicare gli avvenimenti passati.

## CAPITOLO 2

### LE CRISI ENERGETICHE DEGLI ANNI '70

#### 2.1 CONTESTO INTERNAZIONALE

Completamente di diversa natura furono invece le cause che trascinarono il mondo occidentale in un periodo di difficoltà economica nel decennio che va dai primi anni '70 ai primi anni '80. D'altro canto, gli equilibri e le dinamiche mondiali erano molto diverse da quelle presenti sul finire degli anni '20.

Gli storici, per convenzione, tendono spesso a far coincidere l'inizio di un evento importante con una data ben precisa. Nel caso in analisi, si è soliti annoverare come origine della crisi degli anni '70 quei giorni in cui, nell'ottobre del 1973, i paesi arabi appartenenti all'OPEC diedero inizio ad un embargo petrolifero verso gli Stati Uniti e i Paesi Bassi come rappresaglia per aver appoggiato militarmente Israele durante la guerra del Kippur. Tuttavia, similmente alla maggioranza dei periodi storici, i quali si articolano in una serie di fenomeni con relazione di tipo causa-effetto, è del tutto semplicistico considerare questo evento come unico fattore scatenante e o aggravante della crisi economica di quel periodo.

Innanzitutto, occorre ricordare che all'inizio degli anni settanta era ormai giunta al tramonto quella che viene definita la "Golden Age", un periodo che dal 1950 ai primi anni '70 aveva significato per il mondo industrializzato una ripresa economica post-bellica quasi miracolosa.

Terminata la seconda guerra mondiale, si presentavano per le potenze vittoriose problemi analoghi a quelli verificatisi dopo il primo conflitto mondiale. In primis, vi era l'urgenza della ricostruzione quasi totale dell'economia europea, poiché ne era uscita in condizioni molto più gravose rispetto alla precedente guerra. A tale scopo, gli Stati Uniti diedero il via nel 1947 all'attuazione del "European Recovery Program", meglio conosciuto come Piano Marshall. Viste le precedenti, nefaste esperienze, come già menzionato si scartò l'idea di imporre il pagamento delle riparazioni di guerra alla Germania, poiché vista la situazione in cui gravava il paese e le nazioni da essa aggredite, non era lucidamente concepibile che sarebbe stata in grado di risarcire danni di tali proporzioni. Nell'Aprile del 1948, il presidente americano Truman trasformò in legge il piano Marshall, che si proponeva di

fornire ai paesi europei aiuti economici, in denaro e in natura, e per la maggior parte gratuitamente. A tale scopo furono stanziati ben 13 miliardi di dollari, che il governo americano utilizzò per acquistare beni sul suo mercato interno per spedirli successivamente in Europa. Furono così riportati ai livelli prebellici la maggioranza dei settori economici, specialmente le produzioni agricole e industriali grazie all'importazione di nuovi fertilizzanti, materie prime e macchinari. In realtà, gli Stati Uniti elargirono un tal somma anche per timore che, in Europa, la povertà e la disoccupazione avessero portato ad una rapida ascesa dei partiti comunisti. Invece di pretendere il pagamento di tutte le forniture belliche erogate durante il conflitto, essi compresero ben presto l'importanza strategica che l'Europa occidentale avrebbe avuto nei decenni a venire durante il corso della Guerra Fredda, per cui si imposero l'obiettivo di risollevarla economicamente per farne poi un potente partner commerciale e politico. La fine della seconda guerra mondiale vedeva appunto contrapporsi sullo scacchiere globale essenzialmente solo due grandi potenze, con le rispettive sfere di influenza: gli Stati Uniti e l'Unione Sovietica. Non fu un caso infatti che i paesi sotto il controllo dell'URSS non accettarono gli aiuti messi a disposizione dal piano Marshall. In ogni caso, l'iniziativa americana si rivelò molto fruttuosa: i paesi che avevano ricevuto assistenza economica aumentarono il loro PIL dal 15% al 25% in soli quattro anni.<sup>29</sup>

Sempre a riguardo dello sviluppo dell'economia nel periodo post-bellico, già nel 1944 si erano riuniti i rappresentanti di 44 paesi per prendere accordi sul sistema monetario internazionale, in quelli che passarono alla storia come gli accordi di Bretton Woods. In essi si stabilì un ritorno al Gold Exchange standard che era stato interrotto durante la Grande Depressione. Questa volta però, solo una valuta sarebbe stata direttamente convertibile in oro, il dollaro, il cui cambio fu stabilizzato a 35 l'oncia. Tutti gli altri paesi dovettero dichiarare il tasso di cambio della propria valuta con l'oro, con l'obbligo di mantenerne le oscillazioni entro un massimo dell'1%, in positivo o in negativo. A garanzia delle proprie emissioni, gli stati aderenti a questo rinnovato Gold Standard potevano detenere, come logico, sia riserve di oro che riserve di dollari. Sono da ricondurre a questi accordi anche l'istituzione di due enti, ovvero il Fondo monetario internazionale e la Banca Internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (Banca Mondiale). Il primo ente fu creato per fornire supporto finanziario ai paesi che si trovassero in difficoltà nel mantenimento dei tassi di cambio, che appunto richiedeva tempestivi acquisti o vendite di valute, a volte molto ingenti. La Banca Mondiale nacque invece con il compito di fornire finanziamenti destinati alle riparazioni di guerra, ma vista la sovrapposizione di mansioni con il Piano Marshall, gran parte dei prestiti furono devoluti ai paesi con economie in via di sviluppo.

---

<sup>29</sup> [www.britannica.com](http://www.britannica.com)

Grazie a queste politiche, i paesi usciti dalla guerra videro una crescita economica che non aveva precedenti nella storia. In poco più di venti anni, i paesi che erano usciti più martoriati dalla guerra, Italia, Germania e Giappone, riuscirono ad accrescere il loro PIL a tassi che sfioravano il 10% annuo<sup>30</sup>. Il PIL mondiale crebbe complessivamente di circa il 3% all'anno, in particolare grazie alla diffusione delle tecnologie sviluppate durante il conflitto, al più elevato grado di istruzione delle persone e dalla disponibilità di materie prime e energia a basso costo. Sul finire degli anni '60 questo processo di ricostruzione poteva dirsi concluso, e le economie europee si erano più o meno stabilizzate su livelli simili, con gli Stati Uniti che si affermarono invece come prima economia mondiale.

Nel ventennio che va dal 1950 al 1970, si assistette probabilmente alla crescita economica più rapida che il mondo moderno abbia mai sperimentato. I beni e i servizi che in precedenza erano riservati ad una elite aristocratica entrarono ora a far parte delle aspettative e della quotidianità della gente comune. La classe media della nuova generazione viveva come solo i ricchi della generazione precedente aveva vissuto. La servitù fu rimpiazzata da macchinari di ogni sorta e settori come il turismo o l'elettronica conobbero uno sviluppo esponenziale. Più che in ogni altra epoca infatti, questa crescita degli anni d'oro fu affiancata da una prepotente rivoluzione tecnologica, che portò all'introduzione nel mercato di nuovi prodotti e nuovi materiali, come il nylon e il polistirolo. Numerosi vantaggi furono ottenuti anche dalla classe operaia, che grazie alla forza dei sindacati riuscì ad ottenere aumenti di paghe proporzionalmente superiori agli aumenti dei profitti registrati delle aziende.

Una delle ragioni che influenzò positivamente la Golden Age fu senz'altro il basso costo dell'energia: il costo del petrolio importato dai paesi arabi infatti si mantenne sotto i due dollari al barile per tutto il ventennio. Questo fattore, unito alla continua scoperta di nuovi giacimenti sul suolo americano, fece sì che il consumo dell'oro nero triplicò dal 1950 al 1973.<sup>31</sup>

Tuttavia, proprio quando sembrava che questa enorme fase espansiva dei mercati non dovesse più subire arresti, la Golden Age cedette il passo ad un altro periodo di recessione. All'inizio degli anni '70 la crescita economica del mondo occidentale rallentò in maniera considerevole, quasi ovunque aumentò l'inflazione e la disoccupazione, e sia la produzione sia il commercio diventarono stagnanti. D'altronde, quell'espansione mai vista prima era stata trainata da una crescente inflazione e da un enorme aumento dell'offerta monetaria, fattori che ovviamente, non potevano continuare ad essere

---

<sup>30</sup> [www.urbrick.com](http://www.urbrick.com)

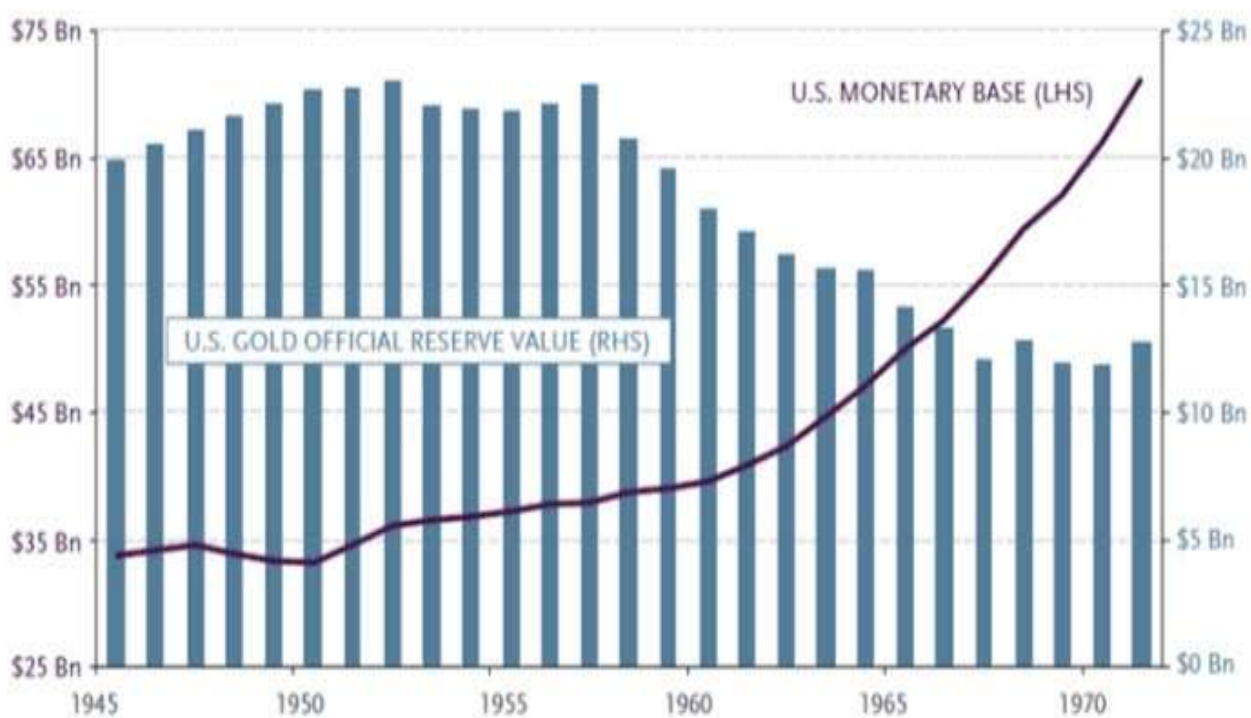
<sup>31</sup> Hobsbawm, Eric J., "Il secolo breve", Bur Rizzoli

utilizzati all'infinito. I beni di consumo durevoli che avevano caratterizzato gli Stati Uniti negli anni '20 avevano ormai saturato anche il mercato europeo, di conseguenza le imprese si ritrovarono a dover soddisfare solo la "domanda di sostituzione", ovvero a produrre beni destinati esclusivamente a rimpiazzare quelli vecchi o rotti, non essendoci ulteriori mercati su cui espandersi. Dopo decenni di acquisti di massa, si ripresentarono sul mercato le caratteristiche di una crisi di sovrapproduzione, e le imprese dovettero fronteggiare una concorrenza molto agguerrita e meno redditizia di quella caratterizzante i mercati in espansione, poiché furono costrette a spartirsi la domanda residua con guerre commerciali e il ribasso dei prezzi. D'altro canto, dopo aver acquistato automobili e tutti gli elettrodomestici di cui avevano bisogno, ulteriori e consistenti spese da parte delle famiglie medie erano difficili da indurre, per cui l'offerta di prodotti si limitò a rendere i vecchi beni più desiderabili, rendendoli più grandi e vari o aggiungendo optional.

A segnare il punto di rottura con il ventennio precedente è senza dubbio il crollo, nell'agosto 1971, del sistema monetario internazionale istituito a Bretton Woods. Il panorama mondiale si era molto modificato in quegli anni e la politica estera degli Stati Uniti aveva reso insostenibile il mantenimento del Gold Standard. A quel periodo risalgono infatti una serie di eventi per i quali il governo dovette aumentare la spesa pubblica in modo considerevole. La sola guerra del Vietnam, per esempio, fu un conflitto che protrattosi dal 1955 al 1975 costò all'America ben 165 miliardi di dollari. In aggiunta, la presenza militare statunitense sparsa per il mondo, le politiche di ricostruzione e di aiuto gratuito all'Europa e i costi dell'introduzione del Welfare State influirono pesantemente sul bilancio americano. Per finanziare le proprie spese, il governo degli Stati Uniti aveva fatto mettere in circolazione quantità spropositate di dollari, senza però aumentare le riserve di oro a sua disposizione, che avrebbero dovuto fungere da garanzia per quelle emissioni. Per di più, la moneta americana, in seguito agli accordi di Bretton Woods, rappresentava il mezzo di pagamento per moltissime transazioni internazionali, ed era di fatto l'unica valuta accettata per l'acquisto di importanti materie prime come il petrolio. Molti paesi inoltre detenevano a garanzia per le proprie emissioni, come stabilito nel Gold Standard, proprio cospicue riserve di dollari, con la facoltà di convertirle a piacimento in oro presso la Federal Reserve. Per questi motivi, gli Stati Uniti si trovarono all'inizio degli anni '70 in una situazione in cui la percentuale di banconote garantite dalle loro riserve auree era di gran lunga inferiore a quella presente negli anni '50, senza contare il fatto che una buona parte dei dollari messi in circolazione era rimasti fuori dai confini nazionali. Il sistema aureo andò definitivamente in crisi quando alcuni paesi stranieri, in particolare la Francia, iniziarono a richiedere la conversione in oro delle proprie riserve di dollari. La quantità di oro detenuto dalla Federal Reserve diminuì a tal punto che nel 1971 il Presidente Nixon dovette intervenire con una

serie di provvedimenti per frenare l'inflazione e la speculazione che si era accanita contro il dollaro da parte di coloro che ne prevedevano una forte svalutazione. Fu dichiarata di conseguenza l'inconvertibilità del dollaro: dal sistema aureo si passò quindi al corso forzoso, dove le valute furono lasciate fluttuare liberamente sul mercato e il loro valore fatto decidere dalla legge della domanda e dell'offerta, come qualsiasi altro bene. Il sistema aureo varato a Bretton Woods non fu ufficialmente abolito, ma di fatto venne meno uno dei suoi punti cardine. Il dollaro fu svalutato ulteriormente, ma il suo utilizzo come valuta internazionale restò pressoché invariato, grazie alla fiducia nella stabilità dell'economia americana. Fu proprio questa svalutazione inoltre, ad aggravare le crisi energetiche che si presenteranno poi negli anni '70. I paesi occidentali infatti, oltre a fronteggiare un'offerta di petrolio inferiore, dovettero fare i conti con un enorme rialzo dei prezzi, che fu reso ancora più esoso dalla perdita del potere d'acquisto del dollaro.

Grafico 2.1: Squilibrio tra riserve auree e moneta cartacea



Fonte: [www.imf.org](http://www.imf.org)

Non a caso le economie dei paesi industrializzati erano diventate fortemente dipendenti dal petrolio. Se negli anni '20 esso provvedeva a circa un quinto della produzione energetica americana, alla fine



della seconda guerra mondiale questa porzione era diventata già un terzo. In un processo irreversibile il petrolio sostituì il carbone come carburante e come mezzo di riscaldamento nelle abitazioni, e sul finire degli anni '60 questa miscela di idrocarburi oltre ad essere utilizzata per una moltitudine di prodotti chimici e plastici, rappresentava di gran lunga la fonte di energia più utilizzata per la produzione industriale, per quella agricola e per il settore dei trasporti. Fino all'inizio degli anni '70, malgrado si fosse coscienti della relativa scarsità di questa risorsa, in quanto non rinnovabile, il suo approvvigionamento non si era mai rivelato un problema e il suo basso costo aveva fatto da propulsore per la crescita delle economie occidentali.

