

Cattedra

RELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

*A me stessa,
ai miei sacrifici e alla mia tenacia,
che mi hanno permesso di arrivare fin qui.*

INTRODUZIONE

Negli ultimi cent'anni le crisi finanziarie internazionali si sono succedute a un ritmo sempre più incalzante e preoccupante, esibendo via via caratteristiche nuove che le rendono materia di studio approfondito da parte di esperti e studiosi di discipline economiche.

Tra gli avvenimenti principali che hanno sostanzialmente sconvolto il mondo bancario, finanziario, e in generale quello sociale, saranno oggetto di studio in questo lavoro la Grande Crisi economica del 1929 e la crisi finanziaria globale avvenuta nel 2007-2008. Partendo da una descrizione del comportamento degli agenti economici e della situazione finanziaria si cercherà di analizzare i comportamenti e le scelte dei Governi nazionali e delle istituzioni internazionali.

L'articolazione dell'elaborato dedica il I Capitolo all'analisi di quelli che furono i "Ruggenti anni Venti" negli Stati Uniti, per poi analizzare come si è arrivati alla famosa Grande Crisi esplosa nel 1929 e successivamente tramutatasi in Depressione. Dopo un breve accenno alla situazione europea al dilagare della Crisi, è stata analizzata in particolare la situazione italiana con riferimento al panorama bancario ed alle misure adottate per proteggere il credito e l'imprenditoria favorendo la ripresa.

Il II Capitolo si concentra sull'analisi della crisi economico-finanziaria scoppiata nel 2007 negli Stati Uniti, che è considerata il punto di partenza di un lunghissimo periodo di recessione economica tuttora non concluso, partendo da una panoramica dell'economia statunitense a partire dalla fine degli anni '90, per evidenziare come si è arrivati allo scoppio della bolla speculativa. E' stata effettuata una breve analisi del mercato dei mutui, in particolare dei mutui *subprime* responsabili dell'ondata di panic oche travolse i mercati finanziari internazionali.

Sulla base di quanto analizzato dei primi due Capitoli, nel III Capitolo si tenta un parallelismo, per quanto possibile, tra le due crisi; la ricerca di similitudini, punti di contatto e differenze vuole essere un tentativo di evidenziare come errori compiuti molti decenni prima si siano ripetuti di nuovo, nonostante la memoria del passato e la diversa situazione politica ed economica a livello internazionale.

In buona sostanza, si cercherà di capire se il paragone tra la crisi seguita al crollo di Wall Street del 1929 e quella generata dai mutui *subprime* nel 2007, in termini di effetti e risposte dei governi, sia effettivamente un'operazione possibile o meno.

CAPITOLO I

Aspetti economici e finanziari della Grande Crisi del 1929

1. Il sistema speculativo e il crollo di Wall Street

L'intervento militare in Europa, e poi i primi anni del dopoguerra, consentirono agli USA di "rimandare" una latente crisi di sovrapproduzione ritenuta possibile da molti analisti finanziari già prima dello scoppio del primo conflitto mondiale¹. A tal proposito, il massiccio intervento finanziario degli Stati Uniti a favore della ricostruzione e dello sviluppo industriale civile nell'Europa del dopoguerra può spiegare anche il notevole impatto che la crisi del 1929 ebbe su tutti i Paesi europei che, insieme ad alcuni Paesi dell'area latinoamericana, avevano ricevuto crediti dalla potenza americana.

La causa scatenante del *big crash*² può essere identificata nella speculazione sul mercato finanziario: gli agenti della borsa di Wall Street compravano azioni per conto di clienti interessati a speculare sul rialzo di titoli che garantivano facili guadagni: l'idea di potersi arricchire grazie a speculazioni finanziarie fece gola a migliaia di investitori.

Ma l'indiscriminato rialzo del valore dei titoli di borsa era spesso del tutto sganciato dall'economia reale, non legato ad effettive attività produttive, ed alimentato da flussi di capitale, nazionale ed internazionale, proprio a scopo speculativo.

¹ Bosio R. *Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica*, EMI, 2010, p. 30.

² <https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

Per acquistare dei titoli non sempre era necessario versare l'intera quota del loro valore effettivo, ma spesso bastava un anticipo spesso solo del 30-50%, il cosiddetto "margine", lasciando i titoli comprati in garanzia: questo era il "gioco" che stava generando la gigantesca "bolla" destinata poi a scoppiare. L'investitore calcolava "*di poter rivendere le azioni acquistate a credito a un costo che avrebbe largamente coperte le spese del prestito[...]*"³.

Alcuni investitori, ed economisti più avveduti di altri, avevano cominciato a percepire come in alcuni settori, principalmente in quelli agricolo, edile, manifatturiero e siderurgico, la crescita degli indici di borsa non corrispondeva all'economia reale; quest'ultima infatti tendeva a ristagnare, proprio a causa della già citata sovrapproduzione di merci.

Il 24 ottobre del 1929 la "bolla" scoppiò e si assistette alla giornata più rovinosa della storia del mercato azionario americano, anzi forse della storia delle Borse: furono vendute al ribasso ben 12.894.650 azioni⁴. Migliaia di *brokers* vennero presi dal panico e in quei giorni si registrarono numerosi suicidi tra gli speculatori e i mediatori di borsa; i banchieri si trovarono a dover riempire falle che neanche il più ottimista degli speculatori avrebbe potuto mai "tappare" poiché i valori delle azioni continuavano a cadere vertiginosamente.

Il "fondo" venne toccato il mercoledì successivo, con più di sedici milioni di azioni vendute: questo vero e proprio crollo finanziario toccherà il suo apice nel 1933, quando i valori azionari raggiungeranno un valore inferiore dell'85% a quelli del 1929⁵.

³ Galbraight J.K., *Il grande crollo*, Bollati Boringhieri, 1972, p. 336.

⁴ *Ibidem* p. 102

⁵ Balzani R., De Bernardi A. *Storia del mondo contemporaneo*. Mondadori, 2003, p. 137

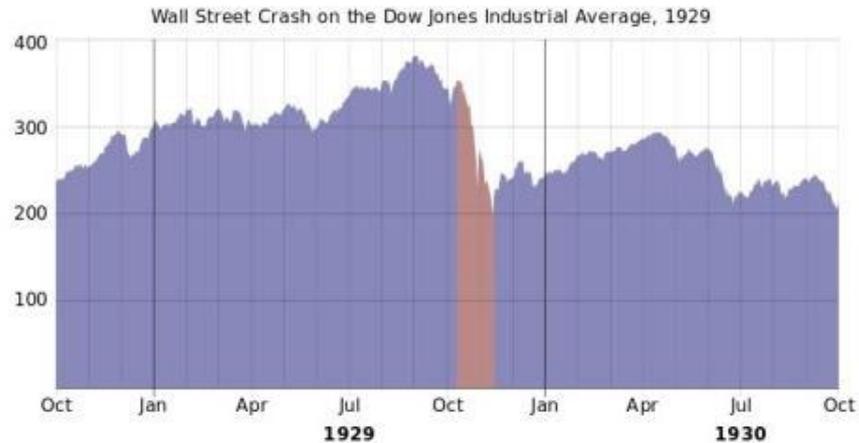


Figura 1. Indice di borsa di Wall Street (1929-1930)
Fonte: Dow Jones Industrial Average.

Benchè universalmente ritenuta la causa scatenante del *big crash*, la speculazione in borsa non ne fu l'unica. Parte della crisi fu dovuta alla caduta dei prezzi dei prodotti agricoli, concomitante all'enorme accumulo di scorte rimaste invendute: a seguito del miglioramento della produzione agricola europea, non era insolito in quegli anni vedere tonnellate di grano e di caffè rovesciate in mare o date alle fiamme, nel tentativo di farne risalire i prezzi. A loro volta gli agricoltori, fortemente indebitati, non riuscivano a corrispondere alle banche gli interessi per le somme ricevute in prestito.

Il governo statunitense reagì in due modi al problema della sovrapproduzione industriale:

1. sviluppando il credito ai privati, per incentivare l'acquisto immediato di beni durevoli, anche a costo di gravare, a lungo termine, sui redditi;
2. aumentando le esportazioni (attraverso misure protezionistiche), specie in Europa, accompagnate da elevate barriere doganali in patria, fino a creare uno stretto rapporto di interdipendenza con la

ripresa europea. L'Europa, insomma, otteneva finanziamenti dagli Stati Uniti, e sua volta ne alimentava lo sviluppo con le importazioni⁶.

Alla preoccupante situazione di sovrapproduzione agricola e industriale, si unì il fatto che durante i *roaring twenties* o "Ruggenti Anni Venti", le banche statunitensi avevano ecceduto nei prestiti, prevedendo una restituzione regolare e affidandosi ai risparmiatori che avrebbero dovuto accrescere i loro depositi; invece, con la crisi, un enorme numero di privati cittadini e di imprese non fu più in grado di pagare i debiti secondo le scadenze programmate. La Riserva Federale tuttavia intraprese, a partire dalla primavera del 1927, una politica monetaria aggressivamente espansiva che rese disponibili a banche e individui una massa rilevante di liquidità, impiegata in larga parte in acquisto di azioni quotate a *Wall Street* da parte di privati⁷.