Se tra il 1945 e il 1955 gli Stati Uniti erano energicamente indipendenti, per la fine del decennio essi dovettero iniziare ad importare petrolio, in particolare dal Venezuela e dal Canada. Sul finire degli anni '70 invece, l'estrazione di petrolio nel Medio Oriente era così economica che le maggiori compagnie petrolifere riuscivano ad ottenere profitti considerevoli nonostante le tariffe di importazione americane. Questi prezzi così bassi ebbero l'effetto di danneggiare il settore estrattivo americano, in particolare in Texas, e di aumentare criticamente la dipendenza dell'occidente dai giacimenti del medio oriente. Lo stesso presidente Eisenhower introdusse un sistema di limitazioni alle importazioni di petrolio, poi rimosso dal presidente Nixon nel 1973, ma era conscio del fatto che i bassi prezzi del medio oriente rendevano difficile il perseguimento dell'indipendenza energetica.

Nel 1960, alcuni dei maggiori paesi esportatori di petrolio che da soli detenevano i due terzi di tutte le riserve mondiali di greggio, fondarono, sotto iniziativa del Venezuela, l'OPEC, (Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio) al fine di contrastare l'enorme potere e influenza acquisita dalle maggiori compagnie petrolifere, principalmente americane. Queste grandi aziende infatti controllavano quasi tutto il petrolio mediorientale, dall'estrazione alla raffinazione. Gli stati aderenti all'Opec avevano come scopo quello di costituire un cartello che potesse salvaguardare i propri interessi: essi, una volta nazionalizzate le principali industrie petrolifere e sottrattone il controllo alle imprese angloamericane, si spartirono le quote di produzione così da essere in grado in qualsiasi momento di decidere e monitorare il prezzo del petrolio e la quantità offerta sul mercato. Grazie a queste iniziative gli Stati membri riuscirono ad ottenere profitti ben maggiori che in precedenza, anche se gran parte dell'efficienza di questa organizzazione va attribuita all'Arabia Saudita.

La flessibilità dimostrata da questa nazione ha fatto sì che essa adattasse la sua quota di produzione agli altri paesi anche quando essi non rispettassero gli accordi presi riguardo le quantità da estrarre. Il suo ruolo si rivelò determinante nella decisione del prezzo del petrolio, anche in virtù del fatto che la produzione di alcuni paesi membri dell'OPEC era già ai massimi livelli, ed era quindi l'unico stato a

poterla aumentare a piacimento, o per accumulare scorte o per, dove necessario, far diminuire il prezzo.

## **2.2 LA CRISI**

Il primo shock petrolifero avvenne nell'Ottobre del 1973. La guerra dello Yom Kippur, che aveva visto contrapporsi per 19 giorni la coalizione di Egitto e Siria contro il nuovo stato di Israele, e che si era di fatto risolta solo grazie all'intervento degli Stati Uniti e dell'Unione sovietica che imposero un "cessate il fuoco" alle fazioni belligeranti, si inserisce in un contesto storico molto delicato. Lo stato di Israele era stato infatti proclamato ufficialmente solo nel 1947 dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite, ma sin dalla sua creazione si erano verificate numerose problematiche. Innanzitutto, quella decisione aveva di fatto lasciato scontente tutti i diretti interessati, in particolare gli Israeliani che avevano richiesto un territorio molto più vasto, e gli arabi, che invece si opposero del tutto alla creazione di uno stato ebraico. Successivamente, la massiccia immigrazione ebraica in quella zona rese difficile la convivenza pacifica con gli arabi palestinesi, e le tensioni crescenti sfociarono poco dopo nella guerra arabo-israeliana del 1948, anche a causa del ritiro delle truppe inglesi dalla zona. Subito dopo il disimpegno britannico, contingenti di diversi paesi arabi tra cui Egitto, Siria, Libano e Iraq penetrarono in Palestina, ma agli inizi del 1949 la vittoria di Israele si rivelò totale, e lo stato ebraico, a seguito di armistizi separati con ognuno dei paesi avversari, fu in grado di tracciare nuovi confini, molto più estesi di quelli in precedenza assegnategli dalle Nazioni Unite. Di lì in poi le tensioni non risolte esplosero in altri due conflitti, la crisi di Suez nel 1956 e la guerra dei sei giorni nel 1967, entrambi vinti da Israele.

Benché dal punto di vista territoriale e militare il quarto conflitto arabo-israeliano, ovvero la guerra del Kippur, si fosse concluso con il respingimento delle truppe di Egitto e Siria, e non avesse apportato alcuna modifica allo scenario palestinese, dal punto di vista politico e propagandistico rappresentò un notevole passo in avanti per gli Arabi, poiché per la prima volta dimostrarono a se stessi e al mondo che erano in grado di contrastare Israele, il quale, forte dell'appoggio statunitense, fino a quel momento aveva sempre respinto le offensive arabe senza difficoltà.

Ciò che in particolare infastidì gli Arabi, fu un ingente apporto di armi e vettovaglie inviato tramite via aerea ad Israele da parte degli americani il 12 ottobre 1973. Questo perché gli Stati Uniti non avevano mai cessato di essere un importante partner commerciale dei paesi esportatori di petrolio, di conseguenza questo comportamento ambiguo scatenò l'immediata reazione dell'OPEC, i quali membri il giorno successivo già tagliarono la loro produzione del 5%.

Nei giorni successivi, i paesi dell'OPEC risposero con estrema durezza all'intervento statunitense, e con intento punitivo verso tutti quei paesi che avevano appoggiato Israele, ridussero drasticamente la produzione di petrolio. Si rifiutarono quindi di esportare del tutto negli Stati Uniti e in Olanda, mentre ridussero in percentuali diverse le vendite agli altri paesi europei. Quella del 1973 non era la prima volta che i paesi arabi produttori di petrolio attuavano un embargo petrolifero. Già nel 1967, in risposta alla guerra dei sei giorni, le esportazioni verso i paesi occidentali erano state volutamente ridotte, ma in quegli anni gli Stati Uniti potevano soddisfare autonomamente una porzione più ampia della loro domanda, e l'embargo ebbe effetti pressoché nulli. Nel 1973 viceversa, la loro dipendenza dalle importazioni era cresciuta a dismisura e il taglio dell'offerta dal medio oriente assunse le caratteristiche di un vero e proprio shock. In pochi mesi il prezzo si moltiplicò, passando da 3 a 12 dollari al barile. Di conseguenza, il rincaro sui prezzi dei carburanti ebbe l'effetto di diminuire la quantità di denaro dei consumatori a disposizione per altri acquisti, con il crollo dei quali diminuì la domanda aggregata di beni, che mise in difficoltà le aziende, già provate dall'aumento del costo della bolletta energetica. A loro volta esse diminuirono gli investimenti per via delle incerte condizioni del mercato futuro e non assunsero nuova manodopera.

Grafico 2.2: Prezzi del petrolio nominali e reali, dal 1950 al 2018

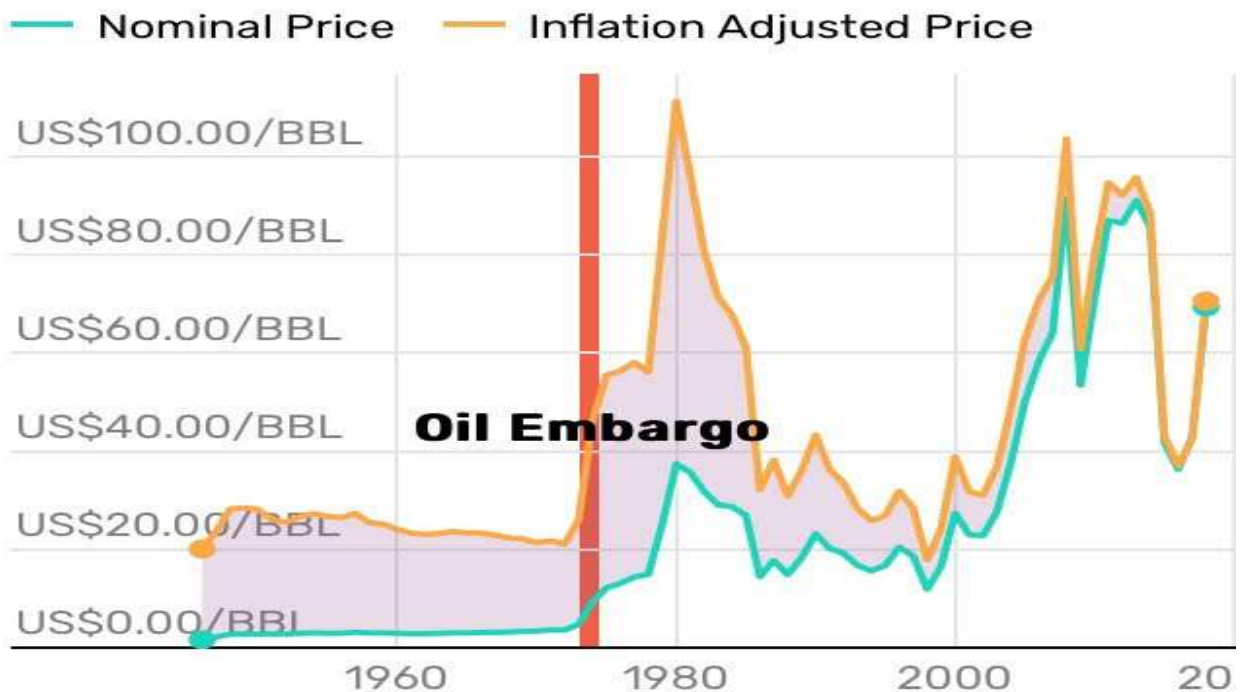
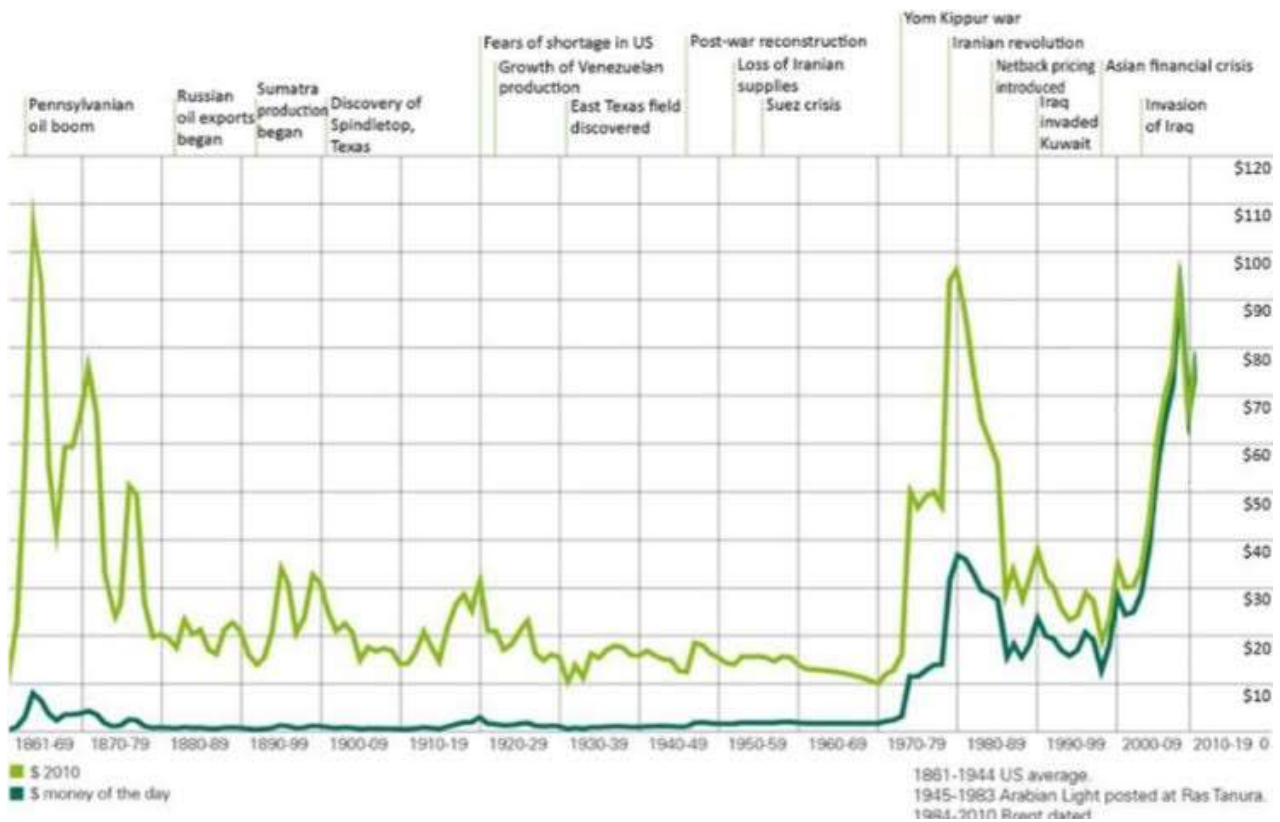


Grafico 2.3: Prezzi del greggio dal 1861 al 2010, dati in dollari al barile



Durante l'embargo trovare approvvigionamenti di petrolio alternativi non fu facile, poiché al di là di spingere al massimo la produzione interna, alle compagnie petrolifere occorrevano molti anni per individuare e rendere sfruttabili nuovi giacimenti.

L'improvvisa comprensione della dipendenza energetica degli Stati Uniti rese proprio l'energia la priorità dell'agenda politica di quegli anni. Il presidente Nixon e i suoi successori, Ford e Carter, attuarono una serie di politiche, benché non sempre coerenti, per lo sviluppo dell'energia solare, dei combustibili sintetici e dello shale oil<sup>32</sup>. Nixon propose di attenuare temporaneamente le norme anti-inquinamento per permettere un maggiore uso del carbone, mentre allo stesso tempo si cercò di promuovere la produzione petrolifera interna. Se ne creò inoltre una riserva strategica di milioni di barili, in caso il mercato avesse dovuto affrontare ulteriori carenze in futuro. E' curioso però notare che tutte queste politiche non ebbero un effetto rilevante sul consumo medio di petrolio a favore di

<sup>32</sup> Shale Oil: petrolio non convenzionale ottenuto tramite processi di pirolisi, idrogenazione o dissoluzione termica da frammenti di scisto bituminoso

altri tipi di energia.<sup>33</sup> Per far fronte alla minore disponibilità della risorsa, furono istituiti controlli sui prezzi e razionamenti sui carburanti: si proibì in alcuni paesi europei la circolazione aerea nelle domeniche, e in quasi tutti nello stesso giorno la circolazione dei veicoli non commerciali. Fu chiesto o imposto più o meno ovunque di limitare l'utilizzo dei riscaldamenti, o usufruendone in una sola stanza o limitandone la temperatura massima. In America, oltre ad adottare il regime di ora legale per tutto il periodo dal 1974 al 1975, le autorità locali chiesero ai distributori di cessare la vendita dei carburati il sabato notte e la domenica, mentre nello stesso momento si impose come limite massimo di velocità le 55 miglia orarie e si vietarono in alcuni casi anche l'uso delle illuminazioni e delle insegne commerciali<sup>34</sup>. Come risultato si vennero a creare code ai distributori durante i giorni settimanali, e i provvedimenti in linea generale non ottennero l'effetto desiderato, poiché la gente comprava più carburante del necessario per paura di dover far fronte a future mancanze. Numerosi cambiamenti subì anche l'industria automobilistica, la quale vide una forte diminuzione della richiesta per i veicoli a grossa cilindrata, fino a quel momento molto diffusi specialmente sul suolo americano, a fronte della diffusione di macchine più compatte e leggere. Non mancarono chiaramente anche le conseguenze sul mercato azionario, che subì una fortissima perdita su tutti i mercati, in particolare quello inglese e americano. In realtà, gli effetti della recessione possono essere ricondotti in buona parte agli effetti psicologici che essa ebbe sulle persone: la riduzione della domanda di beni dei consumatori e la loro propensione a ritardare gli acquisti furono infatti conseguenze molto più di una "percezione" della crisi, più che di vere ristrettezze economiche. Malgrado l'embargo fu ritirato infatti già nel marzo del 1974, i prezzi rimasero elevati e l'economia continuò a risultare stagnante per tutto il decennio.