Dall'inizio del 1928 la speculazione sui titoli azionari alimentò un *boom* senza precedenti nei volumi di azioni giornalmente compravendute e innescò una spirale di rialzi dei prezzi, sostenuta da illusorie prospettive di crescita economica e conseguenti irrealistiche aspettative di profitti futuri delle società industriali. Un forte senso di fiducia circa lo stato dell'economia, largamente diffuso tra la gente comune, costituiva di fatto il "propellente" del *modus agendi* degli investitori-speculatori⁸.

Il grande economista statunitense John K. Galbraith descrive efficacemente questo "clima psicologico" di ostentato ottimismo economico che si era creato all'epoca: "*Affermando solennemente che la prosperità continuerà, si può contribuire, così si crede, ad assicurare che*

⁶ Ibidem

⁷ <https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

⁸ <https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

*la prosperità effettivamente continui. Specialmente fra gli uomini d'affari è grande la fede nell'efficacia di tale formula magica"*⁹.

Un elemento importante della dinamica di costruzione della bolla azionaria è la tecnica di acquisto delle azioni tramite contratti di "riporto", ossia contratti conclusi dagli investitori privati con gli operatori di borsa, grazie ai quali quest'ultimi fornivano ai propri clienti a prestito la liquidità necessaria agli acquisti di titoli ricevendo a garanzia i titoli medesimi, con l'obbligo di restituzione del prestito stesso a scadenza ravvicinata, generalmente entro 30 giorni. Gli operatori di borsa a loro volta si finanziavano presso le banche portando a garanzia i titoli azionari consegnati loro dai propri clienti "a riporto"¹⁰.

Questo "circuito finanziario perfetto" costituito da Riserva Federale-banche-operatori di borsa-investitori privati si reggeva sul presupposto che gli incrementi di prezzo dei titoli medesimi registrati sul mercato di *Wall Street* fossero superiori ai tassi d'interesse sui prestiti concessi nel periodo di riferimento (tassi che raggiunsero il livello massimo del 20% su base annua nel giugno del 1929). Ma come si verifica in tutte le situazioni di bolla finanziaria basate su speculazione ed euforia, il mercato prima o poi torna in equilibrio e questo accade con una spinta alle vendite incontrollate pari, come intensità, a quella che aveva animato gli acquisti in precedenza; in sintesi, l'euforia da cui ha origine la bolla viene seguita da fenomeni di panico che, causando una vera e propria "corsa agli sportelli", ne provocano inevitabilmente lo scoppio¹¹.

⁹ Galbraith J.K. *Il Grande Crollo*, Edizione BUR Rizzoli (2009), pag. 15.

¹⁰ <https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

¹¹ *Ibidem*

2. Le conseguenze della crisi

La Grande Crisi dell'ottobre 1929 fu l'inizio di una fase depressiva che sarebbe durata parecchi anni, influenzando sensibilmente l'evoluzione dell'economia mondiale. Secondo Galbraith, i fattori principali di tale depressione vanno cercati soprattutto in cinque punti:

- “ 1. *la fortissima sperequazione nella distribuzione del reddito negli U.S.A., con pochi ricchissimi e molti poverissimi*
3. *uno scarso senso della legalità nelle imprese americane: la composizione del management delle “società per azioni” era inquinata da speculatori, truffatori,*
4. *una cattiva struttura del sistema bancario: troppe piccole banche destinate a fallire alle prime difficoltà finanziarie;*
5. *lo stato traballante della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.*

A rendere inevitabile il crollo si aggiungeva il basso livello della cultura economica degli imprenditori e degli operatori finanziari, nessuno dei quali aveva lontanamente intravisto il baratro verso cui si stava precipitando”¹².

La crisi dunque ebbe origine nell'economia “reale” e il crollo di *Wall Street* rappresentò in realtà il detonatore di situazione economica generale assai fragile e scompensata, descritta a grandi linee nel precedente paragrafo. Come si è visto, la risposta governativa negli Stati Uniti alla riduzione di domanda e prezzi dei beni agricoli fu primariamente tesa a "difendere" il settore agricolo con una politica protezionistica di dazi. Questa risposta fu estesa nel giugno del 1930 anche agli altri settori che via via entrarono in crisi.

¹²Galbraith 2009, op. cit.

L'approccio di stampo protezionistico si rafforzò quindi a seguito del crollo di *Wall Street* dell'ottobre del '29 e la sua estensione verso tutti i paesi esportatori anche europei portò a un collasso del commercio internazionale.

John Maynard Keynes, uno dei più grandi economisti di quell'epoca, affermò che la Grande Depressione fu conseguenza delle scelte di politica fiscale del governo americano: perseguendo una linea di rigore fiscale invece di una politica fiscale espansiva, avrebbe causato una diminuzione della domanda privata e della domanda di investimenti. Lo scoppio della bolla agì come un detonatore, e l'irrigidirsi delle misure protezionistiche proprio nei giorni del crollo della Borsa indusse i partner commerciali ad intraprendere azioni di ritorsione contro i prodotti americani, portando a significative riduzioni delle esportazioni ed al crollo della domanda interna¹³.

La Grande Depressione che ne conseguì, ebbe effetti recessivi devastanti ad ampio spettro geografico (America del Nord, America del Sud e Europa) sotto diversi profili: anche i prezzi dei prodotti industriali subirono una drastica pressione al ribasso a causa della contrazione della domanda, determinando gravi difficoltà per le imprese nel far fronte ai loro debiti ed un vero e proprio tracollo del commercio internazionale. Come estrema conseguenza ci fu un drastico decremento dei redditi dei lavoratori, del reddito fiscale, dei prezzi e dei profitti¹⁴.

Nello specifico della situazione USA, nell'ottobre del 1930 si registrò un'ondata di fallimenti che riguardò soprattutto le piccole banche rurali negli stati del Missouri, Indiana, Illinois, Iowa, Arkansas e North Carolina. Nel solo mese di novembre fallirono 256 banche, dotate di 180 milioni di depositi diffondendo il panico anche in altri stati, cosicché nel mese successivo fallirono altre 352 banche con 370 milioni di dollari di

¹³Keynes J.M. *Come uscire dalla crisi*. Laterza 2004

¹⁴ <https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

depositi¹⁵. Il fallimento più impressionante riguardò la *Bank of the United States*, l'11 dicembre 1930, che era dotata di 200 milioni di dollari in depositi e fu la più importante banca commerciale che fosse mai fallita nella storia degli Stati Uniti¹⁶.

L'allora Presidente USA Hoover intraprese numerose misure per sostenere l'economia del Paese in uno dei momenti più critici della sua storia:

- l'RFC - *Reconstruction Finance Corporation Act*. Firmato da Hoover nel 1932 per fornire aiuti finanziari a ferrovie, istituti di credito e società commerciali. Con l'approvazione dell'*Emergency Relief Act* nel luglio 1932, il suo "campo d'azione venne ampliato al fine di includere il sostegno all'agricoltura ed il finanziamento delle opere pubbliche statali e locali. La RFC fu poco utilizzata sotto la presidenza uscente Hoover, mentre durante gli anni del New Deal contribuì notevolmente alla ripresa economica. Tuttavia, benchè nata come agenzia indipendente e apolitica, la RFC fu gradualmente coinvolta in giochi di potere man mano che le sue funzioni aumentavano e venivano erogate ingenti somme di denaro¹⁷.
- La moratoria sui pagamenti internazionali (*Young Plan*). Quando fu chiaro che la Germania non avrebbe potuto onorare gli esorbitanti pagamenti annuali relativi ai debiti riportati dalla sconfitta durante la II Guerra Mondiale, il presidente Hoover fu costretto a riconoscere l'interdipendenza tra debiti di guerra e riparazioni inflitte al Paese europeo. Il 20 giugno 1931 propose una moratoria di un anno su tutti i pagamenti intergovernativi di debiti e riparazioni. Il "piano Young", presentato da una commissione presieduta dall'economista Owen D. Young, riduceva

¹⁵ Klebaner B. *Commercial Banking in the United States: A History* cit., p. 131

¹⁶ Friedman M., Schwarz A.J. *Il dollaro, Storia monetaria degli Stati Uniti* cit., p. 188

¹⁷ <https://www.britannica.com/topic/Reconstruction-Finance-Corporation>

il debito del 20% suddividendolo in rate da pagare in 58 anni (l'ultima nel 1988); inoltre, divideva il pagamento annuale (nell'ordine dei 473 milioni di dollari) in due parti: una parte senza condizioni, per un terzo della somma, e la restante parte che poteva essere posposta¹⁸.

- il *Glass-Steagall Act*. La legge bancaria del 1933 nota come *Glass-Steagall Act* dal nome dei suoi promotori, il senatore Carter Glass e il deputato Henry B. Steagall, istituì negli USA la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) negli Stati Uniti; inoltre introdusse riforme bancarie per controllare la speculazione. La principale fra queste prevedeva l'introduzione di una netta separazione tra attività bancaria tradizionale e attività bancaria di investimento. Le due attività non potevano essere esercitate dallo stesso intermediario, conseguendo in tal modo la separazione tra banche commerciali e banche di investimento. Questa parte della legge fu cancellata da Bill Clinton nel 1999¹⁹.
- Nuove politiche della *Federal Reserve*. Per fronteggiare la deflazione costante dei prezzi, Hoover optò per la diminuzione dei tassi di interesse che, assieme al tasso di sconto della Federal Reserve a 1,5%, doveva garantire una maggiore facilità di accesso a ingenti quantità di denaro per le banche e, di conseguenza, anche per i loro clienti. Tuttavia si potrebbe obiettare che in una situazione di crisi ed incertezza economica non è detto che ad una maggiore offerta di denaro faccia seguito una maggiore domanda dello stesso; in generale, spesso mancavano le condizioni per chiedere dei prestiti e per garantirne la restituzione²⁰. Il provvedimento fallì il suo scopo e i prezzi continuarono la loro caduta libera.

¹⁸ <https://www.britannica.com/event/Young-Plan>

¹⁹ <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/glass-steagall-act.html>

²⁰ Galbraith J.K. 2016, po. Cit. pp. 223-4.

Inoltre, Hoover non adottò un programma statale, e quindi centralizzato, di assistenza a livello sociale, affidando tutto ai governi federali e all'assistenza privata. La grave crisi economica e finanziaria mise in ginocchio centinaia di migliaia di americani, causò il fallimento di numerose aziende, l'incremento vertiginoso della disoccupazione (oltre il 25% della popolazione attiva) e una severa contrazione del reddito. Infine, le esigenze nazionali spinsero gli istituti finanziari degli Stati Uniti a richiamare i prestiti erogati all'estero (30 miliardi di dollari) estendendo gli effetti recessivi della crisi su scala mondiale²¹.

La Grande Depressione fu un periodo caratterizzato dall'aumento della criminalità, sia organizzata che non: gli Stati Uniti affrontarono una nuova ondata di criminali, a seguito dei cambiamenti di Cosa Nostra statunitense (su tutti l'arresto di Al Capone nel 1930) e della creazione di bande criminali oltre che dell'affermazione di vari *gangster*. Queste bande criminali rapinavano soprattutto banche, ma vi furono anche dei sequestri di banchieri e di milionari

Nel pieno della crisi si svolse la campagna elettorale presidenziale che nel 1933 portò alla guida del Paese Franklin D. Roosevelt, che rimase alla Casa Bianca per ben 12 anni, dal 1933 al 1945. Dal giorno stesso del suo insediamento alla Casa Bianca, Roosevelt prese provvedimenti forti ed immediati, e propose una serie di riforme che avrebbero modificato profondamente gli assetti del sistema bancario e finanziario americano, influenzandolo anche negli anni successivi.

²¹ <https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

1. L'intervento dello stato ed il New Deal

La vittoria di Roosevelt con il relativo cambiamento del quadro politico nel paese, e con il cambio di passo nello stile di governo della nuova amministrazione, più deciso e determinato, assieme all'aggravarsi della depressione economica, furono fattori fondamentali per sbloccare lo stallo nel quale si stavano impantanando gli USA.

Con l'avvio della presidenza Roosevelt inizia il *New Deal* o "Nuovo Corso", periodo durato dal 1933 al 1938 e contraddistinto da diversi provvedimenti volti a dare sostegno agli strati più colpiti dalla grande depressione, a riformare le regole di affari e finanza, a rilanciare il sistema economica: sono le cosiddette tre R: *relief, reform, recovery*, ovvero sollievo, riforma, ripresa.

Per prima cosa, rispetto al dilemma tra gli obiettivi internazionali e quelli interni Roosevelt sembrò deciso a porre in primo piano quelli interni. Nel dettaglio, ecco i principali ambiti relativi agli interventi portati avanti dal New Deal:

- Lavori pubblici: interventi straordinari che produssero 4 milioni di posti di lavoro.
- Assistenza Sociale: interventi eccezionali a favore di disoccupati, malati, giovani; istituzione di un sistema previdenziale e pensionistico federale. L'atto di maggior peso del secondo pacchetto di riforme fu senza dubbio il *Social Security Act*, destinato a istituire negli Stati Uniti un sistema di sicurezza e di protezione sociale sul modello di altri stati. Il provvedimento, finanziato dai contributi dei datori di lavoro e dei lavoratori nonché

con i fondi del bilancio federale, erogava contributi in caso di disoccupazione, vecchiaia e disabilità²².

- Riforma del sistema finanziario: le banche furono poste sotto l'autorità dei governatori della *Federal Reserve System* ed il mercato azionario posto sotto il controllo di una commissione federale. Il 6 Marzo del 1933 fu proclamata la *bank holiday* o “vacanza bancaria” inizialmente di 8 giorni consecutivi (poi ridotti a quattro), al fine di sondare la liquidità e la solidità degli istituti di credito, prima della riapertura²³ e sospese la convertibilità dell'oro e le esportazioni di oro, sospendendo di fatto il *gold standard*. Il Presidente sospese il *gold standard* per perseguire il suo maggiore obiettivo interno: la reflazione e l'uscita dalla depressione, attraverso una politica espansiva e che portasse alla ripresa del Pil e dell'occupazione²⁴. Quattro giorni autorizzò il nuovo Segretario al Tesoro William Woodin di predisporre delle licenze per la riapertura delle “*member bank*” che dimostravano una certa solidità; le “*nonmember bank*” avrebbero potuto riaprire in seguito all'autorizzazione delle autorità di ogni singolo Stato²⁵. Il primo provvedimento di emergenza fu l'*Emergency Banking Reliefs Act*, emanato il 16 giugno del 1933. Il testo finale del *Banking Act* fu anche il frutto di un compromesso che rappresentò tuttavia un cambiamento profondo nella storia del sistema finanziario americano soprattutto grazie alle due misure più importanti e incisive previste dalla legge: la separazione tra banche

²² Dalla Costa M. *Famiglia, welfare e stato tra Progressismo e New Deal*. Milano: FrancoAngeli 1992.

²³ Proclamation No. 2039, March 6, 1933 in Franklin D. Roosevelt, *The public papers and addresses of Franklin D. Roosevelt*. Volume two, *The year of crisis, 1933: with a special introduction and explanatory notes by President Roosevelt*. [Book 1], *The Public Papers of the Presidents of the United States*, University of Michigan Digital Library, p.v24

²⁴ Crabbe L. *The international gold standard*. op. cit., p. 436

²⁵ *Ibidem* p. 434

commerciali e banche d'investimento e l'introduzione di un'assicurazione federale sui depositi bancari:

- Il *Glass-Steagall Banking Act* (1933) vietò alle banche commerciali di operare nel settore finanziario, per evitare che venissero utilizzati i depositi ai fini speculativi. Inclusa in questa legge fu l'introduzione della *Federal Deposit Insurance Corporation*, che garantiva la copertura dei depositi dei singoli risparmiatori fino all'ammontare di 5000 dollari²⁶
 - Il *Securities and Exchange Act* istituì una commissione di controllo sulle operazioni di borsa. Nella stessa legge era presente anche una norma che vietava le azioni speculative e la cessione di azioni senza il pagamento di almeno il 55% del valore della transazione²⁷.
- Politica agricola: Il settore agricolo, gravemente colpito dalla depressione, è stato interessato dall'*Agricultural Adjustment Act* che ha sovvenzionato gli agricoltori che riducevano i raccolti e gli allevatori che eliminavano l'eccesso di bestiame. Obiettivo della legge era quello di ridurre la forte sovrapproduzione agricola e, contemporaneamente, di far aumentare i prezzi che avevano subito un notevole ribasso. Le sovvenzioni agli agricoltori erano finanziate da un'apposita imposta sulle società²⁸.
- Politica industriale: Il *National Industrial Recovery Act*, approvato dopo un non facile iter parlamentare, garantiva la protezione dei sindacati e la concorrenza leale fra le imprese. Questa legge inoltre

²⁶ Jones A.M. *Storia degli Stati Uniti d'America, dalle prime colonie inglesi ai giorni nostri*. Bompiani 2009 p. 417

²⁷ Ibidem

²⁸https://web.archive.org/web/20130728095437/http://www.pbmstoria.it/dizionari/storia_mod/r/r100.htm

ha regolato il prezzo di alcuni beni di prima necessità e ha istituito la *Public Works Administration*, un'agenzia federale destinata a costruire grandi opere pubbliche (dighe, scuole, ospedali, case popolari, tribunali). Dichiarata incostituzionale nel 1935, essa fu sostituita dalla legge Wagner (diritto di sciopero, la libertà di associazione sindacale e la contrattazione collettiva).