Ad ogni modo, se da una parte l'aumento esponenziale del prezzo del petrolio gonfiò i prezzi della maggioranza dei beni di consumo (si pensi per esempio ai costi di trasporto), e mise in difficoltà i paesi importatori, dall'altra fece sì che i paesi esportatori accumulassero una elevatissima quantità di dollari, grazie ai ricavi della sua vendita. Questo anche in virtù delle caratteristiche del mercato petrolifero: dopo la fine del Gold Standard il petrolio era quotato in dollari americani e qualsiasi paese che volesse acquistare la materia prima doveva, al fine di completare la transazione, cambiare la sua moneta in dollari al fine di perfezionare l'acquisto. Questi proventi, poi denominati "petrodollari", fruttarono ai paesi arabi membri dell'OPEC surplus enormi, spesso dell'ordine di decine di miliardi di dollari aggiuntivi all'anno. Benché, soprattutto agli inizi, questo denaro non fu

---

<sup>33</sup> Sabin, Paul, *The Journal of American History*, Vol. 99, NO. 1, "Crisis and Continuity in U:S: Politics, 1965-1980", Oxford University Press

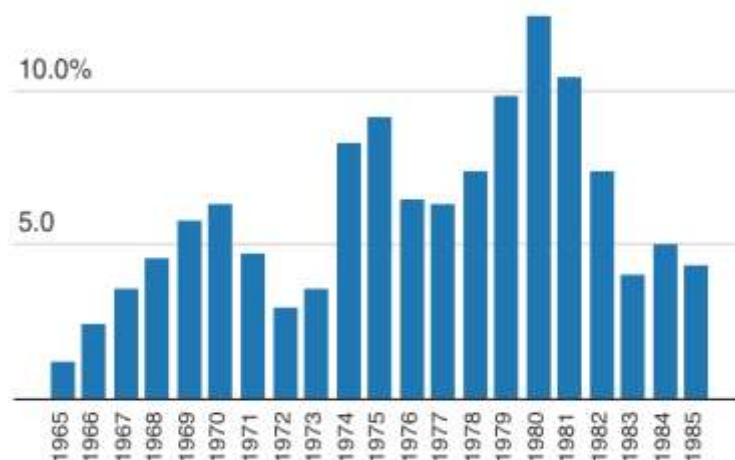
<sup>34</sup> [www.history.com](http://www.history.com)

usato per scopi particolarmente oculati, la porzione che non veniva spesa o investita all'interno dei confini nazionali trovava impiego all'estero nelle forme più disparate. Queste somme furono utilizzate infatti in modi molto diversi tra loro; non di rado furono dissipate per acquisire mezzi bellici o per alimentare lo sfarzo degli sceicchi, ma una buona parte venne trasferito in banche estere, specialmente americane. Questi avvenimenti diedero vita a dei flussi di moneta che partendo dalla spesa energetica statunitense passava per i paesi arabi sotto forma di entrate ottenute dalla vendita di petrolio per poi ritornare ancora una volta sul suolo americano tramite depositi e investimenti finanziari, specialmente bond governativi (*treasury bills*).<sup>35</sup>

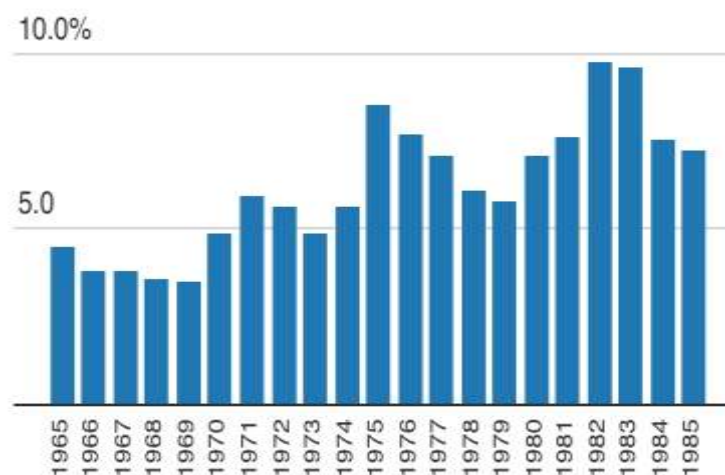
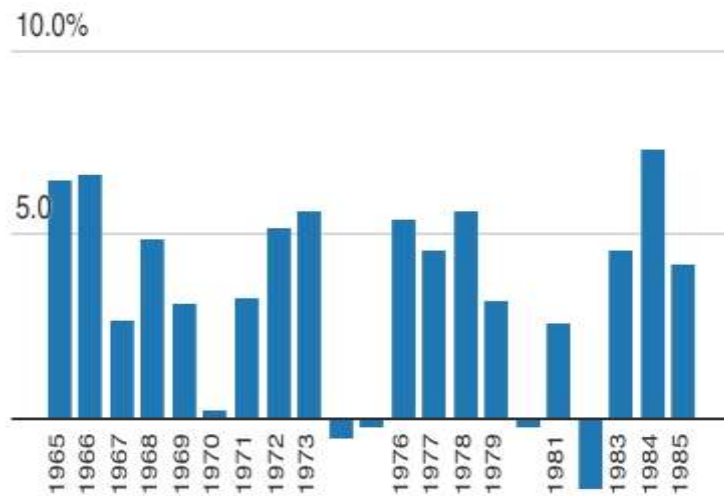
Dato che le condizioni in cui gravava l'economia occidentale rendeva difficile per i governi e le banche d'affari trovare investimenti redditizi per questo enorme flusso di denaro in entrata, molto ne fu impiegato per finanziare paesi in via di sviluppo, specialmente in America Latina.

la crisi del 1973-74 rappresentò per i paesi occidentali il primo momento di difficoltà economica dalla fine della seconda guerra mondiale, e gli shock dell'offerta petrolifera contribuirono a creare una situazione economica mai verificatasi in precedenza. Si vennero infatti a creare nello stesso momento un'alta inflazione, un alto tasso di disoccupazione, e una crescita economica molto bassa o pressoché nulla.

Grafici 2.4-2.5-2.6.: Dati sull'inflazione, Pil e disoccupazione negli Stati Uniti Dal 1965 al 1985



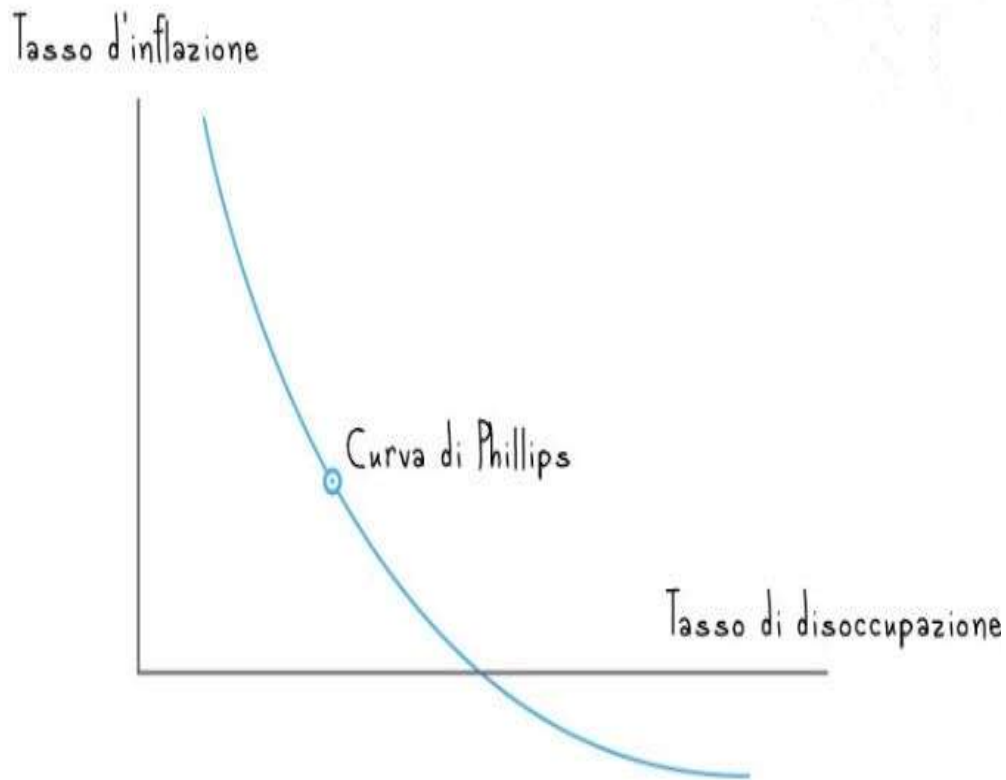
<sup>35</sup> Spiro, David E., "The Hidden Hand of American Hegemony: Petrodollar Recycling and International Markets", Cornell University Press



Fonte: [www.investopedia.it](http://www.investopedia.it)

Il problema fu di non facile identificazione, poiché si trovava in conflitto con le teorie keynesiane che avevano acquisito grande prestigio dopo la Grande Depressione. Secondo quei modelli macroeconomici infatti, e in particolare secondo la relazione descritta dalla curva di Phillips, l'inflazione e la disoccupazione si sarebbero dovute escludere a vicenda, ossia nel momento in cui l'inflazione è elevata si dovrebbe presentare nell'economica una bassa disoccupazione; al contrario un'alta disoccupazione dovrebbe sempre essere accompagnata da una bassa inflazione.

Grafico 2.7: Andamento di una curva di Phillips



Questa relazione inversa trovava fino a quel momento le sue dimostrazioni empiriche nei risultati delle politiche economiche volte a contenere l'uno o l'altro fenomeno.

Se infatti, come più o meno successe negli anni '30, il governo provasse ad espandere la domanda aggregata tramite una massiccia emissione monetaria o un aumento della spesa pubblica, ciò spronerebbe l'aumento dei consumi, per cui le aziende, per soddisfare le crescenti richieste del mercato, avrebbero bisogno di assumere più lavoratori. La disoccupazione calerebbe, ma la maggiore disponibilità di denaro provocherebbe un generalizzato aumento dei prezzi, e quindi dell'inflazione.

Se viceversa, politiche restrittive con alti tassi di interesse facessero diminuire l'offerta di moneta, l'inflazione diminuirebbe, ma la contrazione della domanda di beni e servizi provocherebbe problemi sul mercato del lavoro, facendo aumentare il tasso di disoccupazione.<sup>36</sup>

<sup>36</sup> Mankiw, N. Gregory e Mark P. Taylor, " Macroeconomia", Zanichelli



Nel momento quindi in cui nel sistema economico americano si vennero a trovare nello stesso momento elevati tassi di inflazione e disoccupazione, la crisi assunse delle caratteristiche mai viste prima.

Tra le cause più importanti di questo fenomeno gli economisti sono concordi sul ruolo che ebbe l'enorme aumento del prezzo del petrolio. Avendo il mercato subito un forte shock dell'offerta, il prezzo del petrolio trainò con sé i prezzi della maggioranza dei beni, e rallentò la crescita economica a causa delle vendite inferiori delle imprese, che dovettero licenziare manodopera.

Un altro motivo fu l'approccio espansionistico del governo statunitense, che immise sul mercato una grande quantità di dollari nella speranza di rilanciare l'economia. Queste politiche furono intraprese ritenendo che non avrebbero avuto forti ripercussioni sull'inflazione, in quanto, secondo Keynes, un'alta disoccupazione è sempre associata ad una bassa inflazione. Tuttavia, quando l'inflazione aumentò senza che si riuscisse a modificare il tasso di occupazione, divenne evidente come la relazione descritta nella curva di Phillips non rimanga necessariamente costante, ma sia soggetta a traslazioni, e le teorie keynesiane persero progressivamente prestigio.

Nel 1979 emerse chiaramente ancora una volta la fragilità del sistema economico occidentale, e un'altra crisi si verificò sotto forma di un secondo shock petrolifero. A causa della rivoluzione iraniana, che vide il sorgere di una repubblica islamica sciita ai danni del regime repressivo della monarchia dello scià Mohammad Reza Pahlavi, venne a mancare sul mercato la produzione di questo paese.

Malgrado l'output mondiale dell'estrazione di petrolio diminuì di solo poco più del 4%, l'instabile situazione politica Iraniana provocò in Europa e negli stati Uniti situazioni molto simili a quelle verificatesi durante il primo shock petrolifero, ovvero città illuminate solo parzialmente, politiche di risparmio energetico e lunghe code dei guidatori ai distributori di benzina. A causa della possibilità di una penuria del prezioso carburante, benché lo shock non fosse di grosse dimensioni causò panico tra i consumatori, e in un anno il prezzo del petrolio raddoppiò fino a raggiungere quasi 40 dollari al barile. Benché si cercò di mantenere ancora controlli sulla quantità di produzione statunitense, i limiti sui prezzi istituiti da Nixon furono aboliti e gli sforzi verso lo sviluppo delle energie alternative (gas naturale, nucleare) intensificati. Lo Shock ebbe negli Stati Uniti effetti contrapposti a seconda delle zone colpite: penalizzò infatti gli stati che consumavano petrolio mentre favorì un grosso sviluppo e un afflusso di manodopera negli stati che lo producevano, tra i quali il Texas e la Louisiana.

Nel decennio successivo il prezzo del petrolio seguì un andamento discendente e l'influenza esercitata sul mercato energetico dall'Opec perse progressivamente di importanza, anche a causa del massiccio sfruttamento dei giacimenti rinvenuti in Alaska e nel mare del Nord. La Russia divenne il maggior esportatore e la domanda mondiale nel complesso calò, insieme anche alla percentuale di output prodotta dai paesi arabi in confronto al resto della produzione mondiale. Malgrado le economie occidentali, in particolare gli Stati Uniti, tornarono a beneficiare del basso costo dell'energia, i prezzi decrescenti minarono l'unità e la collaborazione tra i paesi membri dell'OPEC e danneggiarono inoltre le economie di altri paesi esportatori, come il Messico, la Libia e il Venezuela, che erano fortemente legate ai ricavi ottenuti con la vendita del petrolio, perciò particolarmente sensibili alle sue oscillazioni di prezzo.

Una permanente conseguenza di questo periodo fu l'inizio dell'irreversibile processo di terziarizzazione dell'economia, ovvero di una netta prevalenza dei lavoratori occupati nel settore dei servizi, a dispetto dell'agricoltura o dell'industria. Inoltre, per via delle più difficili condizioni del mercato, le aziende dovettero escogitare nuovi modi per rimanere profittevoli, o, nei casi più estremi, per non fallire, e risale sempre a quest'epoca lo sviluppo della delocalizzazione aziendale, processo secondo il quale le imprese, per via dei costi crescenti, decidono di spostare segmenti della loro filiera produttiva in paesi dove questi costi sono sensibilmente inferiori, in particolare i paesi in via di sviluppo. Per la maggior parte delle grandi imprese, mantenere manodopera qualificata nei paesi industrializzati si rivelava a volte un inutile lusso se gli stessi operai in un paese in via di sviluppo erano disposti ad accettare paghe anche dieci volte inferiori.

### **2.3 POLITICHE DI RISOLUZIONE**

Le difficoltà economiche degli anni '70 fecero salire al potere alla fine del decennio famosi esempi di governi conservatori, tra i quali il presidente degli Stati Uniti Ronald Reagan e il primo ministro britannico Margaret Thatcher.