- Pianificazione: nasceva la *Tennessee Valley Authority*, Ente per lo sviluppo della valle del Tennessee che interessa sette stati meridionali e detiene speciali poteri di governo per la realizzazione e lo sfruttamento di opere pubbliche e di promozione di iniziative industriali pubbliche. E' la più concreta attuazione delle idee di Keynes, che collabora direttamente e indirettamente con l'amministrazione.
- Bilancio: Un forte taglio delle spese fu ottenuto con la legge di bilancio (*Economy Act*) del 14 marzo 1933: «*riorganizzazione del sistema pensionistico dei veterani [della Prima Guerra Mondiale] e riduzione delle pensioni [...]; una riduzione dei salari dei Membri del Congresso; una riduzione dei salari dei Membri del Governo Federale*»²⁹

Benchè non fosse un programma di interventi economici sempre coordinati e coerenti fra loro, e fosse spesso oggetto di critiche da parte degli oppositori di Roosevelt, il *New Deal* rappresentò un radicale cambiamento nei rapporti fra economia e politica, e fra i cittadini e lo Stato; grazie all'energia e alla fiducia che Roosevelt dimostrava nel futuro del Paese, i cittadini statunitensi abbandonarono gradualmente il sentimento di rassegnazione che aveva accompagnato i primi anni della depressione. Furono gettate le basi del "*welfare state*", un sistema in cui lo Stato assicurava alla popolazione dei diritti fondamentali come l'assistenza e la

²⁹ Schlesinger A.M. Jr., op. cit. (trad. dell'autore).

vita dignitosa in caso di disoccupazione o vecchiaia. Il ruolo dello Stato assunse un significato diverso anche in ambito economico: il potere pubblico aveva acquisito un ruolo di regolazione del sistema economico al fine di scongiurare la nascita di forti tensioni sociali.

I risultati del *New Deal* sono contrastanti; ad esempio, i disoccupati che nel 1932 erano 12,5 milioni, nel 1937 scesero a 7,5 per poi risalire a quota 10 milioni nel 1938, anno in cui ci fu una nuova crisi economica. Solo l'industria bellica a pieno regime, durante la Seconda Guerra Mondiale, riuscirà ad assorbire altri senza lavoro.

Anche se probabilmente il *New Deal* non favorì una piena ripresa economica, gli americani percepirono quel periodo come caratterizzato da forte fiducia e ottimismo, e considerarono Roosevelt come un Presidente che aveva saputo dare risposte concrete alle esigenze dei cittadini.

4. L'impatto sulle banche italiane

Come già visto, tutti i paesi europei risentirono in varia misura del tracollo economico americano e delle misure protezionistiche degli Usa che provocarono, a cascata, l'adozione di soluzioni analoghe in difesa delle industrie nazionali.

In sintesi, la crisi divenne da locale a globale perché

- dopo la prima guerra mondiale, l'economia degli Stati Uniti aveva assunto un ruolo centrale in internazionale. Gli Usa erano i principali fornitori di capitali nell'economia internazionale successiva alla Grande Guerra: il ritiro dei crediti, imposto dalla necessità di liquidità, mise in crisi le finanze e le economie dei paesi

europei in ricostruzione, primi tra tutti Germania e Austria, i Paesi sconfitti.

- il dilagare delle misure protezionistiche adottate dagli Usa che vennero emulate da tutti gli altri Paesi, conseguirono in una nuova fase di chiusura di mercati e frontiere.
- la crisi dell'economia agraria, bancaria e monetaria portarono ad una proletarizzazione del ceto medio e al diffondersi della miseria. Questo fenomeno favorì la crisi delle istituzioni statali ed il nascere di dottrine nazionalsocialiste, facendo da apripista agli accadimenti che portarono poi alla seconda guerra mondiale.

In Austria la crisi portò nel 1931 alla chiusura della Kredit-Anstalt, istituto di credito cui erano legate molte banche dell'Europa centrale. L'Inghilterra registrò un forte calo della produzione industriale, un deficit crescente e una disoccupazione dilagante ma riuscì a scongiurare la crisi sospendendo la parità aurea della sterlina nel 1931 e svalutandola del 30% circa. In Francia, la crisi giunse più tardi nel 1935, e venne affrontata con una politica deflazionistica, di compressione della spesa pubblica e dei consumi. La Russia, seppure svincolata dall'economia statunitense, subì un duro colpo a causa della cessazione dei prestiti americani e dei ribassi dei prezzi dei prodotti agricoli; ciò influì sul primo piano quinquennale, che contava molto sull'esportazione di tali prodotti per finanziare l'acquisto dei macchinari industriali dall'estero³⁰.

In Italia, il regime fascista dovette affrontare la crisi seguendo innanzi tutto la via della deflazione: tra il 1930 ed il 1931 il reddito nazionale reale toccò nel nostro Paese il livello più basso e dal 1932 al 1934 si registrarono i più alti livelli di disoccupazione, che tornò a scendere solo nel 1935 con la guerra in Etiopia³¹.

³⁰ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisi-29-mondo.htm>

³¹ *Ibidem*

4.1 Situazione bancaria italiana negli Anni 20

Al termine del primo conflitto mondiale il sistema creditizio italiano si presentava ancora incapace di affrontare le difficoltà finanziarie della riconversione industriale. Le innovazioni introdotte non modificarono il sistema bancario ma furono incentrate, per lo più, sulla difesa e gestione dei pacchetti azionari di controllo mediante: la diffusione di azioni a voto plurimo e la costituzione di società finanziarie aventi per scopo la razionalizzazione del controllo societario. Le imprese che riuscirono ad ottenere l'autonomia finanziaria erano soprattutto industrie belliche, mantenute dalle commesse dello stato³².

Tra il 1922 e il 1925 si svilupparono forme di controllo e di finanziamento indirette, mediante operatori o istituzioni di copertura (ad esempio gli agenti di borsa), ai quali le banche fornivano i finanziamenti che questi utilizzavano in riporti. Anche le *holding* bancarie, adottavano modalità di finanziamento indirette, attraverso la concessione di crediti alle società controllate. Quest'ultime, utilizzavano i crediti per l'acquisto della azioni emesse dalla capogruppo e questa, a sua volta, li riutilizzava per acquistare altri pacchetti azionari o per difendere la sua posizione di controllo da eventuali scalate³³.

La costituzione di gruppi industriali, con a capo una *holding* bancaria, già agli inizi degli anni Venti manifestò segnali di instabilità derivanti da complesse operazioni finanziarie realizzate per il procacciamento dei mezzi finanziari. non permisero l'instaurazione di stabili rapporti di fiducia tra banca e industria. Le banche si ritrovarono acquirenti di titoli dai quali dipendeva la possibilità di erogare

³² Conti G. op. cit. p. 322

³³ Ivi p. 323

finanziamenti alla clientela, la solvibilità patrimoniale dei debitori e della banca stessa³⁴.

Era inevitabile che un'eventuale crisi pur colpendo un solo settore, si sarebbe espansa anche sull'altro. Alla crisi della Società Bancaria Italiana seguì il crollo della Banca Italiana di Sconto³⁵ nel 1921, evidenziando nuovamente l'esistenza di una lacuna normativa nel settore creditizio, incapace di tutelare il sistema economico nazionale.

I provvedimenti legislativi del 1926 rappresentarono una risposta diretta alle condizioni critiche in cui versava il sistema economico ed, in particolar modo, quello bancario-finanziario, del nostro Paese.

Si trattava delle prime riforme strutturali che portarono alla formazione di un nuovo sistema improntato su un rigido principio di separatezza tra banca e industria. per la tutela del risparmio: (R.D.L. 7 settembre 1926, n. 1511, e 6 novembre 1926, n. 1830 rispettivamente convertiti in legge il 23 giugno 1927, n. 1107 e 1108).

Questi provvedimenti erano finalizzati alla realizzazione del risanamento monetario e bancario, mediante l'unificazione degli istituti di emissione. Il R.D.L. 6 maggio 1926 n. 812, che li aveva preceduti, conferiva alla sola Banca d'Italia il potere di emettere biglietti di banca³⁶.

La legge bancaria del 1926 (R.D.L. n. 1511/1926) introduceva una disciplina comune alle aziende e agli istituti di credito ed alcuni gruppi di norme specifici per ciascuna di queste due categorie di imprese. Alla Banca d'Italia la nuova legge attribuiva la vigilanza con poteri ispettivi sia sulle aziende di credito sia sugli istituti di

³⁴ Ivi p. 324

³⁵ La Banca Italiana di Sconto era nata alla fine del 1914, con la diretta partecipazione al capitale dei fratelli Perrone, azionisti dell'Ansaldo. Le vicende della Banca di Sconto, dalla sua costituzione al crollo, furono intimamente collegate con le manovre realizzate dal suo principale prestatore di finanziamento: il gruppo Ansaldo che necessitava di un adeguato sostegno finanziario per agevolare il ridimensionamento produttivo e la riconversione dell'industria bellica nel primo dopoguerra.

³⁶ Costi R. op. cit. pp. 39-41 ss

credito (si avviava una differenziazione tra aziende ed istituti poi recepita dalla legge bancaria del 1936).

Alle aziende bancarie veniva richiesto un capitale minimo ed imposto il rispetto di vincoli obiettivi, sia per quanto concerne la formazione delle riserve (da alimentarsi con almeno un decimo degli utili fino al raggiungimento del 40% del capitale), sia per quanto atteneva al rapporto minimo consentito tra patrimonio e depositi (stabilendo che il primo non può essere inferiore ad un ventesimo dei secondi, comunque costituiti). Veniva così introdotto l'istituto della riserva obbligatoria, con lo scopo di favorire la liquidità e la stabilità delle aziende di credito.

Gli anni Venti corrisposero, tuttavia, alla fase di maggiore coinvolgimento delle banche miste nell'industria e al periodo in cui si costituirono numerosi gruppi creditizio-industriali fra le grandi imprese incapaci di autofinanziarsi e le banche miste che rivestivano il ruolo di *holding* capogruppo³⁷.

Si crearono così stretti rapporti tra la banca di Sconto e l'Ansaldo, tra il Credito Italiano e la Fiat, tra Comit e Fiat, ecc.

4.2 La Grande Depressione in Italia

Il dilagare dagli USA all'Europa della grande crisi economica del 1929, generò prima l'instabilità e poi la crisi delle banche italiane. Ne è un esempio la crisi del "sistema Comit", i cui problemi iniziarono con la artificiale rivalutazione della lira a "quota novanta" come imposto da Mussolini penalizzando le aziende esportatrici, e con la successiva politica deflazionistica che ebbe effetti negativi sulla

³⁷ Guaccero A. op. cit. p.18

liquidità delle imprese ad essa associate, tale da costringere la banca alla difficile ricerca di capitali per concedere ulteriori finanziamenti.

Subito dopo la prima guerra mondiale e sino al 1931, la Banca commerciale Italiana (Comit) realizzò un ambizioso programma di espansione della propria attività all'estero approfittando della situazione favorevole, che si era venuta a creare in seguito alla sconfitta degli imperi centrali. Il nuovo contesto che si era creato aveva portato all'apertura di zone economiche sino ad allora poco accessibili all'industria italiana. Fu in questo periodo che la Comit si impegnò nella costruzione del suo comparto estero attraverso, l'acquisizione di partecipazioni di banche ed industrie straniere dell'Europa centro-orientale e attraverso il potenziamento della rete bancaria creando nuove banche affiliate.

Nel 1911 fu aperta la prima filiale a Londra seguita da quella di New York nel 1918. Quest'ultima non fu una scelta del tutto casuale, se si considera che la piazza americana stava soppiantando quella inglese. In Europa, la Comit acquistò partecipazioni azionarie nei settori siderurgico, minerario e meccanico, con l'obiettivo di integrare l'attività bancaria con quella industriale e commerciale, coordinandola con la realtà italiana. Nacque così un complesso bancario-industriale che perseguiva una serie di obiettivi di carattere economico in ambito internazionale denominato "sistema Comit". Il suo scopo era quello di finanziare l'industria italiana ed il commercio con l'estero. La Comit fu costretta a ridimensionare i suoi obiettivi, con il dilagare della crisi degli anni 20, di integrare varie attività preferendo espandere solo l'attività bancaria attraverso la costituzione di nuove filiali³⁸.

³⁸ Di Quirico R., Il sistema Comit. Le partecipazioni estere della Banca Commerciale Italiana tra il 1918 e il 1931. *Rivista di Storia Economica* n. 2, 1995, pp. 175 ss.

Alla vigilia della crisi del '29 la Comit era pesantemente immobilizzata e la maggior parte delle sue partecipazioni azionarie erano costituite da azioni di società italiane. Le risorse di cui disponeva erano costituite soprattutto da fondi a breve, dei quali il 20% provenienti dall'estero³⁹.

Il dilagare della crisi ridusse drasticamente la possibilità di reperire capitali sui mercati finanziari mondiali e il contemporaneo ritiro generalizzato dei fondi a sua disposizione rese insostenibile il suo ruolo di finanziatrice dell'industria italiana, e costrinse lo Stato ad intervenire non solo per salvare la Comit, ma anche le imprese ad essa collegata.

Nel 1931 la Comit iniziò la prima fase di smobilizzo del suo portafoglio azionario, cedendo alla Sofindit le sue partecipazioni in tutti i settori tranne quello bancario. Successivamente cedette il suo intero portafoglio di partecipazioni all'IRI⁴⁰.

L'intervento dello Stato a sostegno delle banche divenne indispensabile: si trattò di vere e proprie operazioni di salvataggio realizzate mediante interventi riformatori che portarono, in un primo momento, alla creazione dell'IRI e poi alla successiva elaborazione di un nuovo ordinamento del sistema bancario (la legge bancaria del 1936/38), che aveva una propria autonomia giuridica e soprattutto, disponeva dei mezzi patrimoniali (provenienti essenzialmente dalla Banca d'Italia), per far affluire, attraverso le finanziarie, il denaro necessario alle banche per ristabilire la loro liquidità e la loro stabilità patrimoniale⁴¹.

³⁹ Ibidem

⁴⁰ Ibidem

⁴¹ Costi R. op. cit. p. 50 ss

4.3 Imprenditoria statale e legge bancaria del 1936

L'Istituto Mobiliare Italiano - IMI venne creato (R.D.L. 13 Novembre 1931, n. 1398) per sostituire le ormai ex-banche miste in quello che era il loro *core business*: il finanziamento a medio e lungo termine dei settori industriali strategici, in particolare dell'industria cosiddetta "pesante". Questi investimenti furono finanziati attraverso l'emissione di obbligazioni garantite dallo Stato, ma l'IMI «operava in forma bancariamente ortodossa, nel senso che ricusava interventi di salvataggio delle imprese non in armonia rispetto alla legge istitutiva»⁴².

La sua costituzione non fu assolutamente sufficiente a realizzare un miglioramento delle condizioni dell'economia italiana: «il sistema era arrivato tutto insieme ad una svolta per la quale era impensabile ipotizzarne il salvataggio soltanto di una parte»⁴³.

La "svolta" fu la creazione dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale - IRI, istituito attraverso il R.D.L. 23 gennaio 1933 n. 5. L'IRI venne creato per far fronte a due grandi questioni:

1. Riorganizzare il sistema creditizio italiano.
2. Riorganizzare, sia a livello tecnico che finanziario, l'attività industriale del Paese ormai del tutto sconvolta dalla crisi.

Pochi mesi dopo la sua costituzione, il nuovo istituto assunse il controllo delle banche ed anche delle partecipazioni da esse possedute, sostituendo nei fatti le banche miste nel ruolo di sostegno al mercato finanziario e al sistema industriale⁴⁴.

Dopo essere entrata in possesso del 100% del capitale azionario della Sfi e della Sofindit, l'IRI iniziò a svolgere un importante ruolo attivo nella

⁴²La Francesca S. op. cit. p.173.

⁴³Ivi pag. 174

⁴⁴«la grande industria alleggerisce così il proprio indebitamento e le grandi banche rientrano dei propri crediti incagliati. La pubblicizzazione ne costituisce la corretta contropartita» La Francesca S op. cit. p.177.

riorganizzazione di alcuni settori industriali, come ad esempio con la Società Idroelettrica Piemonte il cui debito nei confronti della Comit era di oltre un miliardo.

L'attività di riorganizzazione della Sezione Smobilizzi fu molto intensa per tutto il 1933. Questa sezione riuscì a ridurre il debito dell'Istituto di liquidazioni, cui era subentrata, nei confronti della Banca d'Italia; fu stipulato allo scopo un contratto con il Consorzio di Credito il quale «*si impegnava ad emettere per conto dell'IRI obbligazioni per un valore nominale di un miliardo ad un tasso di interesse effettivo per l'Istituto del 4,77 per cento*»⁴⁵.

Di seguito alcuni dati⁴⁶ sulle partecipazioni dell'IRI che, in virtù del suo importante ruolo nell'economia italiana, nel 1937 fu trasformato da ente temporaneo di smobilizzo a ente permanente:

- L'IRI arrivò a controllare a controllare il 100% dell'industria siderurgica bellica, e dell'estrazione del carbone, ed il 90% dell'industria delle costruzioni navali; C)
- Controllava anche il 40% dell'industria siderurgica comune;
- «*Alla fine l'IRI si trovò a possedere il 94% della Commerciale, il 78% del Credito e il 94% del Banco di Roma [...] [e] circa il 21% del capitale azionario delle società per azioni presenti in Italia e, considerate le catene di controllo, il 42% del capitale azionario*»⁴⁷.