La forte presenza dello Stato nell'economia che aveva caratterizzato il panorama occidentale fin dagli anni '30, e che aveva conosciuto il suo massimo sviluppo nell'età dell'oro, si era rivelata del tutto inefficace a contrastare le difficoltà degli anni '70, e veniva additata da alcuni persino come causa stessa del problema. Le politiche che vennero attuate in quel periodo furono, almeno teoricamente, opposte a quelle che erano state utilizzate per contrastare la Grande Depressione. Se per rilanciare

l'economia negli anni '30 infatti si diede più o meno ascolto a teorie economiche che prevedevano la messa in atto di azioni a sostegno della domanda (anche dette politiche di tipo keynesiano, o *demand-side*), all'inizio degli anni '80 avevano acquisito maggiore prestigio i pareri di economisti che suggerivano di promuovere l'economia partendo dall'offerta (politiche di tipo neo-liberista, o *supply-side*).

Quello tra keynesiani e neo-liberisti non fu semplicemente uno scontro tra politiche economiche, bensì un profondo conflitto di ideologie, che celava al suo interno un diverso modo di concepire la società.

Come già detto precedentemente, i sostenitori delle teorie di Keynes ritenevano che paghe elevate, aiuti dal governo e piena occupazione erano l'unico modo per sostenere la domanda di beni che avrebbe poi risollevato l'economia, anche a costo di un forte indebitamento da parte del governo, ritenuto benefico e necessario in tempi di crisi. I neo-liberisti erano invece dell'idea che la presenza dello Stato faceva da intralcio e da fardello all'economia, per cui si rivelava necessario promuovere una forte deregolamentazione dei mercati e un ampio alleggerimento fiscale. Erano, in breve, sostenitori di quella tanto citata "mano invisibile" teorizzata da Adam Smith, ossia la capacità di autoregolazione del mercato, ritenuta l'unica vera maniera di agire, o di non agire, per ottenere un sistema economico prospero.

Entrambi questi approcci all'economia erano in realtà una chiave di lettura della società, e davano vesti economiche a teorie basate su concezioni più ideologiche che pragmatiche. La vera divergenza era infatti tra chi concepiva l'idea di Stato come una comunità di individui pronta ad aiutarsi a vicenda e disponibile ad un'equa distribuzione della ricchezza, e chi invece si ergeva a difensore dell'assoluta libertà individuale, promuovendo quindi l'assenza dello stato sociale. I sostenitori di queste ultime ipotesi erano disposti a mantenerle anche se messi a confronto con eminenti esempi di come l'economia programmata e la presenza dello Stato diano origine a maggiore creazione di ricchezza (Svezia, Cina comunista).<sup>37</sup>

Ad ogni modo, la situazione che si presentava al presidente Reagan era di difficile risoluzione, in quanto presentava sia un'elevata disoccupazione che un'elevata inflazione. Sin dalla sua campagna elettorale egli stesso si era sempre sostenuto un fiero sostenitore dell'economia del libero mercato, e i suoi provvedimenti iniziali volsero in quella direzione. Attuò tramite una serie di leggi una graduale deregolamentazione dei mercati e promosse, almeno in un primo momento, una forte riduzione delle

---

<sup>37</sup> Hobsbawn, Eric J., "Il secolo breve", Bur Rizzoli

tasse. L'idea alla base della diminuzione del carico fiscale era quella che dotando gli individui e le aziende di maggior denaro, si sarebbero create le condizioni per attirare maggiori investimenti, e il maggiore volume d'affari prodotto da un'economia in espansione avrebbe alla fine coperto le iniziali perdite fiscali. Questa manovra fu criticata di favorire i più ricchi, in quanto accentuava quella netta distinzione di reddito tra i più poveri e più abbienti che già si era creata durante la Golden Age, ma l'idea sottostante quei provvedimenti fu che la ricchezza, malgrado una fase preliminare di distribuzione ineguale, si sarebbe poi propagata dalle fasce ricche a quelle più povere.

Tuttavia il semplice proposito della riduzione della presenza dello Stato e la convinzione che esso fosse dannoso per la prosperità economica non fu sufficiente a concepire una politica risolutiva soddisfacente. Diminuire l'intervento statale non fu semplice per nessun governo di quell'epoca, poiché i cittadini si erano ormai abituati agli aiuti del welfare state, e non vi avrebbero facilmente rinunciato. In secondo luogo, la precedenza fu data alla stabilità della moneta, per cui si attuò una riduzione dell'offerta monetaria con rialzo dei tassi di interesse, e non fu possibile risolvere efficacemente il problema della disoccupazione, che rimase alta per tutto il periodo. E' curioso inoltre notare che gli Stati Uniti del presidente Reagan, nominalmente il più grande paese che sostenesse le teorie neo-liberiste, adottò in realtà delle condotte non lontane dalla scuola keynesiana, poiché, oltre ad aumentare nuovamente le tasse a partire dal 1982, ricorse in quegli anni ad un forte indebitamento interno ed estero, accumulando un deficit statale enorme, soprattutto a causa di un massiccio programma di armamenti. Anche in Gran Bretagna, sotto la guida di Margaret Thatcher, furono attuate misure simili, con la differenza che a causa del perseguimento di politiche filo-monetariste, l'industria manifatturiera ne risentì particolarmente e la disoccupazione quadruplicò in quattro anni, oltre al fatto che la tassazione diventò superiore persino rispetto a quella vigente sotto il partito laburista<sup>38</sup>.

Queste contraddizioni nelle politiche economiche e politiche furono dovute senz'altro alle peculiarità intrinseche di quei decenni, in cui l'occidente capitalista fu chiamato ad affrontare degli eventi che mai prima di allora si erano verificati, per di più senza possedere una sufficiente consapevolezza o conoscenza dei problemi che affliggevano il suo sistema. Il decennio degli anni settanta fu un susseguirsi di crisi particolari, poiché all'interno di ognuna di esse vi si possono identificare tre crisi di diversa natura. Si può parlare certamente di crisi petrolifera, in quanto fu nello specifico questo settore a fronteggiare le maggiori ristrettezze e difficoltà. Si trattò anche di una crisi economica in

---

<sup>38</sup> Hobsbawn, Eric J., "Il secolo breve", Bur Rizzoli

senso proprio, seppur molto diversa da quella del '29, in quanto dinamiche come il sottoconsumo o salari troppo bassi non si verificarono in quest'epoca. Si può convenire inoltre che questo periodo fu caratterizzato persino da delicate crisi militari, poiché l'area geografica da cui scaturì la scintilla che mise a nudo le difficoltà economiche occidentali era ed è tutt'ora oggi al centro di equilibri precari.

## CAPITOLO 3

### LA GRANDE RECESSIONE

#### 3.1 ANTEFATTI

La principale caratteristica che contraddistingue la crisi recente da tutte le crisi del '900 è il contesto economico in cui essa si inserisce. Il primo decennio degli anni 2000 si colloca infatti all'apice di quel processo di globalizzazione che conobbe il suo sviluppo più rapido a partire dagli anni '80. Le imprese multinazionali, spesso di enormi dimensioni, dominavano e dominano ancora oggi lo scenario economico mondiale, connettendo varie nazioni tra loro, e contribuendo ad aumentare gli sbocchi per nuovi prodotti e investimenti. Se è vero che di questo processo hanno beneficiato innanzitutto e soprattutto le nazioni più avanzate, talvolta tramite uno sfruttamento di quelle meno progredite, è anche vero che il PIL mondiale conobbe un forte aumento in questi decenni, con un generalizzato miglioramento delle condizioni di vita. Oltre all'economia reale, fatta da produzioni industriali, traffici e commerci, ciò che subì una ancor più imponente espansione fu l'economia finanziaria. Con la globalizzazione che includeva al suo interno l'accessibilità dei mercati finanziari a tutto il mondo e in tempo reale, fu possibile trovare nuovi impieghi per quella liquidità in eccesso che caratterizzava molti tra i paesi più avanzati.

Nel 1999 il presidente americano Bill Clinton abrogò, con un nuovo atto (il Gramm-Leach-Bliley Act), il Glass-Steagall Act, che emanato nel 1933 tra le varie misure in risposta alla Grande Depressione, aveva imposto fino a quel momento la divisione tra banche commerciali e banche di investimento. Venuto meno quel divieto si vennero quindi a creare gruppi bancari di notevolissime dimensioni, che operavano indistintamente nei settori commerciali, di intermediazione e assicurativi. Grazie alle nuove sembianze di queste istituzioni, che assunsero ancora una volta le caratteristiche di "banche universali", e ad una progressiva deregolamentazione dei mercati, fu relativamente semplice per le banche moltiplicare i profitti tramite nuovi prodotti finanziari, in virtù del fatto che normalmente il settore delle banche commerciali è sottoposto a normative molto più stringenti di quello dell'"*investment banking*".

I mercati finanziari su cui operavano questi nuovi grandi intermediari erano inoltre molto diversi da quelli di alcuni decenni prima. I titoli che all'interno di essi venivano commercializzati infatti,

non erano più in prevalenza azioni e obbligazioni emesse da aziende che operavano in attività produttive, connesse cioè, all'economia reale; ci fu invece un'enorme diffusione di "derivati", ovvero titoli che prendevano il loro valore in base all'andamento di altri titoli, sia azioni che obbligazioni. Questi nuovi strumenti, creati e gestiti nelle forme più disparate, si prestavano a notevoli manipolazioni da parte delle banche, e accentuarono ancora una volta i caratteri speculativi da sempre insiti nell'economia finanziaria. Nei primi anni 2000, questo settore dell'economia superava quello reale di 13,5 volte. Se il PIL mondiale ammontava infatti a circa 63 miliardi di dollari, quello finanziario ne inglobava al suo interno ben 850.<sup>39</sup>

Questo grande divario tra i due settori fu promosso dalla crescente domanda di impieghi redditizi per le giacenze di liquidità, e spesso accadeva che questi strumenti finanziari si rivelassero, almeno in un primo momento, più redditizi dei normali impieghi delle aziende, fattore che senza dubbio sottrasse flussi di denaro all'economia reale. Ci si diresse verso l'idea che il denaro doveva produrre denaro semplicemente per sua natura, e non più perché connesso e investito in attività produttive, che apportassero un contributo tangibile all'economia.

La storia dell'ultimo ventennio è stata segnata da una profonda crisi che ha avuto origine nel 2007 negli Stati Uniti per poi diffondersi, proprio a causa della globalizzazione dei mercati finanziari, in tutto il mondo. Come è ormai di pubblico dominio, la "grande crisi" non nacque come crisi economica, bensì vide la sua origine in una forte speculazione sul mercato immobiliare. Il crollo di tale mercato, unitamente a una finanza internazionale che si era espansa grazie all'utilizzo di un grado di leva finanziaria sconsiderato, causò una grave recessione dell'intero sistema economico dei paesi più avanzati. L'emblema del fallimento di questo sistema viene in genere fatto coincidere con la dichiarazione di bancarotta da parte della Lehman Brothers, una delle maggiori banche di investimento americane, nel 15 settembre 2008.

Dall'inizio degli anni 2000 il governo americano promosse iniziative per promuovere l'acquisto della prima casa, considerato diritto di ogni cittadino americano. In queste politiche giocarono un ruolo attivo numerose istituzioni, come banche, società di assicurazioni e grandi aziende, poiché fu promosso lo sviluppo dei mercati *over the counter* e di nuove soluzioni finanziarie. Tramite gli incentivi del governo, la quantità di mutui conferiti crebbe a dismisura. Analizzando più nel dettaglio è possibile affermare che la bolla immobiliare fu favorita in modo incisivo anche dalla politica monetaria espansiva messa in atto dalla FED in seguito alla crisi informatica del 2001. Dal maggio del 2000 al dicembre del 2001 la FED ridusse i tassi per undici volte, dal 6,5%

---

<sup>39</sup> De Simone, Ennio, "Storia economica, dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica", FrancoAngeli

all'1,75% fino a raggiungere l'1% nel giugno del 2003. I tassi rimasero molto bassi fino al 2004. Tale fenomeno comportò una riduzione dei tassi sul credito concesso dalle banche e, di conseguenza, anche una riduzione dei tassi sui mutui. Tutto ciò favorì la possibilità di prendere a prestito denaro ad un costo molto ridotto, con un conseguenziale aumento delle richieste dei mutui, della domanda di immobili e dei loro relativi prezzi.

Tramite la legge federale denominata "*Community Investment Act*" (CRA), le banche vennero ulteriormente incoraggiate dal governo a concedere prestiti a individui con reddito medio-basso. Questi contratti erano ovviamente garantiti da ipoteche sugli immobili, per cui le banche, in caso di insolvenza dei debitori (all'epoca considerato un evento rarissimo), sarebbero comunque rientrate in possesso del capitale prestato tramite la vendita delle abitazioni. E' importante ricordare comunque che i prestiti concessi grazie al CRA presentarono percentuali di default prossime al 100%, e per alcuni sono stati considerati similmente a spese elettorali.<sup>40</sup>

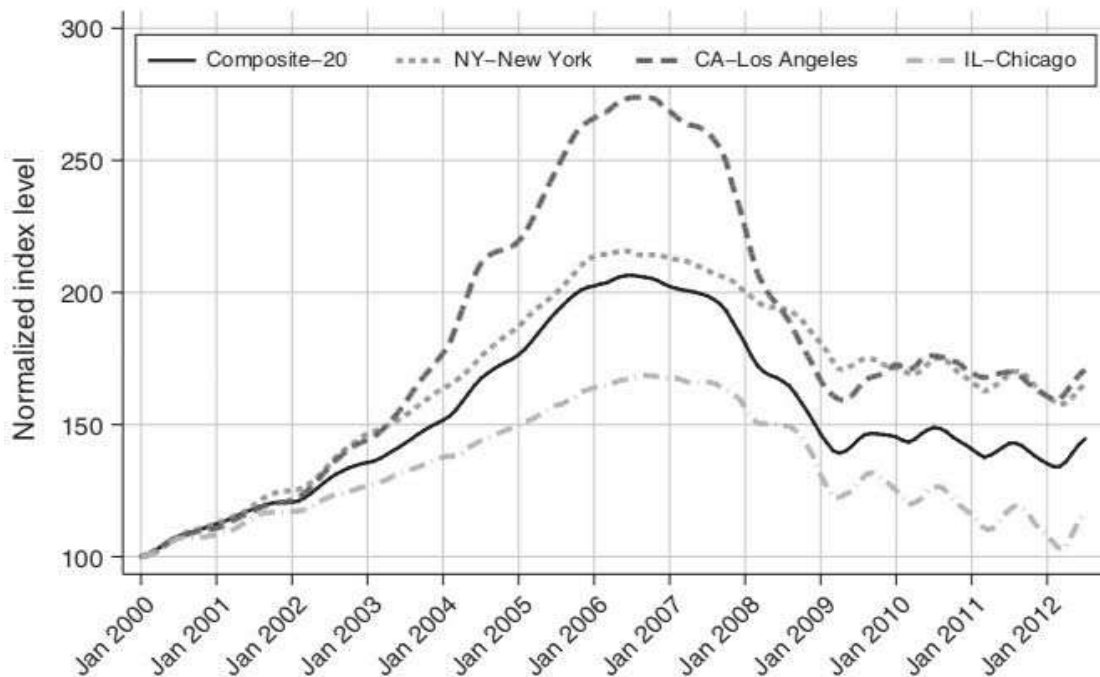
La facilità con cui era possibile reperire il credito fece aumentare a sua volta la domanda delle case, e a partire dal 2000 fino a metà del 2006 il prezzo delle abitazioni americane aumentò a dismisura, pari ad una media di circa il 15% annuo; ciò comportò in questo mercato lo sviluppo di una bolla speculativa. In tale situazione le banche furono incentivate a concedere credito, in virtù del fatto che, in caso di mancato adempimento da parte del cliente, avrebbero potuto pignorare le abitazioni e rivenderle a prezzi più elevati rispetto al valore del mutuo stesso.