Le partecipazioni nelle tre banche vennero cedute nel marzo 1934 chiudendo definitivamente «*la vicenda, alquanto complessa, dello smobilizzo pubblico delle banche miste*»⁴⁸; una nuova era dei rapporti industria-banca-stato poté dirsi definitivamente inaugurato, ed erano ormai maturi i tempi per una riforma organica del sistema bancario italiano.

⁴⁵ Toniolo G op. cit. p. 325

⁴⁶ Ibidem p. 331

⁴⁷ Giordano F. op. cit. p. 30

⁴⁸ Toniolo G op. cit. p. 346

A tal proposito, Il r.d.l. del 12 marzo 1936 n. 33 si dedica in particolare alla tutela del risparmio sottolineandone il carattere “pubblico”: *«La legge del 1936 esplicita la tutela del risparmio, insieme all’esercizio del credito, come funzione di interesse pubblico [...] estendendone la definizione non solo al deposito bancario, ma anche all’azione, all’obbligazione e agli altri valori mobiliari di varia natura»*⁴⁹.

Ci fu un prezzo da pagare per una maggiore tutela dei risparmiatori: il controllo costante da parte dello Stato, utilizzato anche come strumento di politica economica, secondo una tendenza dirigista.

Diverse parti del Decreto influirono notevolmente sul sistema bancario italiano:

1. *«La Banca Commerciale Italiana, il Credito Italiano ed il Banco di Roma ricevevano formalmente il riconoscimento di “banche di interesse nazionale”, erano considerate banche di interesse nazionale soltanto quelle banche aventi filiali in almeno trenta province»*⁵⁰. Queste banche mantennero un carattere privatistico, mentre Banco di Napoli, Banco di Sicilia, Banca Nazionale del Lavoro, Istituto Bancario San Paolo di Torino e Monte dei Paschi di Siena vennero dichiarati istituti di credito di diritto pubblico;
2. Venne istituito l’Ispettorato per la difesa del risparmio e l’esercizio del credito presieduto dal governatore della Banca d’Italia. Esso accentrò funzioni di regolamentazione del sistema bancario prima divise tra molti altri organi;
3. La Banca d’Italia fu trasformata *«in istituto di diritto pubblico, al cui capitale sociale possono partecipare solo la Cassa depositi e prestiti e gli altri istituti bancari appartenenti alla sfera pubblica, oltre che enti assicurativi e previdenziali pubblici»*⁵¹. Essa, inoltre,

⁴⁹ Giordano F. op. cit. p. 39

⁵⁰ La Francesca S. op. cit p. 195

⁵¹ Giordano F. op. cit. p. 52

acquistò maggiore indipendenza dal governo in materia di nomina del governatore e dei membri del Consiglio superiore. Questa maggiore indipendenza ne rafforzò il ruolo sempre più centrale nel sistema economico italiano;

4. Secondo la legge del 1936 «*gli istituti e le aziende di credito sono distinti in raccoglitori di risparmio a breve termine da un lato, a lungo termine dall'altro*»⁵². Gli istituti di credito di diritto pubblico e le Banche di interesse nazionale furono definiti come raccoglitori di risparmio a breve termine. Il controllo della Banca d'Italia era strettissimo: fissava i quozienti patrimoniali, forniva un'autorizzazione preventiva per l'emissione di azioni, obbligazioni e valori mobiliari, sceglieva i «*mezzi per evitare gli aggravamenti dei rischi bancari derivanti dal cumulo di fidi*»⁵³;
5. Erano confermati, per le aziende che raccoglievano il risparmio a breve, obblighi già vigenti in precedenza «*quali l'iscrizione all'albo, l'autorizzazione per l'apertura di filiali, i limiti di fido e la trasmissione dei bilanci all'Ispettorato*»⁵⁴.

La legge bancaria del 1936 operò senza grandi cambiamenti fino al 1993; essa costituì la base del consolidamento del sistema bancario italiano, che consentirà al sistema economico italiano del dopoguerra di avere un sistema finanziari equilibrato con normative che agevoleranno la ricostruzione.

⁵² Giordano F. op. cit. p. 53

⁵³ La Francesca S. op. cit. p. 194

⁵⁴ Giordano F. op. cit. p. 54

CAPITOLO II

La Crisi del 2007-2008: origine, evoluzione, conseguenze

2.1 Origine ed implicazioni della crisi negli USA

Esiste ancora adesso l'idea che la crisi finanziaria statunitense del 2007 sia stata scatenata da una "*crisi dei mutui subprime*". Meglio quindi precisare che, sebbene questa sia stata *anche* una crisi finanziaria, e in particolare modo innescata dal fallimento di questo particolare tipo di mutui immobiliari ipotecari concessi a clienti al di sotto (*sub*) dello standard dei clienti *prime* (coloro i cui redditi sono abbastanza elevati da rendere del tutto normale il pagamento della rata), essa affonda le sue radici in un preciso funzionamento (o malfunzionamento del capitalismo contemporaneo).

Tra il 2000 e il 2005 cominciarono ad aumentare le preoccupazioni, a livello internazionale, sulla rischiosità del sistema finanziario statunitense. Vi era piena consapevolezza che il debito privato delle famiglie statunitensi costituiva una seria fragilità per il sistema economico.

Dopo l'11 settembre del 2001, la FED-Banca Centrale Americana, in risposta alla crisi della bolla di internet del 2000 e all'attacco terroristico delle Torri Gemelle, adottò una politica di stimolo economico riducendo i tassi d'interesse fino all'anno 2004. Il basso costo del denaro innescò un meccanismo di ottimismo economico; in quel periodo le imprese cominciano ad investire, aumentano i posti di lavoro, crescono i consumi e

le persone sono particolarmente disposte a contrarre mutui per soddisfare bisogni significativi come quello della casa⁵⁵.

Dal 2000 l'elevata richiesta del mercato immobiliare e il suo continuo sviluppo producono un aumento fortissimo del prezzo delle abitazioni, che perdurerà fino alla metà del 2006, creando una bolla speculativa, anche conosciuta come "bolla immobiliare". Per rendere possibile l'incentivazione "abnorme" del mercato immobiliare, le banche americane cominciano a concedere mutui ai cittadini con richieste di garanzie minime per importi pari al 100%-130% del valore dell'immobile oggetto del mutuo. Nascono quindi i mutui *subprime*, mutui a rischio detti anche NINJA (*No Income, No Job or Asset*, ossia nessun reddito, nessun lavoro o garanzia finanziaria).

La possibilità che ciò avvenga risiede nel meccanismo di apparente ed ingannevole annullamento del rischio stesso. Alla base di questo circuito, vi sono le società di ingegneria finanziaria che progettano il prodotto *tossico*, attore materiale della crisi, ossia, CDO (*collarized debt obligation*) e CDS (*credit default swap*), ovvero mutui immobiliari cartolarizzati e trasformati in obbligazioni).

Le banche commerciali cominciano ad erogare mutui immobiliari ai clienti, e mediante l'operazione di cartolarizzazione vendono le obbligazioni derivate alle banche d'affari che le collocano direttamente sul mercato. In questo modo, tende a crearsi un circolo vizioso: la vendita delle obbligazioni strutturate non solo permette il trasferimento del rischio sul mercato finanziario, ma l'entrata di continua liquidità, derivante dalla vendita, viene utilizzata per sostenere le richieste di nuovi mutui e poi nuovamente per emettere obbligazioni⁵⁶.

⁵⁵ Chiminazzo T. *Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli pr affrontare la crisi e costruire nuovi scenari*, 2009.

⁵⁶ *Ibidem*

Il forte aumento dei prezzi delle case apparentemente fa sembrare che i rischi trasferiti sul mercato immobiliare siano coperti dal valore del bene.

Le agenzie di *rating*, che dovrebbero analizzare questi titoli e misurarne il rischio in maniera consapevole, tendono a promuoverli come investimenti molto sicuri.

A partire dal 2004 i tassi d'interesse americani cominciano a crescere quindi i mutui diventano sempre più costosi e difficili da ripagare provocando lo scoppio della bolla immobiliare. Contemporaneamente infatti, nel 2006 l'aumento dei prezzi delle case si blocca e nel 2007 i prezzi cominciano a precipitare. Nel 2007 a fronte di avvisaglie della crisi dei *subprime*, un'enorme massa finanziaria si sposta su beni rifugio quali le materie prime (oro, petrolio, prodotti alimentari) creando un'ulteriore bolla, che velocemente si gonfia e altrettanto velocemente perde di consistenza, letteralmente bruciando la ricchezza di oltre cento milioni di persone spinte al di sotto della soglia di povertà.

Le banche commerciali che avevano concesso i mutui *subprime*, con prezzi delle case in caduta iniziano a registrare perdite sempre maggiori. Mentre i titoli basati sulle rate degli stessi mutui cominciano a generare perdite. Il loro valore sul mercato si riduce drasticamente, nessuno li vuole più acquistare e tutti li vogliono vendere. Le quotazioni vengono sospese in quanto i titoli non hanno più mercato, ed essendo stati acquistati dalle banche d'affari di tutto il mondo e immessi nei mercati internazionali, la crisi si estende all'intero mercato finanziario globale.

Molte banche americane e grossi imperi finanziari internazionali dichiarano fallimento o pesanti insolvenze. Nella metà del settembre 2008, *Lehman Brothers Holdings Inc.*, società fondata nel 1850, attiva nei servizi finanziari a livello globale, fallisce, Tale fallimento rimarrà alla storia come una delle maggiori bancarotte mondiali: un debito di 613 miliardi di dollari e 26.000 dipendenti che si ritrovano sul lastrico.

Lehman Brothers aveva subito perdite consistenti trovandosi sotto pressione, non riuscendo più a incontrare chi fosse disposto ad acquistarla o a fornirle capitali e trovandosi così costretta ad avviare le procedure di fallimento.

Il fallimento di *Lehman Brothers* fu il momento in cui divenne chiaro che, molto presto, la crisi avrebbe raggiunto proporzioni globali.

I discendenti di Henry Lehman mantennero il controllo della banca fino al 1969; la banca fu poi sotto controllo di *American Express* dal 1984 al 1994, riacquistando l'indipendenza, con l'arrivo di Richard Fuld, l'amministratore delegato che l'avrebbe portata al fallimento, ma che la fece diventare anche una delle più importanti e spregiudicate banche d'affari del paese.

Lehman offriva consulenza ad altre società, le aiutava nel collocamento di azioni o di obbligazioni in borsa e investiva il proprio denaro e il denaro altrui. Nella classifiche delle più grandi banche d'affari, *Lehman* era quarta: davanti a *Bear Stearns* e dietro, nell'ordine, a *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley* e *Merrill Lynch*.

La crisi che portò al fallimento di *Lehman* fu causata da tre fattori, fortemente interdipendenti:

1. le politiche monetarie della FED
2. la deregolamentazione di *Wall Street*
3. le scelte aziendali di Richard Fuld

La deregolamentazione di *Wall Street*, avvenuta negli anni 2000 sotto la presidenza Bush, permise in sostanza alle banche di fare operazioni molto più rischiose e di indebitarsi molto più di quanto potessero fare prima.

Oltre ai grandi nomi, dal 2007 in poi fallirono tante piccole banche ed istituzioni finanziarie in tutto il mondo.

2.2 Le conseguenze della crisi

2.2.1 Le conseguenze della crisi e l'intervento dello stato

Per qualche tempo gli effetti delle turbolenze finanziarie sull'economia reale furono limitati. Ma dall'autunno 2008 la gravità della situazione divenne visibile a tutti: la preoccupazione che la crisi si stesse aggravando e potesse portare ad una nuova depressione come quella del 1929, condusse a drammatici crolli azionari e ad un vistoso decremento della fiducia da parte di imprese e famiglie di tutto il mondo.

La crisi fu, innanzitutto, una crisi di fiducia verso il sistema finanziario in quanto le banche, non fidandosi più reciprocamente, cessarono il prestito interbancario generando una crisi di liquidità.

Si rese necessario l'intervento dei Governi.

L'obiettivo primario fu quello di salvaguardare l'esistenza del sistema stesso, onde evitare effetti devastanti su tutta l'economia in un'escalation progressiva che avrebbe comportato: il crollo dei mercati azionari, il fallimento delle banche, i depositi messi a rischio, il calo del valore dei risparmi delle imprese, la difficoltà delle piccole imprese ad ottenere più prestiti, la riduzione degli investimenti da parte delle imprese e un'incontrollabile successione di licenziamenti.

I primi interventi a sostegno dei mercati finanziari sono stati a carico delle Banche Centrali con politiche di riduzione dei tassi d'interesse e facilitazioni per l'accesso al credito. I Governi sono poi intervenuti con un'immissione di liquidità senza precedenti a sostegno delle banche in difficoltà, in un'azione coordinata a livello soprannazionale, con l'obiettivo primario di creare una garanzia per i prestiti tra le banche e per i depositi del cittadino, onde evitare il rischio che i risparmiatori si precipitassero presso le banche a riscuotere i depositi; in secondo luogo per ricapitalizzare

le banche, rafforzando la base di capitale erosa all'evolversi della crisi e allontanando così il rischio di un fallimento e infine per aumentare la liquidità, consentendone la normale operatività⁵⁷.

A settembre del 2008 il fallimento di *Lehman Brothers* generò fortissime tensioni, dando avvio a una seconda fase della crisi. Cresceva la sfiducia tra le istituzioni finanziarie; gli investitori percepivano che il livello del patrimonio delle grandi banche internazionali era inadeguato a fronteggiare la situazione. Il ricorso al capitale privato da parte degli intermediari diventò più difficile, per alcuni impossibile. Dal 15 settembre i premi sui CDS delle principali banche internazionali aumentarono repentinamente.

Le quotazioni azionarie crollarono: per le banche statunitensi il calo tra il giugno 2007 e la metà di settembre 2008 è stato di quasi il 50 per cento; per le banche europee il calo è stato analogo.

Apparve forte la necessità, per affrontare e superare la fase critica, di coordinamento a livello internazionale. Le misure tese a evitare l'accentuarsi della crisi nel breve termine si sostanziarono nella predisposizione di interventi di ricapitalizzazione e di garanzia delle passività bancarie; in presenza delle forti tensioni sul mercato interbancario, le banche centrali hanno reagito con cospicue iniezioni di liquidità.

Gli interventi dei governi e delle autorità monetarie per preservare la stabilità dei sistemi finanziari hanno avuto effetti positivi sui tassi di mercato monetario.

⁵⁷ Ibidem

2.3 Responsabilità delle banche centrali

Alla base delle responsabilità bancarie vi sono in prima battuta la stabilità finanziaria e la stabilità economica. Per assolvere questo duplice mandato, le Banche Centrali hanno a loro disposizione degli strumenti.

Per quanto riguarda la stabilità finanziaria, si tratta dei prestiti di ultima istanza, con i quali le autorità monetarie forniscono la liquidità a breve termine alle istituzioni finanziarie per ovviare a un'emorragia di fondi; in questo modo le banche centrali contribuiscono a placare le ondate di panico.

Per quanto riguarda la stabilità economica, il principale strumento disponibile alle BC è la politica monetaria, che, in tempi normali, consiste nel manipolare i tassi d'interesse a breve termine.

Se si analizza la fase acuta della crisi, quella verificatasi nel 2008-2009, è di fondamentale importanza considerare il ruolo di prestatore di ultima istanza.

2.4 Gli interventi della politica

FED e Governo degli Stati Uniti non hanno saputo diagnosticare in maniera tempestiva, ma soprattutto corretta, le cause della crisi e di conseguenza la politica monetaria adottata è stata quella di iniettare moneta nel sistema. Questa manovra però, pur se efficace, non ha avuto il peso che ci si aspettava.

Infatti, le autorità degli Stati Uniti tentarono in prima battuta di fronteggiare il *credit crunch*, attraverso l'abbassamento dei tassi d'interesse e l'iniezione di liquidità fresca.

Con la caduta dei titoli in borsa, il governatore della FED Bernanke, concesse un quantitativo di credito illimitato alle banche mediante un immediato abbassamento dei tassi d'interesse. Solo dopo aver iniettato liquidità per quasi venti miliardi di dollari in meno di quattro mesi, la FED cambia direzione e nel mese di dicembre annuncia che accetterà, a garanzia dei prestiti a breve termine, i titoli tossici di cui le banche non riescono a sbarazzarsi.

La quantità di buoni del tesoro americano in cambio di titoli tossici legati ai mutui sarà talmente massiccia che la quota degli *assets* della FED investiti in obbligazioni governative passerà dal 91 per cento dell'agosto 2007 al 52 per cento dell'anno successivo.

Nel marzo del 2008, la FED si fa garante di una linea di credito di 200 miliardi di dollari alle maggiori banche d'investimenti di Wall Street, consentendo anche a loro di porre titoli tossici a garanzia dei prestiti a breve termine.

Il sistema entra in una cosiddetta "trappola di liquidità", in quanto le banche preferiscono accantonare la liquidità fornita per ripristinare le riserve valutarie invece di riavviare la circolazione di denaro,

Arrivati a questo punto, appariva necessario il cambiamento delle misure a soccorso al sistema finanziario. A metà marzo del 2008, dopo il prestito a *JPMorgan* per l'acquisto di *Bear Stearn* in bancarotta, la strategia della FED diviene lampante con l'approvazione del *Tarp*: la FED e il Tesoro avrebbero portato avanti qualsiasi iniziativa per scongiurare il fallimento delle istituzioni definite "troppo grandi per fallire".