Grafico 3.1: Confronto degli indici dei prezzi delle abitazioni USA dal 2000 al 2012

---

<sup>40</sup> Whalen, R. Christopher, "The Subprime Crisis-Cause, Effect and Consequences", Heinonline





Fonte: "Wall Street and the Housing Bubble", Cheng, Raina; Xiong

In un secondo momento, La concessione dei mutui sub-prime fu incentivata tuttavia anche, e forse soprattutto, dal processo di “cartolarizzazione”, messo in atto dagli istituti creditizi. Con questo termine si fa riferimento ad una tecnica messa in atto appositamente per mobilitare dei prodotti finanziari, altrimenti non facilmente trasferibili, e renderli appetibili ad una vasta gamma di investitori. Se solitamente infatti l'attività bancaria prevede la concessione di finanziamenti a dei clienti, dietro l'impegno di questi ultimi a rimborsare il capitale ottenuto più gli interessi, la banca, in questo processo, fornendo i fondi, supporta tutto il rischio di credito. Tramite la cartolarizzazione invece, la banca autorizza la creazione di nuovi titoli, il valore dei quali è stabilito in base agli andamenti dei prezzi di altre attività finanziarie, precedentemente emesse (nella fattispecie, dei prestiti). L'istituto di credito, quindi viene, in questo secondo tipo di processo, coinvolto solo nella fase in cui il prestito viene erogato (motivo per il quale assume la denominazione di "*originator*"), e sono gli investitori esterni, invece, a fornire i capitali necessari, poiché acquistano totalmente il credito posseduto dalla banca e il suo diritto a riscuotere gli interessi dai debitori, sopportando però anche tutto il rischio di credito. In questa maniera la fonte di profitto della banca non è più costituita dagli interessi attivi, bensì dalle commissioni di intermediazione.

Tramite la cartolarizzazione le banche riuscirono a trasferire il rischio di default di un insieme di mutui ad altri soggetti. Inoltre, questo metodo permetteva di rientrare immediatamente del capitale prestato, che veniva puntualmente reinvestito in operazioni simili. dato che il rischio di credito non verteva più in capo alle banche, il mercato finanziario fu invaso da un'enorme quantità di liquidità: non vi era più bisogno per le istituzioni finanziarie di verificare accuratamente le capacità di solvenza dei prenditori dei fondi, poiché i margini ottenuti dall'intermediazione divennero in breve tempo molto più profittevoli della semplice detenzione dei mutui. Ciò favorì l'esplosione di un credito facile, e deteriorò sempre più la qualità dei prodotti finanziari assegnati come collaterale ai titoli cartolarizzati. Grazie anche alla vigente deregolamentazione, i nuovi prodotti eludevano facilmente le norme dei mercati, e per massimizzare i guadagni le banche ebbero la possibilità di accrescere enormemente il rapporto tra attività e capitale proprio, che se è vero che da una parte produsse profitti senza precedenti, dall'altra espose gli intermediari a rischi altissimi.<sup>41</sup>

Un ulteriore effetto della cartolarizzazione fu quello di permettere a molti investitori istituzionali, che da statuto avrebbero potuto acquistare solo titoli con rischi minimi (ad esempio, i fondi pensione), di entrare in possesso di strumenti finanziari composti da vari sottostanti rischiosi in quanto il prodotto finale era valutato complessivamente sicuro.

Per ampliare al massimo la quantità e la varietà di investimenti offerti, e specie per poter fornire il giusto grado di rischio a qualunque compratore, furono create varie tipologie di strumenti di finanza strutturata. Secondo la classificazione di Criado-Van Rixtel questi strumenti possono distinguersi in “*cash instruments*”, i quali consentivano la rimozione dal bilancio del creditore delle attività cartolarizzate, e “*synthetic instruments*” ossia derivati creditizi che consentono il trasferimento del solo rischio di credito, senza l'eliminazione degli strumenti dal bilancio del creditore.

Tra i *cash instruments*, quelli che conobbero la diffusione maggiore furono gli ABS (*asset-backed securities*), i quali possono essere suddivisi<sup>42</sup> in base alla scadenza, ovvero in ABS a breve termine, che presentano come sottostante crediti di varia natura (ABCP o *asset-backed commercial paper*), e ABS a medio-lungo termine, di cui l'esempio più comune è rappresentato dagli MBS (*mortgage-backed securities*). Questi ultimi si dividono a loro volta, in base al sottostante, in RMBS (*residential-mortgage backed securities*), che presentano a garanzia mutui

---

<sup>41</sup> [www.consob.com](http://www.consob.com)

<sup>42</sup> Sottostante:attività finanziaria o bene al quale è legato uno strumento derivato

per l'edilizia residenziale, e CMBS (*commercial mortgage-backed securities*) che hanno come garanzia prestiti per l'edilizia commerciale. Tra i *cash instrument* rientrano anche i CDO (Collateralized Debt Obligations); questi strumenti non avevano come sottostante delle attività ma erano garantiti da un portafoglio di titoli di debito, in genere gli ABS stessi. Se l'attività sottostante era costituita da prestiti, si denominavano CLO (*collateralized loan obligation*), mentre prendevano il nome di CBO (*collateralized bond obligation*), se lo strumento collegato fosse un titolo.

Tra i synthetic instrument, diventarono particolarmente comuni i CDS (*credit default swaps*), le Credit Linked Notes (CLN) e le CDO sintetiche.

Per capire nel dettaglio perché la diffusione di questi titoli ebbe un ruolo chiave nello sviluppo della crisi, possiamo soffermarci sull'analisi del processo di creazione di alcuni di essi. Ad esempio, nel caso di un *mortgage-backed security*, la banca ne iniziava la creazione con un raggruppamento di prestiti con caratteristiche finanziarie tali da ottenere un'adeguata diversificazione del rischio (*pooling*). Il portafoglio di questi prestiti veniva poi ceduto ad una società veicolo (*Special Purpose Vehicle*), che li acquistava con fondi acquisiti tramite l'emissione di titoli come contropartita, definiti appunto MBS, ceduti ad investitori esterni. Questi titoli venivano divisi in diverse classi di rischio attraverso il "*tranching*"; questo metodo prevedeva la creazione di diverse fasce (*tranches*) di titoli, i quali potevano ottenere, in base al rischio stimato, un rating massimo (AAA) qualora la loro affidabilità fosse ritenuta altissima, un rating medio se fosse coinvolta una certa probabilità di default (in genere BBB), o un rating che contraddistingueva i titoli speculativi. Solitamente questi ultimi venivano sottoscritti dalla banca originatrice, fornendo quindi un'ulteriore garanzia agli investitori. Negli anni antecedenti la crisi, divenne comune per un MBS contenere *tranches* di titoli con diverso rischio e scadenza, oltre al fatto che fu fatto sempre più ampio uso di crediti altamente rischiosi. Durante i primi anni 2000 inoltre, furono messe in atto tecniche di "*credit enhancement*", in modo tale da rendere più appetibili i titoli sul mercato, come la garanzia di società assicurative specializzate (negli USA denominate "*monolines*") e l'"*overcollateralization*", che consisteva nel sovradimensionare il valore del sottostante rispetto al valore nominale del titolo stesso.

Relativamente al processo di creazione delle *collateralized debt obligations* va evidenziato l'enorme ruolo che ebbero nell'aumentare la leva finanziaria delle banche di investimento, in quanto il sottostante che veniva posto a garanzia di questi titoli, era spesso a sua volta costituito da altri derivati. Era possibile creare CDO partendo da *tranches* di ABS o da altre CDO e degna

di nota fu la possibilità per le banche di ottenere, per questi CDO, rating AAA, anche se i titoli sottostanti non presentavano la medesima qualità. Si venne presto a scoprire che sotto l'apparente copertura della diversificazione, i sottostanti di questi titoli erano in buona parte formati da pacchetti molto rischiosi, il cui valore scese a zero a causa dell'insolvenza di coloro che in primis avevano contratto i debiti. Le banche offrirono tali strumenti in grandi quantità in modo tale da incrementare il più possibile i propri margini di intermediazione, fiduciosi del fatto che la probabilità del fallimento dei sottostanti ABS fosse remota. Allo scoppiare della crisi, la maggior parte degli istituti finanziari si rivelò terribilmente esposta, poiché il valore della maggior parte di questi titoli detenuti in bilancio scese a valori prossimi allo zero.

E' doveroso citare come ultimo esempio, a causa della responsabilità che ebbero nel provocare la definitiva esplosione della crisi, i *credit default swaps*. Questi derivati spostavano il rischio del fallimento di titoli detenuti da coloro che li avevano acquisiti agli emittenti venditori degli swaps. Nel momento in cui le grandi istituzioni finanziarie iniziarono a sospettare dell'eccessiva rischiosità dei derivati da essi sottoscritti e detenuti, la compravendita dei credit default swaps divenne una delle transazioni più comuni a Wall Street, e capitò spesso che le banche acquisissero swaps sugli stessi derivati da loro emessi.

Gli strumenti derivati creati con operazioni di cartolarizzazione erano complessi, poco standardizzati e spesso scambiati sui mercati *over the counter*, soggetti a controlli molto poco stringenti. Per via delle difficoltà di stima del vero valore di tali titoli, in tutto questo processo si rivelò determinante il ruolo delle agenzie di rating, le quali influenzarono ampiamente i comportamenti degli investitori non declassando in tempo vari strumenti finanziari che si rivelarono poi del tutto privi di valore. I ratings, infatti, esprimevano risultati dedotti da modelli basati su ipotesi troppo ottimistiche. Fu palese, inoltre, che le agenzie, per via di conflitti di interessi, avevano assegnato rating troppo generosi, poiché svolsero nello stesso momento il doppio ruolo di consulenti per gli emittenti di titoli di finanza strutturata e valutatori degli stessi titoli. Un altro problema era relativo al fatto che le agenzie principali, che erano sostanzialmente due (Moody's e S&P), furono soggette, per non cedere porzioni di mercato alla concorrenza, a subire l'elevato potere contrattuale delle grandi banche di investimento, le quali fecero pressioni per ottenere rating decisamente migliori di quelli che i loro prodotti meritavano.<sup>43 44</sup>

---

<sup>43</sup> Filosa, Renato, Giuseppe Marotta, "Stabilità finanziaria e crisi: il ruolo dei mercati, delle istituzioni e delle regole", il Mulino

Con il senno di poi, visti i rischi connessi alle enormi quantità di attività finanziarie messe in circolazione a partire dai mutui ipotecari, e il danno per l'economia che ne derivò quando la crisi esplose al massimo della sua gravità (si parla di 8 trilioni di dollari volatilizzati), può risultare difficile credere che gli agenti di Wall Street non avessero adottato misure a tutela dei propri interessi o quantomeno previsto i possibili esiti di quell'andamento.

In caso essi fossero stati a conoscenza delle conseguenze, e avessero comunque agito incurantemente, si solleverebbe un grosso problema di tipo etico che darebbe ragione di esistere a molte delle critiche rivolte alle banche di investimento durante gli anni della crisi. Se, al contrario, gli impiegati di Wall Street non avessero previsto i danni che stavano causando con la loro condotta poco avveduta, malgrado possedendo migliori informazioni della maggior parte degli agenti esterni, avrebbero ragione di esistere dubbi sulla qualità del loro modo di processare dati rilevanti e costruire aspettative.

Ad ogni modo, un'analisi condotta sugli impiegati di medio livello del settore della cartolarizzazione dei mutui rivelerebbe una aggressiva tendenza di questi agenti ad aumentare le proprie esposizioni nel mercato immobiliare. Poiché il possesso di un'abitazione a prescindere dal reddito dell'individuo fa esporre ad un rischio di variazione del prezzo dell'immobile non indifferente, quest'aver assunto rischi così alti anche personalmente potrebbe scagionare la loro mala fede, mentre al contrario porrebbe l'enfasi sul nefasto ruolo che ebbero aspettative esagerate e un eccessivo ottimismo.<sup>45</sup>

### **3.2 EVOLUZIONE DELLA CRISI**

Ciò che rese particolarmente fragile il sistema finanziario, a causa della combinazione dei bassi tassi di interesse e degli inesistenti requisiti di credito, fu la concessione indiscriminata di prestiti a soggetti senza verifiche sul loro reddito, detti *subprime*. Numerosi broker sottoscrissero corposi mutui e soluzioni finanziarie con basse rate mensili e che non prevedevano acconti; tutti questi contratti erano sostenuti dalle aspettative di rialzo dei prezzi delle abitazioni, il cui valore si credeva potesse solo salire. Ai prestatori veniva data la possibilità di rifinanziare il loro debito ponendo come garanzia il valore crescente degli immobili, così che, ottenendo periodicamente nuove condizioni sulle restituzioni, potevano evitare di dover pagare rate cospicue.

---

<sup>44</sup> Criado, Sarai, Adrian van Rixtel, "Structured Finance and the financial turmoil of 2007/2008: an introductory overview"

<sup>45</sup> Cheng, Ing-Haw, Sahil Raina, Wei Xiong, "Wall Street and the Housing Bubble", American Economic Review

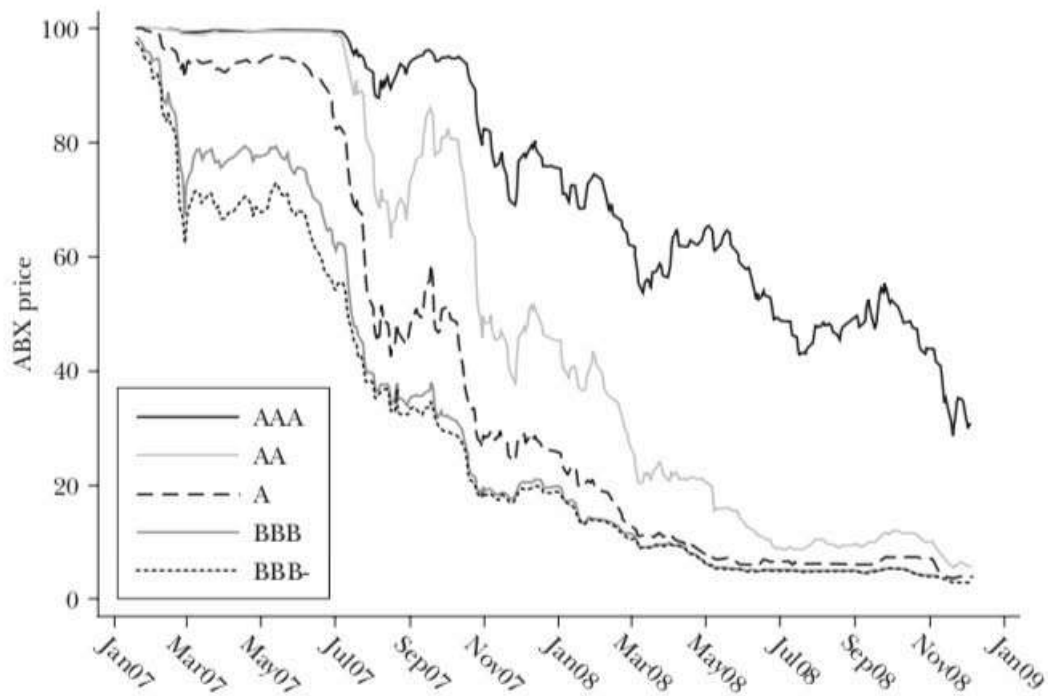
La maggior parte di questi contratti prevedeva tassi di interesse fissi e minimi nei primi anni, mentre successivamente venivano indicizzati a quelli di mercato, talvolta aggiungendo uno spread. Se in un primo momento l'apprezzamento continuo delle abitazioni rese possibile per i prenditori di fondi rifinanziare il mutuo prima dell'indicizzazione del tasso, accedendo a nuovi prestiti, nel momento in cui i tassi di mercato si alzarono molti debitori divennero insolventi.

Nel 2004 la FED, aumentando i tassi di interesse, cominciò ad attuare politiche monetarie più restrittive; ciò ebbe un effetto immediato sul settore dei prestiti immobiliari. Il primo settore ad accusare perdite fu ovviamente quello dei mutui subprime, la domanda di nuovi mutui calò così come la domanda delle abitazioni, e i tassi di default crebbero velocemente di diversi punti percentuali. Con i debitori che si rivelavano insolventi, le banche presero possesso delle case su cui gravavano le ipoteche, e si ritrovarono in bilancio ben presto una quantità spropositata di immobili da rivendere sul mercato. Tuttavia, a causa della stretta creditizia e l'offerta di immobili non trovò acquirenti sufficienti, e la picchiata dei prezzi delle abitazioni espose rapidamente quella speculazione che aveva ormai creato una bolla immobiliare. A partire dal 2006, i prezzi delle case smisero di crescere e dopo una breve fase di plateau iniziarono a ridursi velocemente: questo trend negativo provocò a catena l'inesigibilità di tutti quei debiti la cui emissione era stata garantita solo dal trend positivo dei valori degli immobili. I soggetti debitori, infatti, si ritrovarono ben presto a dover rimborsare cifre di importo più elevato rispetto al valore reale che era ormai attribuito alle abitazioni e, di conseguenza, non poterono più ricorrere a operazioni di rifinanziamento. Il crollo del mercato immobiliare mise chiaramente in difficoltà anche le banche, in quanto, pur avvalendosi dei diritti di garanzia che le spettavano, non riuscirono più a recuperare le somme concesse in prestito.

La cartolarizzazione fu la causa principale per cui la crisi immobiliare influenzò pesantemente anche il settore finanziario. Nel momento in cui i mutui divennero inesigibili, le società veicolo persero le garanzie alla base delle loro obbligazioni. L'offerta di liquidità, che era necessaria per la continuazione dell'attività delle società veicolo, si ridusse in maniera notevole. Ciò mise in crisi soprattutto quegli intermediari che possedevano passività a breve termine che non riuscirono a rifinanziare a causa della mancanza di liquidità. Il progressivo arresto della collocazione dei titoli sul mercato costrinse le banche a riportare in bilancio i crediti trasferiti alle società veicolo. Ciò rese necessario accrescere il capitale delle banche in virtù dell'aumento dell'attivo, divenuto oltretutto più rischioso, in un momento in cui però si rivelava difficile reperire risorse sul mercato. Il default dei mutui subprime trascinò rapidamente in basso il valore di tutti quegli

strumenti di finanza strutturata che avevano come sottostante proprio gli stessi mutui, ma il cui mercato, a causa di tecniche di "finanza creativa" e di un'incontrollata speculazione, era arrivato ad ammontare ben 20 volte di più di quello dei prestiti immobiliari.

Grafico 3.2: Andamento dell'indice ABX sui credit default swaps relativi al mercato dei mutui

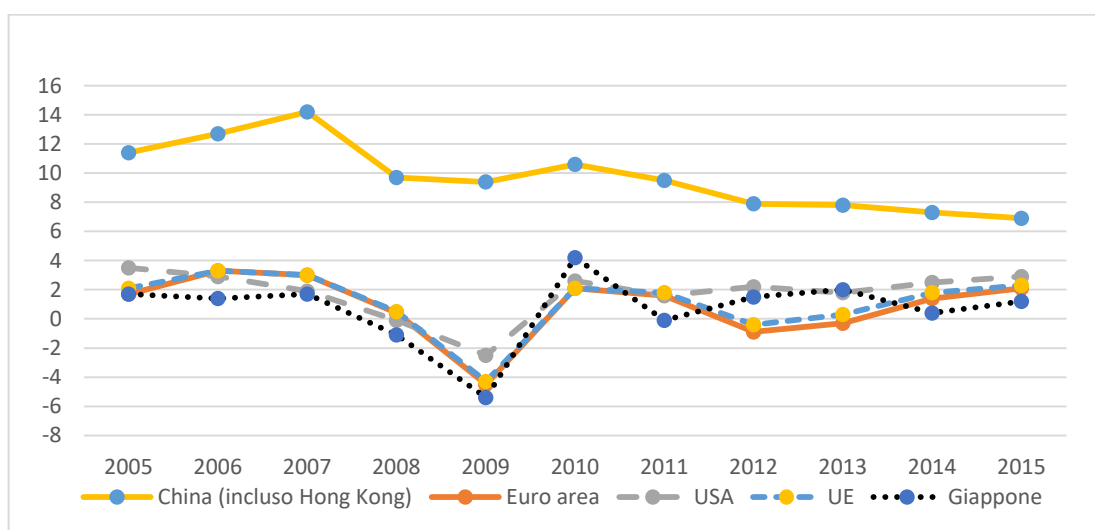


Fonte: LehmanLive, Cit. in "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", Markus K. Brunneermeier

Tale situazione provocò una grande incertezza sui mercati e portò al fallimento, nell'agosto del 2007, di una banca tedesca (IKB) e di una banca inglese, la Northern Rock, che furono soggette al fenomeno della corsa agli sportelli da parte dei risparmiatori. Il mercato interbancario subì una forte contrazione e tramite le transazioni internazionali la crisi si propagò anche in Europa. Le banche, infatti potevano, allora come adesso, avvalersi del mercato interbancario per prestare liquidità in eccesso o richiedere liquidità in caso di carenza di riserve. L'incrinarsi della fiducia tra gli operatori del mercato ebbe come conseguenza l'inclinazione delle banche a non prestarsi liquidità, cosa che rese il reperimento del credito ancora più costoso a causa del rialzo dei tassi sul mercato interbancario. Un'ulteriore difficoltà che il settore finanziario dovette affrontare fu dovuta al fatto che anche gli intermediari che possedevano solo in minima parte titoli "tossici" subirono numerose perdite di capitale notevoli in virtù di esposizioni verso società che, al contrario, ne possedevano in larga misura.

Dopo che una grande banca di investimento (Bear Stearns) fu salvata con aiuti pubblici, il 15 settembre 2008 anche la Lehman Brothers dichiarò fallimento e i rating della maggiore società assicurativa mondiale (AIG) furono declassati. Questi due avvenimenti segnarono il momento in cui la crisi da finanziaria divenne anche economica. Con il venir meno della solidità di molti intermediari, fra il terzo trimestre del 2008 e il secondo trimestre 2009 anche il commercio internazionale subì un forte calo.<sup>46</sup>

Grafico 3.3: Variazione dei PIL delle maggiori economie mondiali dal 2005 al 2015



Fonte: Eurostat

Come evidenziato nel grafico 11, nel 2007 e nel 2008 i tassi di variazione del PIL dei paesi occidentali furono fortemente negativi. I paesi in via di sviluppo, come la Cina, ebbero leggere tendenze al ribasso della crescita economica ma che comunque rimase elevata e positiva. La recessione economica comportò l'aumento notevole del tasso di disoccupazione nelle economie avanzate; negli Usa, otto milioni e mezzo di persone persero il posto di lavoro e il tasso di disoccupazione superò il 10%. Tali fenomeni furono il risultato di una restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo del mercato azionario e dei prezzi delle abitazioni, il deterioramento delle aspettative e imprese con effetti negativi su consumi e investimenti.

I paesi con economie meno avanzate al contrario videro andamenti opposti a quelli che ebbe l'occidente. Mentre infatti la crisi falciava l'economia in America e Europa, paesi come l'India e

<sup>46</sup> Bagliano, Fabio C., Giuseppe Marotta, "Economia monetaria", il Mulino



l'Indonesia mantennero tassi di crescita rispettivamente del 5,7% e del 4,5%. Il fattore che permise a queste nazioni (principalmente nel sud-est asiatico) di attraversare quel periodo di grande fervore praticamente incolumi fu l'elevato volume di riserve valutarie, che permise di contrastare speculazioni sui tassi di cambio. Sorte opposta ebbero invece i paesi dell'Europa dell'est, i quali, non avendo ancora potuto aderire all'euro, furono soggetti a forti flessioni sui mercati valutari.<sup>47</sup>

### 3.3 METODI RISOLUTIVI

L'aggravarsi della crisi spinse il governo americano e la FED ad attuare politiche economiche espansive e piani di nazionalizzazione o acquisto di partecipazioni di tutti quegli istituti di credito che rischiavano il fallimento. Le azioni della banca centrale americana influenzarono di lì a breve la quasi totalità dei tassi di mercato e i prezzi dei titoli finanziari, che a loro volta influivano sulle decisioni di acquisto di istituzioni, aziende e privati.

Il 22 settembre Morgan Stanley e Goldman Sachs abbandonarono il loro status di banche di investimento divenendo banche commerciali. In virtù di tali avvenimenti il Congresso approvò, il 4 ottobre, il "Tarp" (*Trouble Asset Relief Programme*), ossia un piano di salvataggio per il settore bancario da circa 700 miliardi di dollari, che vennero immessi sul mercato a tassi fissati tra lo 0% e lo 0,25%. Tale iniezione di liquidità fu accompagnata dall'intervento della FDIC, l'agenzia il cui compito è quello di assicurare i depositi bancari, che si propose di garantire temporaneamente le emissioni di debito delle banche e i depositi in conti correnti esenti dal pagamento di interessi. Malgrado i fondi messi a disposizione, Citybank ebbe bisogno di aiuti addizionali, e per la fine del 2008 la FED aveva ormai elargito 2,3 trilioni di dollari.<sup>48</sup>

Non solo negli Stati Uniti, ma anche nei paesi europei vi furono azioni volte a salvaguardare il sistema bancario. In Inghilterra venne nazionalizzata Bradford & Bingley fornendo inoltre 18 miliardi di sterline a Santander per rilevare 200 filiali della banca, inoltre venne varato un piano di intervento di 500 miliardi. Il governo irlandese annunciò che avrebbe garantito i depositi delle banche per due anni. Il governo tedesco salvò Hypo Real Estate. In Olanda venne salvata Ing con

---

<sup>47</sup> Filosa, Renato, Giuseppe Marotta, "Stabilità finanziaria e crisi: il ruolo dei mercati, delle istituzioni e delle regole", il Mulino

<sup>48</sup> Brunnermeier, Markus K., "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", *Journal of Economic Perspectives* Vol. 23 NO. 1

un piano da 10 miliardi. Altri piani di salvataggio vi furono in Germania, Francia, Belgio, Danimarca, Grecia, Lussemburgo, Portogallo e Svezia. Nel complesso gli aiuti forniti dai governi alle banche in Europa raggiunsero l'ammontare di 3.166 miliardi di euro.

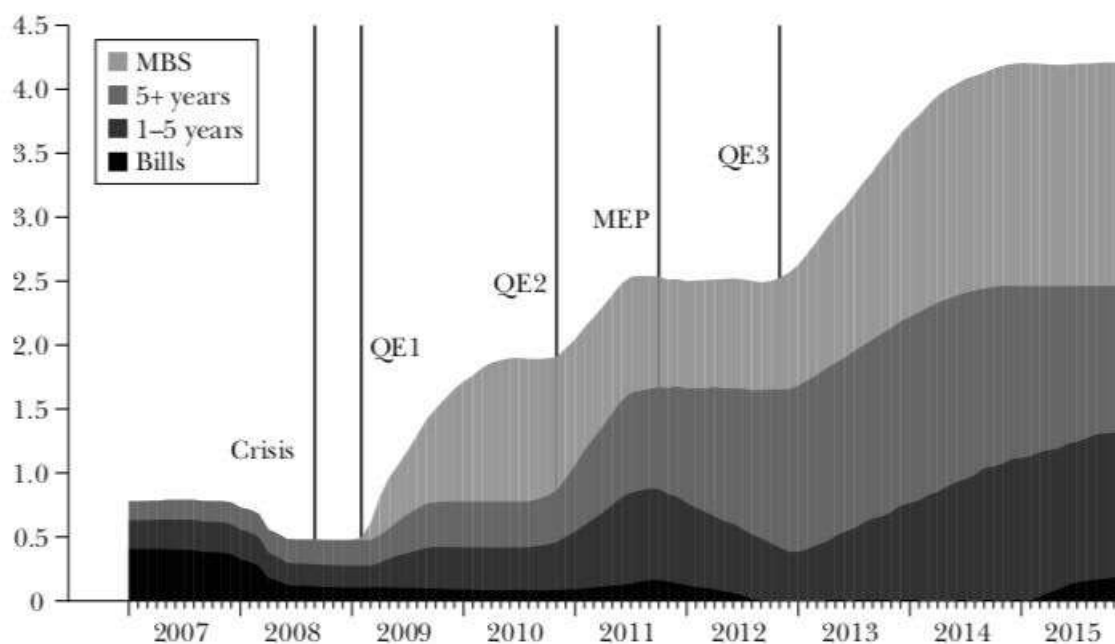
Nel momento in cui la riduzione dei tassi ufficiali a valori praticamente nulli non si rivelò sufficiente, la Fed cominciò ad attuare altre serie di politiche monetarie non convenzionali. Annunciò 4 programmi di acquisti, 3 dei quali denominati "Large-scale Asset Purchases" (o QE1, QE2, QE3) e il quarto "Maturity Extension Program", che la avrebbero portata a possedere oltre il 20% dei mortgage-backed securities sul mercato. Tramite il primo di questi programmi (QE1), a fine novembre 2008 la Fed acquistò 100 miliardi di obbligazioni di Fannie Mae, Freddie Mac e della Federal Home Loan Bank e 500 miliardi dei loro strumenti finanziari a protezione dei mutui accesi. L'obiettivo era quello di favorire una ripresa del mercato immobiliare. Il QE2 e il QE3 complessivamente mobilitarono circa 685 miliardi di dollari, mentre il Maturity Extension Program ebbe lo scopo di alleggerire le pressioni sui tassi di interesse di lungo termine, e ne allocò 667 per l'acquisto di titoli di Stato con scadenze dai 6 ai 30 anni, a fronte tuttavia dello smobilizzo di altrettanti titoli con scadenze fino a tre anni.<sup>49</sup>

Se normalmente le convenzionali misure di politica monetaria non alteravano il bilancio della Federal Reserve, o lo alteravano in maniera trascurabile, questi programmi di acquisto ingrandirono e modificarono drasticamente la composizione del portafoglio degli assets finanziari detenuti dalla FED.

Grafico 3.3: Modifiche apportate dai vari programmi di acquisto al portafoglio di mercato della Federal Reserve dal 2007 al 2015 (dati in trilioni di dollari)

---

<sup>49</sup> Kuttner, Kenneth N., "Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond", *Journal of Economic Perspectives* Vol. 32 NO. 4



Fonte: "Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond", Kenneth N. Kuttner

180 miliardi di dollari furono prestati agli hedge funds per consentire la ripresa del mercato del credito al consumo. A febbraio 2009 vennero varati il "Public-Private Investment Program for Legacy Assets" (Ppip) e l'"American Recovery and Reinvestment Act of 2009" dal valore iniziale di 785 miliardi di dollari, aumentati poi a 831 miliardi. Tali misure avevano lo scopo di incentivare la ripresa economica attraverso la creazione di posti di lavoro, investimenti nei trasporti e infrastrutture, nella salvaguardia dell'ambiente e la stabilizzazione dei bilanci dei governi locali e statali. Il settore automobilistico registrò un calo di un terzo del fatturato annuale, e ad aprile fu necessario intervenire per salvare due delle maggiori case automobilistiche americane, la General Motors e Chrysler. Dopo la primavera del 2009 la Fed, con l'obiettivo di rafforzare il sistema bancario e finanziario, effettuò una serie di stress test sulle maggiori banche statunitensi. Tali test dimostrarono che le banche avrebbero potuto evitare gravi difficoltà in caso di nuove crisi. Ciò fu utile a migliorare la fiducia degli investitori nel sistema bancario. Gli istituti creditizi riuscirono a raccogliere nuovamente ampie quantità di capitali privati.

La Fed utilizzò una serie di strumenti di politica monetaria per favorire la ripresa. Prima di tutto vi fu il taglio progressivo del tasso sui fondi federali, complessivamente di 300 bps, dal 5,25% al 2,25%; il taglio dei premi sulle operazioni di "primary lending" da 100 a 50 e poi 25 bps rispetto al tasso sui federal funds. Vennero poi introdotti nuovi strumenti di politica monetaria. Il primo strumento fu il "Term Auction Facility" (TAF), che aveva lo scopo di aumentare la liquidità nel

mercato creditizio attraverso la concessione di riserve ad un elevato numero di istituti creditizi. Il secondo fu il “Term Securities Lending Facility” (TSLF), che in realtà altro non era che un’evoluzione del precedente “Security Lending Programme”. Esso prevede la possibilità per i “primary dealers” di acquistare obbligazioni emesse dal Tesoro in cambio di titoli aventi requisiti di idoneità in virtù del loro rating. Rispetto al programma precedente venne ampliata sia la scadenza, 28 giorni invece che overnight, sia la gamma di titoli accettati come collaterale. Un terzo strumento che venne utilizzato furono le “Term Asset-Backed Securities Loan Facility” (TALF), con l’obiettivo di stimolare il credito al consumo. La Fed, inoltre, condusse con altre banche centrali operazioni di Swap in valuta, con l’obiettivo di rendere disponibile un certo ammontare di dollari alle banche commerciali estere, non potendo esse partecipare alle aste della FED. Essendo il dollaro la moneta utilizzata negli scambi internazionali, tali operazioni furono necessarie per fornire la possibilità a tali banche di ottenere dollari e saldare eventuali debiti.

Relativamente agli interventi messi in atto dalla BCE per fronteggiare la crisi furono messe in atto politiche di natura convenzionale e non. In generale, la banca centrale utilizzò gli strumenti operativi a sua disposizione per influenzare il volume di liquidità e l’andamento del tasso interbancario, nonché la domanda di riserve da parte delle banche gestita con il coefficiente di riserva obbligatoria. Gli strumenti operativi principali utilizzati furono quindi costituiti dalle operazioni di mercato aperto, dalle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e dai requisiti di riserva obbligatoria.

- Le operazioni di mercato aperto prevedono una serie di strumenti attivati su iniziativa della BCE. Tra di esse vi sono:
  - operazioni di rifinanziamento principale, con le quali la BCE, settimanalmente, alloca base monetaria in proporzione alla richiesta delle banche partecipanti all’asta, che è standard a tasso variabile prima della crisi. Il meccanismo è basato su operazioni dette "pronti contro termine", in base alle quali la BCE acquista titoli stanziabili dalle banche creando base monetaria e alla scadenza (generalmente settimanale) vengono riacquistati dalle banche ad un prezzo più alto in base al tasso di interesse, riassorbendo base monetaria;
  - operazioni di rifinanziamento con scadenza trimestrale, simile alle precedenti ma a cadenza mensile e scadenza più lunga;
  - operazioni di *fine tuning*, non hanno frequenza prestabilita, basate su aste veloci e con partecipanti ridotti. Tra di esse rientrano ad esempio gli swap in valuta;

- operazioni di tipo strutturale, sono operazioni definitive, in quanto basate sull'acquisto definitivo di titoli stanziabili o emissione di certificati di debito.
- Operazioni su iniziativa delle controparti. Sono attivabili dalle controparti in maniera volontaria, solitamente in virtù di un eccesso o di una carenza di riserve, quando non si ricorre al mercato interbancario. Comprendono, quindi, sia le operazioni di rifinanziamento marginali overnight (ossia a scadenza giornaliera), garantite da titoli stanziabili, ad un tasso che, solitamente, rappresenta il limite superiore del corridoio dei tassi (tasso di rifinanziamento marginale), sia operazioni di deposito di riserve in eccesso overnight, ad un tasso che rappresenta il limite inferiore del corridoio dei tassi (tasso di deposito).
- Requisiti di riserva. Tale strumento obbliga le banche a detenere un certo ammontare di riserve in base all'ammontare di passività, tra le quali vi sono depositi, titolo di debito emessi con scadenza inferiore a due anni con esclusione dei PCT, depositi interbancari e delle passività nei confronti dell'Eurosistema. Il coefficiente è oggi pari all'1% (abbassato dal 2% in seguito alla crisi dei debiti sovrani). Vi è un periodo di calcolo, in cui si determina l'ammontare di passività cui applicare il coefficiente, e un periodo di mantenimento, in cui le riserve calcolate devono essere mantenute in deposito presso la banca centrale. Nell'UEM e negli USA il periodo di mantenimento segue il periodo di calcolo, in modo tale che non vi sia incertezza sull'ammontare di riserve da mantenere.

Per quanto concerne le politiche messe in atto durante la crisi, dapprima la BCE provvide a ridurre i tassi di interesse: il tasso di rifinanziamento principale fu rivisitato 6 volte, e fatto gradualmente scendere da 275 punti base fino ad un livello dell'1% a maggio 2009. Allo stesso tempo vennero messe in atto una serie di politiche non convenzionali al fine di soddisfare l'elevata domanda di liquidità da parte degli istituti creditizi. Dal 15 ottobre 2008 la BCE cominciò a soddisfare tutta la domanda di riserve da parte delle banche ad un tasso fisso, variando così la metodologia utilizzata per le operazioni di rifinanziamento principale. Il corridoio dei tassi, inoltre, venne ridotto da 200 bps a 100 bps. Venne poi ampliata la gamma di titoli stanziabili tramite un abbassamento del rating minimo richiesto da A- a BBB- e allungata la scadenza delle operazioni di rifinanziamento principale ad un anno. Venne varato, infine, il "Covered Bond Purchase Programme" (CBPP), con lo scopo di permettere la ripresa del canale creditizio bancario. La combinazione di queste politiche ebbe un impatto positivo sui tassi del mercato interbancario e, in generale, sulla condizione finanziaria degli istituti di credito nonché, insieme a politiche fiscali espansive, a una ripresa economica e finanziaria.

A fine 2009 e nel 2010 il Pil dei paesi colpiti dalla crisi presentò dei segni di ripresa. Nell'eurozona anche l'inflazione cominciò ad aumentare nuovamente.<sup>50</sup>

La sinergia di tutti gli interventi delle autorità di politica economica, in particolare le enormi iniezioni di liquidità e il mantenimento del commercio internazionale rese possibile contenere la recessione e invertire l'andamento dell'economia in un tempo relativamente più breve rispetto alla Grande Depressione del '29. Tuttavia, il prezzo di queste politiche fu un generalizzato e notevole aumento del rapporto debito pubblico/Pil, che in molti casi superò valori del 100%.

Una delle conseguenze della Grande Recessione del 2008 fu quindi un massiccio aumento della spesa pubblica che, unito a un tasso di crescita negativo del Pil, contribuì ad aumentare il rapporto debito/Pil nella maggioranza dei paesi europei. Prima dello scoppio della crisi i paesi europei presentavano differenze notevoli in termini di indebitamento e crescita economica. Da un lato vi erano i paesi "core", ossia quelli del nord Europa, che avevano livelli di debito contenuto e un'attività economica più solida; dall'altro vi erano i paesi "periferici", i cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), con valori del debito più elevati e tassi di crescita molto modesti.

### **3.4 LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI**

La crisi dei debiti sovrani iniziò nell'ottobre del 2009, quando il neo-primo ministro greco George Papandreou rese noto che i bilanci emessi dai precedenti governi erano stati falsificati, con lo scopo di permettere alla Grecia l'ingresso nell' Eurozona. Anche il Portogallo rivalutò al rialzo la stima del proprio deficit pubblico annuale. Ciò pose le basi per una determinante crisi di fiducia degli investitori; i titoli di debito pubblico greco vennero declassati dalle tre agenzie principali (Fitch, Moody's, Standard & Poors) e lo spread tra essi e i Bund tedeschi aumentò notevolmente.

A gennaio del 2010 il governo greco approvò il piano di stabilità che prevedeva un calo del rapporto deficit/Pil al 3% entro il 2012; stesso obiettivo per il governo portoghese, con scadenza temporale di un anno più lunga. L'Unione Europea approvò, invece, il piano di risanamento triennale dei conti pubblici greci. Iniziò quindi l'attuazione di politiche di austerità, volte a migliorare il bilancio statale tramite enormi tagli alla spesa pubblica. Il piano prevedeva, tra i vari punti, la riforma del sistema pensionistico, l'introduzione di nuove imposte e il blocco delle assunzioni pubbliche. Venne annunciata, inoltre, la prima missione congiunta da parte di tecnici della BCE, Commissione europea

---

<sup>50</sup>Hartmann, Philipp, Frank Smets, "The First 20 Years of the European Central Bank: Monetary Policy"

e FMI (la “troika) con il compito di verificare che il piano venisse rispettato. Ad aprile il rendimento dei titoli pubblici decennali greci superò il 7%, per tale motivo l’Eurogruppo varò un piano di assistenza finanziaria per un ammontare di 45 miliardi di euro, di cui 15 forniti dal FMI. I titoli greci vennero declassati dalle agenzie di rating al livello “junk”. Anche il rating assegnato a titoli pubblici di paesi quali Italia, Irlanda, Cipro, Spagna e Portogallo vennero declassati. Per tale motivo crebbe la sfiducia degli investitori, intimoriti dall’aumento del rischio di default, ossia quel rischio più o meno ampio che tali paesi non riuscissero a rimborsare i loro debiti. Ciò provocò l’aumento dello Spread nei paesi periferici. A maggio 2010 l’Eurogruppo e il FMI approvarono un piano di salvataggio per la Grecia di 110 miliardi subordinato alla realizzazione di ulteriori misure di austerità. La BCE istituì il Security Market Program (SMP) che prevedeva l’acquisto sul mercato secondario di titoli di Stato dei paesi più in difficoltà, con lo scopo di tenere sotto controllo gli spread. Il motivo principale si basò sul fatto che spread troppo elevati avrebbero potuto compromettere la possibilità per la BCE di attuare una politica economica comune. A giugno venne creato l’European Financial Stability Facility (EFSF), un fondo intergovernativo di durata triennale, con lo scopo di potenziare i meccanismi di stabilità e di fornire aiuti finanziari ai paesi membri in difficoltà attraverso una somma a disposizione complessiva di 440 miliardi, messi a disposizione dai paesi membri, dalla Commissione Europea e dal FMI. Tale fondo intervenne già nel novembre 2010, quando scoppiò la crisi irlandese in virtù di perdite delle banche nazionali per un ammontare pari a 85 miliardi. Tale somma venne prestata all’Irlanda tramite l’EFSF a fronte dell’impegno del paese ad attuare una manovra correttiva di 15 miliardi di euro in quattro anni.<sup>51</sup> A dicembre venne istituito l’European Stability Mechanism (ESM), meccanismo di gestione delle crisi che andrà a sostituire l’ESFS nel 2013. Il capitale sottoscritto è di 700 miliardi con contributo di ciascuno stato in base alle quote di partecipazione al capitale della BCE. Nell’aprile del 2011 anche il Portogallo fu costretto a richiedere aiuti all’UE per una cifra compresa tra i 60 e gli 80 miliardi di euro. Vi fu l’accordo seguente tra il Portogallo e la Troika per un prestito pari a 78 miliardi in virtù di un piano di riduzione della spesa pubblica. Dato che il livello di inflazione raggiunse il 2%, che era l’obiettivo della BCE, l’allora presidente della Banca, Jean-Claude Trichet, decise di aumentare i tassi di interesse di 25 bps, dall’1% all’1,25%. Intanto, però, ulteriori declassamenti portarono gli spreads tra i titoli dei paesi periferici e i titoli tedeschi Germania ad aumentare ulteriormente, quello dei titoli greci toccò i 13.650 bps, dei titoli irlandesi 7.636 bps, portoghesi 6.667 bps, spagnoli 243, italiani 171). Nel luglio del 2011 venne aumentato ulteriormente il tasso di interesse di 25 bps, che arrivò

---

<sup>51</sup> [www.consob.com](http://www.consob.com)

all'1,5%.<sup>52</sup> Ciò provocò la creazione di nuovi picchi degli spreads e il rischio di insolvenza del debito sovrano scoppiò anche per l'Italia. nell'agosto dello stesso anno, la BCE inviò una comunicazione alla Spagna e all'Italia affermando che avrebbe riutilizzato il SMP a fronte della loro accettazione a varare politiche economiche di austerità. Nella seconda parte del 2011 sorsero nuove difficoltà per il sistema bancario, relativamente alle condizioni di liquidità. Per tale motivo furono messe in atto nuove politiche non convenzionali: due "Long Term Refinancing Operations" (LTROs) e il "Second Covered Bond Purchase Programme", che prevedeva acquisti per 40 miliardi. Mario Draghi divenne il nuovo presidente della BCE, mentre lo spread BTP-BUND superò i 500 bps con un tasso dei BTP decennali che giunse all'8%. Con Draghi i tassi di interesse vennero subito ridotti di 50 bps e si riassetarono intorno all'1%. Vennero, inoltre, utilizzate nuovamente politiche non convenzionali per contrastare la riduzione della concessione del credito a famiglie e imprese da parte delle banche. A dicembre vennero varate due "Very Long-Term Refinancing Operations" (VLTROs) ossia LTROs con scadenza fino a 3 anni ad un tasso agevolato dell'1%. Il coefficiente di riserva obbligatoria venne ridotto dal 2% all'1% e venne allargata la gamma di titoli stanziabili che le banche potevano fornire in garanzia alla BCE per attivare operazioni di rifinanziamento. Nel 2012 venne raggiunto un nuovo accordo circa la ristrutturazione del debito greco, che prevedeva prestiti per 130 miliardi e una riduzione del valore nominale dei titoli pubblici detenuti da creditori privati del 50%. Gli istituti di credito spagnoli, intanto, versavano in forte difficoltà. Bankia, il terzo istituto di credito del paese, richiese aiuti economici per 19 miliardi. Ciò portò la Spagna a richiedere aiuti per ricapitalizzare il sistema bancario. Vennero forniti 100 miliardi tramite l'ESM e l'EFSF. Anche Cipro, in seguito, richiese l'intervento dei fondi di salvataggio pubblici, dopo Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna. Gli spread tra paesi continuarono ad aumentare, soprattutto per la componente relativa al rischio di ridenominazione. Nel luglio 2012, quindi, la BCE decise di ridurre di altri 25 bps i tassi di interesse, ora allo 0,75%, il livello più basso di sempre, tanto che il tasso di deposito arrivò a 0.<sup>53</sup> Sempre a luglio Mario Draghi, in un discorso a Londra affermò: "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro, and believe me, it will be enough".<sup>54</sup> (la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro, e credetemi, basterà). Questa frase pronunciata da Draghi al termine del suo discorso fu utile a placare la pressione dei mercati, iniettando fiducia sulla futura stabilità dell'Eurozona e il mantenimento di una politica monetaria fortemente espansiva. A settembre la BCE varò, quindi, l'Outright Monetary Transactions (OMT). Tale politica nacque dall'esigenza di ridurre gli spread per facilitare la trasmissione delle politiche

<sup>52</sup> Dell'Ariccia, Giovanni, Pau Rabanal, Damiano Sandri, "Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom"

<sup>53</sup> [www.consob.it](http://www.consob.it)

<sup>54</sup> [www.euronews.com](http://www.euronews.com)



monetarie. Fu basata sull'acquisto a titolo definitivo di titoli di Stato sul mercato secondario di paesi che avevano uno spread troppo elevato. Il programma era attivabile su richiesta del paese stesso, in cambio dell'accettazione da parte del relativo governo di porre in atto una serie di manovre atte a migliorare i conti pubblici ed evitare nuove pressioni sui mercati finanziari (fino ad ora nessun paese ha mai richiesto l'attivazione dell'OMT).<sup>55</sup>

In questo periodo prese avvio il processo di Unione Bancaria Europea con l'obiettivo di accelerare il processo di unificazione economica e finanziaria. Il progetto era basato su tre pilastri: il meccanismo di vigilanza unico, il meccanismo di risoluzione unico e, originariamente, il sistema europeo di garanzia sui depositi, relativamente al quale, però, non è stato ancora oggi raggiunto un accordo tra i paesi membri. Il meccanismo di vigilanza unico è costituito dal "Single Supervisory Mechanism" (SSM). Esso si basa sulla suddivisione dei compiti tra BCE e autorità nazionali competenti. L'SSM ha compiti di vigilanza prudenziale, mentre la competenza sulle altre materie rimane in capo alle autorità nazionali competenti. La BCE ha il compito di vigilare sulle banche "significative", ossia quegli istituti creditizi che presentano almeno una delle seguenti caratteristiche:

- valore totale delle attività superiore a 30 miliardi di euro;
- rapporto tra totale attivo e PIL dello stato membro partecipante in cui l'istituto ha sede centrale superiore al 20% con attivo che superi i 5 miliardi;
- l'ente creditizio è uno dei tre maggiori istituti di uno stato membro partecipante;
- l'ente creditizio ha richiesto o ricevuto l'aiuto dei Fondi di salvataggio europei.

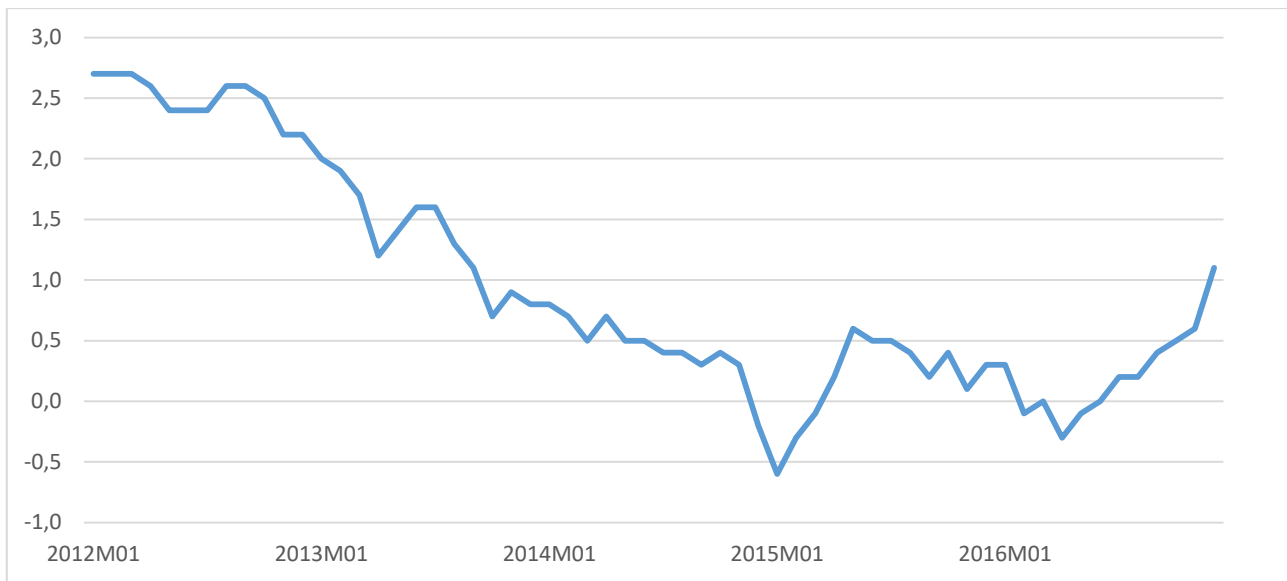
Per quanto riguarda il sistema di risoluzione unico, esso ha il compito di permettere una liquidazione ordinata degli istituti in crisi irreversibile e, quindi, proteggere i fondi dei contribuenti. Nel 2014 venne promulgata una direttiva, la "Bank Recovery and Resolution Directive" (BRRD), entrata in vigore il 1° gennaio 2016, che introduce in tutti i paesi europei regole comuni per prevedere e gestire le crisi bancarie. Con essa si passa da un meccanismo di risoluzione esterna (bail-out), che prevede un intervento diretto dello Stato nel piano di salvataggio delle banche con l'utilizzo di risorse di tutti i contribuenti, al salvataggio interno (bail-in), che consente alle autorità di risoluzione di disporre la riduzione delle azioni e di alcune categorie di crediti o la relativa conversione in azioni per ricapitalizzare la banca<sup>56</sup>. Nella seconda metà del 2013 vi fu un rapido calo dell'inflazione. La BCE fu costretta ad intervenire con politiche espansive per evitare la deflazione.

---

<sup>55</sup> Hartmann, Phillip, Frank Smets, "The First 20 Years of the European Central Bank: Monetary Policy"

<sup>56</sup> Ferrari, Gualandri, Landi, Vezzani, "Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari", Giappichelli

Grafico 3.4: Andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area Euro: HICP (2015=100).



Fonte: Eurostat

Dall'andamento del tasso possiamo osservare come l'inflazione, da luglio 2013, cominciò a calare, passando dall' 1,6% allo 0,7% nell'ottobre dello stesso anno, valore distante dall'obiettivo del 2%.

La strategia messa in atto dalla BCE per evitare la deflazione si basava su 3 pilastri. Una prima misura fu l'abbassamento del tasso di rifinanziamento principale, posto allo 0,15%, che comportò la riduzione del tasso sui depositi che arrivò persino a livelli negativi (-0,2%). La seconda misura fu l'introduzione delle "Targeted Long Term Refinancing Operations" (TLTRO). Esse erano operazioni di rifinanziamento a lungo termine, a tasso agevolato. La scadenza massima fu fissata a settembre 2018. Le TLTRO furono accompagnate dal "Third Covered Bond Purchase Programme". La terza politica fu l'introduzione dell'"Asset Purchase Programme" (APP) conosciuto anche con il termine di "quantitative easing". Il programma prevedeva che da gennaio 2015 sarebbero stati acquistati titoli governativi e privati, per una somma di 60 miliardi di euro al mese, 1.140 miliardi complessivi, di cui circa 900 miliardi per l'acquisto di titoli pubblici. L'effetto complessivo di tali programmi fu, prima di tutto, la riduzione del costo del finanziamento. L'APP, inoltre, contribuì alla stabilizzazione delle condizioni dei mercati, consolidando aspettative positive degli investitori e attenuando la percezione del rischio associato al debito sovrano dei paesi con maggior ammontare di debito pubblico. Le tre misure furono ricalibrate nuovamente a dicembre 2015 e marzo 2016. Venne annunciato, infatti, che il programma di acquisto dei titoli sarebbe continuato fino a marzo 2017. Tali anticipazioni delle politiche monetarie che sarebbero state attuate in futuro furono uno strumento non convenzionale introdotto in questo periodo che prese il nome di "forward guidance". Essa ebbe il

ruolo principale di condizionare le aspettative degli investitori sui futuri livelli dei tassi di interessi, formulando aspettative future tramite comunicazioni ufficiali. A gennaio 2015 venne introdotto, inoltre, l'obbligo di pubblicazione dei verbali delle discussioni che avvengono in sede di Comitato Esecutivo.

A marzo 2016 venne abbassato il tasso sui depositi a -0,4%. Venne, inoltre, ampliato l'APP, e si passò dalla somma di 60 miliardi al mese a quella di 80 miliardi. Venne varato il "Corporate Sector Purchase Programme" (CSPP), che prevedeva l'acquisto di titoli emessi da società private non finanziarie. L'introduzione di tale programma fu dovuta all'esigenza di non far ridurre in misura troppo elevata i titoli di Stato in circolazione e per evitare che la BCE, avendo percentuali elevate di stock di debito pubblico dei vari Stati, venisse coinvolta in decisioni riguardanti gli Stati stessi. Dal 2013, infatti, era stata inserita la "clausola di default", secondo la quale, con l'approvazione di una maggioranza qualificata (dal 50% al 75% del valore nominali dei titoli o i due terzi dei detentori) tutti i creditori avrebbero dovuto accettare riduzioni del valore nominale del titolo, l'allungamento della scadenza, la modifica del metodo di calcolo di qualsiasi pagamento relativo ai titoli, il cambio della valuta di rimborso dei titoli alla scadenza, e la modifica di qualsiasi altra condizione sugli obblighi di pagamento da parte dell'emittente. Per tale motivo la BCE doveva evitare di avere grandi quantità di titoli di Stato dei singoli paesi per evitare di esprimere un voto determinante nel caso in cui si presenti la necessità di effettuare una delle operazioni elencate.

Nei periodi seguenti vennero attuate altre 4 operazioni di rifinanziamento (TLTRO-II), con scadenza quadriennale, attivabili unicamente se le banche avessero sfruttato la maggiore quantità di liquidità ottenuta per incrementare i prestiti a famiglie e imprese. Il tasso applicato a tali operazioni poteva essere negativo, divenendo così un sussidio, in caso di raggiungimento di un determinato benchmark di crediti concessi da parte delle banche. A fine 2016 venne annunciato il prolungamento dell'APP fino a fine 2017 con una riduzione degli acquisti a 60 miliardi mensili a partire da aprile 2017. Ad ottobre 2017 fu ulteriormente prolungato fino a settembre 2018 con un'ulteriore riduzione degli acquisti a 30 miliardi da gennaio 2018. A giugno 2018 fu, infine, prolungato fino a dicembre 2018 a 15 miliardi al mese. Tali politiche sono state utili per permettere l'aumento dell'inflazione che, dal 2016 tornò a crescere, tornando a livelli positivi.<sup>57</sup>

Ai fini della nostra analisi, è curioso notare come sebbene ogni crisi abbia le sue peculiarità, la crisi recente presentò delle caratteristiche estremamente simili a quelle di una classica crisi bancaria. Ciò che non ebbe precedenti fu l'ammontare di tecniche finanziarie per aumentare la quantità di strumenti

---

<sup>57</sup> Hartmann, Phillipp, Frank Smets, "The First 20 Years of the European Central Bank: Monetary Policy"

in circolazione, molti dei quali all'interno di opache reti di compravendita. Critiche riguardo i modi di risoluzione di questa crisi si sono scagliate sul fatto che alla fine il peso e le conseguenze delle politiche di deficit spending attuate siano ricadute sulle spalle della gente comune, e che forse quell'enorme ammontare di risorse sarebbe stato meglio utilizzato se immesso nell'economia reale, anziché fatto confluire in canali dove operavano istituzioni finanziarie che forse, in fondo, meritavano di fallire.

## CONCLUSIONE

Alla luce di quanto emerso dalla nostra analisi, risulta difficile riscontrare elementi comuni che si possano univocamente additare come cause scatenanti delle crisi economiche. Queste ultime sembrano continuare a presentarsi nello scenario globale, e in particolare tra quei paesi le cui economie sono le più avanzate del mondo, con dinamiche molto diverse tra loro, tali da rendere particolarmente ostica la loro prevenzione. Come una resistente epidemia che ritorna ad affliggere periodicamente una popolazione ignara, le crisi economiche sembrano opporre una forte resistenza a qualunque cura i governi tentino di utilizzare per debellarle.

E' innegabile che uno dei metodi di risoluzione più utilizzato sia stato quello delle politiche di deficit spending. Benché infatti talvolta temuti e criticati, forti disavanzi pubblici hanno dato prova di poter arginare le scosse restringenti a cui un'economia è sottoposta durante una crisi. Tuttavia, lungi dall'essere un metodo geniale e privo di conseguenze, questi esosi indebitamenti hanno presentato sempre un elevato costo, e mai quanto durante gli ultimi due decenni sono state le persone comuni a doversene fare carico. Instabilità politica, rischio di default e aggressiva speculazione sono tutti prezzi aggiuntivi che un paese che tenta di risollevarsi da una crisi è chiamato a pagare.

La verità è che ancora non si è riuscito a comprendere il vero motivo per cui una recessione si presenti. Neppure vi sono prove sufficienti per affermare che le crisi siano un problema insito in un capitalismo imperfetto o delle forze spontanee che riportano in equilibrio il sistema quando l'operato dell'Uomo ne forza la crescita. Ciò che è certo, invece, è che la Storia ci mostra come l'avidità non abbia mai portati buoni risultati all'Umanità, e forse, per creare finalmente un sistema perfetto, dovremmo iniziare a svincolare le nostre menti da sogni di crescita economica eterna, per poterci concentrare su ciò che davvero è benefico per l'Uomo, e non per il suo portafogli.

## INDICE DEI GRAFICI

Grafico 1.1: Andamento delle deviazioni standard sui dividendi delle azioni americane dal 1802 al 2016 .....	10
Grafico 1.2: Valore in milioni di dollari di nuove emissioni di obbligazioni societarie americane dal 1920 al 1940.....	15
Grafico 1.3: Confronto tra la grande Depressione e la crisi del 2007.....	16
Grafico 1.4: Variazioni percentuali del PIL reale americano, (1927-1942) .....	25
Grafico 2.1: Squilibrio tra riserve auree e moneta cartacea.....	32
grafico 2.2: Prezzi del petrolio nominali e reali, dal 1950 al 2018.....	35
Grafico 2.3: Prezzi del greggio dal 1861 al 2010, dati in dollari al barile.....	36
Grafici 2.4-2.5-2.6.: Dati sull'inflazione, Pil e disoccupazione negli Stati Uniti Dal 1965 al 1985.....	38-39
Grafico 2.7: Andamento di una curva di Phillips.....	40
Grafico 3.1: Confronto degli indici dei prezzi delle abitazioni USA dal 2000 al 2012.....	48
Grafico 3.2: Andamento dell'indice ABX sui credit default swaps relativi al mercato dei mutui.....	55
Grafico 3.3: Variazione dei PIL delle maggiori economie mondiali dal 2005 al 2015.....	56
Grafico 3.3: Modifiche apportate dai vari programmi di acquisto al portafoglio di mercato della Federal Reserve dal 2007 al 2015.....	58
Grafico 3.4: Andamento dell'indice armonizzato dei prezzo al consumo dell'area Euro.....	66

## INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: Valori percentuali di acciaio richiesto dai principali settori economici, 1922-1939.....	18
Tabella 2: Dati sul settore agricolo statunitense dal 1928 al 1940.....	22
tabella 3: Situazione finanziaria del governo federale statunitense, dati in miliardi di dollari.....	26

## BIBLIOGRAFIA

Bagliano, Fabio C., Giuseppe Marotta, "Economia monetaria", il Mulino

Benmelech, Frydman, Papanikolau, "Financial frictions and employment during the Great Depression", Journal of Financial Economics 133

Bernstein, Michael A., "The Great Depression: Delayed Recovery and Economic Change in America, 1929-1939 ", Cambridge University Press

Bloomfield, Arthur I., "Capital Imports and the American Balance of Payments"

Brunnermeier, Markus K., "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", Journal of Economic Perspectives Vol. 23 NO. 1

Cheng, Ing-Haw, Sahil Raina, Wei Xiong, "Wall Street and the Housing Bubble", American Economic Review

Cortes, Gustavo S., Marc Weidenmier, "Stock Volatility and the Great Depression"

Criado, Sarai, Adrian van Rixtel, "Structured Finance and the financial turmoil of 2007/2008: an introductory overview"

De Simone, Ennio, "Storia economica, dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica", FrancoAngeli

Dell'Ariccia, Giovanni, Pau Rabanal, Damiano Sandri, "Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom"

Dobrovolsky, Sergei P., "Corporate income retention: 1915-43"

Ferrari, Gualandri, Landi, Vezzani, "Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari", Giappichelli

Filosa, Renato, Giuseppe Marotta, "Stabilità finanziaria e crisi: il ruolo dei mercati, delle istituzioni e delle regole", il Mulino

Fisher, Irving, "The Stock Market Crash- and After"

Friedman, Milton, Anna J. Schwartz "A Monetary History of the United States, 1867-1960", Princeton University Press



Garside, W.R., "Capitalism in Crisis: International Responses to the Great Depression", Pinter Publishers

Hartmann, Philipp, Frank Smets, "The First 20 Years of the European Central Bank: Monetary Policy"

Hobsbawm, Eric J., "Il secolo breve", Bur Rizzoli

Hogan, William, "Economic History of the Iron and Steel Industry in the United States"

Kuttner, Kenneth N., "Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond", Journal of Economic Perspectives Vol. 32 NO. 4

Mankiw, N. Gregory e Mark P. Taylor, " Macroeconomia", Zanichelli

Romer, Christina D., Journal of economic History, Vol. 52, NO. 4, Cambridge University Press

Rothermund, Dietmar, "The Global Impact of the Great Depression 1929-1939", Routledge

Sabin, Paul, The Journal of American History, Vol. 99, NO. 1, "Crisis and Continuity in U:S: Politics, 1965-1980", Oxford University Press

Scoville, John W., "Behavior of the Automobile Industry in Depression"

Spiro, David E., "The Hidden Hand of American Hegemony: Petrodollar Recycling and International Markets", Cornell University Press

Whalen, R. Christopher, "The Subprime Crisis-Cause, Effect and Consequences", Heinonline

## SITOGRAFIA

- [www.britannica.com](http://www.britannica.com)
- [www.consob.com](http://www.consob.com)
- [www.docsity.com](http://www.docsity.com)
- [www.euronews.com](http://www.euronews.com)
- [www.history.com](http://www.history.com)
- [www.imf.org](http://www.imf.org)
- [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- [www.thebalance.com](http://www.thebalance.com)
- [www.urbrick.com](http://www.urbrick.com)