I salvataggi sarebbero costate ai contribuenti americani altri venticinque miliardi di dollari, e anche in questo caso il messaggio era molto chiaro: il governo statunitense in prima persona avrebbe onorato gli impegni di pagamento dell'inadempiente, in caso di fallimento.

2.4.1 Piano Paulson e approvazione del Tarp

Il segretario dell'economia Henry Paulson, con l'aggravarsi della crisi, si trovò costretto a mettere in atto un piano di salvataggi del sistema finanziario americano, che venne approvato il 3 ottobre del 2008 dal Congresso degli Stati Uniti, per andare a soccorrere i grandi istituti di credito e le banche americane, ridotte a rischio di fallimento⁵⁸, con un pacchetto di aiuti da 700 miliardi di dollari per stabilizzare il sistema finanziario americano.

Venne delineato il piano Tarp, sigla di *Troubled Assets Relief Program*, che prevedeva un programma di interventi statali in più fasi nel cuore dell'economia USA, ponendo fine al modello economico della *deregulation* reganiana⁵⁹.

I piani di nazionalizzazione e di intervento nel sistema economico americano ponevano fine a un'epoca in cui l'amministrazione americana, soprattutto negli Anni Novanta, aveva esercitato pressioni sulle banche semipubbliche perché concedessero più credito ai ceti meno abbienti, alimentando le speranze dell'"*american dream*".

Il piano d'intervento Paulson, inizialmente, prevedeva una soglia nominale massima non superiore ai 700 miliardi di dollari, ma complessivamente ammontò a 7.700 miliardi di dollari. Tale liquidità fu immessa sul mercato bancario a tassi prossimi allo zero dalla Federal Reserve, a sostegno delle banche americane nel biennio 2007-2009⁶⁰.

In sostanza, il Tarp ha permesso al Tesoro di assorbire i titoli tossici di dubbio valore ancora in possesso delle istituzioni bancarie, al fine di

⁵⁸<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/10/senato-usa-approvapiano-paulson.shtml>

⁵⁹<http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/crisi-mercati/2008/pianopaulson/contenuti/contenuti-pianopaulson.htm>

⁶⁰http://www.repubblica.it/economia/2011/08/22/news/la_fed_per_salvare_le_banche_us_a_furono_impiegati_1200_miliardi_di_dollari-20755255/

stabilizzare, ripristinando la fiducia tra gli istituti di credito, il sistema finanziario internazionale.

Le banche di maggiori dimensioni sono quelle che hanno goduto degli aiuti più corposi

2.4.2 *Recovery Act di Obama*

American Recovery and Reinvestment Act è un pacchetto di stimolo economico emanato nel 2009 dal 111° Congresso degli Stati Uniti e promulgato dal presidente Barack Obama il 17 febbraio 2009⁶¹.

La legge del Congresso è in gran parte basata sulle proposte avanzate dal presidente Obama, il cui scopo era fornire un vero e proprio “stimolo” per l'economia degli Stati Uniti in seguito alla recessione economica.

Le misure economiche consistevano in 787 miliardi di dollari. La legge federale prevedeva sgravi fiscali, l'espansione delle prestazioni a sostegno della disoccupazione, disposizioni di assistenza sociale, spesa nazionale in materia di istruzione, assistenza sanitaria, e infrastrutture, compreso il settore energetico. Erano compresi anche numerosi elementi non economici ma connessi al recupero economico o che sono stati oggetto di studi e piani a lungo termine da parte del Congresso⁶².

L'azione di governo si presentava molto più ampia rispetto allo *Stimulus Act* del 2008, che consisteva principalmente in misure di sgravio fiscale. Il progetto di legge è stato approvato dalla Camera dei rappresentanti, e quindi dal Senato. La legge è stata promulgata il 17

⁶¹ <https://www.britannica.com/topic/American-Recovery-and-Reinvestment-Act>

⁶² <https://www.britannica.com/topic/American-Recovery-and-Reinvestment-Act>

febbraio dal presidente Obama a un forum economico ospitato a Denver in Colorado⁶³.

2.5 L'impatto sulle banche italiane

Il sistema bancario italiano ha risentito della crisi finanziaria del 2007 in misura relativamente meno intensa rispetto a quanto osservato in altre economie.

Il Fondo monetario internazionale ne ha recentemente indicato i motivi principali, indicando tra questi

1. un modello di intermediazione basato su strette relazioni con la clientela
2. un adeguato sistema di protezione dei depositi
3. una vasta rete di sportelli assicurano alle banche italiane una fonte di raccolta stabile presso le famiglie⁶⁴.

Nel confronto con le principali banche europee, i primi cinque gruppi bancari italiani si caratterizzano per una maggiore incidenza sull'attivo sia degli impieghi (*customer loans*) sia dei depositi verso clientela ordinaria non bancaria (*customer deposits*). A giugno 2008 gli impieghi rappresentavano mediamente il 65 per cento dell'attivo, a fronte di una media europea del 43 per cento; i depositi erano pari al 36 per cento delle attività, a fronte di una media europea del 33 per cento⁶⁵.

L'indebitamento del settore privato era in Italia inferiore a quello osservato negli altri principali paesi. Per le imprese non finanziarie il

⁶³ Ibidem

⁶⁴ https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2009/mieli_040309.pdf

⁶⁵ Ibidem

rapporto fra debiti finanziari e prodotto era pari al 75 per cento, circa 12 punti percentuali in meno della media europea. Per le famiglie i debiti finanziari rappresentavano il 49 per cento del reddito disponibile, contro il 90 dell'area dell'euro e il 150 circa del Regno Unito e degli Stati Uniti. I profitti bancari, pur rallentando, sono rimasti positivi nei primi nove mesi del 2008⁶⁶.

2.5.1 Solidità del sistema

La relativa resistenza del sistema bancario italiano alla crisi è anche il riflesso di norme severe e di una vigilanza prudente.

Già dall'estate del 2007 l'azione di controllo diveniva più intenso. La Banca d'Italia provvedeva ad accertamenti ispettivi mirati, al fine di analizzare in modo più dettagliato l'operatività degli intermediari più attivi in tale comparto, ed nel settembre 2007 veniva attivata una procedura di monitoraggio settimanale della liquidità dei principali gruppi bancari⁶⁷.

Le tensioni sui mercati a seguito dell'innescarsi della crisi accrescevano il rischio di liquidità, e le fasi successive della crisi hanno confermato quanto fossero concreti tali rischi. Il monitoraggio ha richiesto con regolarità alle banche di far conoscere all'autorità di vigilanza la propria posizione di liquidità. La situazione di liquidità dei maggiori gruppi bancari è nel tempo migliorata, ma i controlli interni sono stati rafforzati.

Senza questi interventi, l'impatto della seconda ondata della crisi, scatenatasi dopo il fallimento *Lehman*, avrebbe potuto essere molto più intenso. La vigilanza aveva da tempo richiamato l'attenzione delle banche sulla necessità di adottare criteri di prudenza nella gestione e pianificazione delle risorse patrimoniali.

⁶⁶ Ibidem

⁶⁷ Ibidem

Nel luglio del 2008 veniva ribadita l'esigenza di mantenere adeguati margini rispetto ai fabbisogni patrimoniali complessivi, e quando la crisi finanziaria si è fatta più intensa, la raccomandazione ha senza dubbio accresciuto la consapevolezza delle banche sulla necessità di far fronte ai maggiori rischi, da affrontare con adeguati presidi organizzativi e patrimoniali.

A seguito del fallimento della *Lehman Brothers* venne avviato un monitoraggio delle esposizioni delle banche italiane nei confronti dei principali gruppi bancari internazionali⁶⁸.

Proteggere i depositanti, sostenere la liquidità e la patrimonializzazione delle banche, rafforzare la loro capacità di finanziare l'attività produttiva sono le finalità delle misure predisposte in Italia a salvaguardia della stabilità finanziaria.

2.5.2 *Evoluzione della dinamiche del credito*

Il rallentamento congiunturale e il rischio dell'innescarsi di un circolo vizioso tra credito e congiuntura hanno richiesto che il sistema bancario italiano affrontasse la terza fase della crisi potendo su una solida base patrimoniale.

Le misure sono state inizialmente introdotte ricorrendo alla decretazione d'urgenza per poi essere convertite nelle leggi n. 190 del 4 dicembre e n. 2 del 28 gennaio. Con la prima serie di misure (convertite nella legge 190) il Ministero dell'economia e delle finanze-MEF è stato autorizzato per tre anni a concedere la garanzia statale sui depositi bancari al dettaglio. È stato così rafforzato un sistema di assicurazione dei depositi

⁶⁸ https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2009/mieli_040309.pdf

che, nel confronto internazionale, risultava già prima delle misure particolarmente robusto⁶⁹.

Ai fini dell'ammissione alle misure di sostegno, la Banca d'Italia ha dovuto valutare la bontà della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della banca richiedente, in modo da minimizzare il rischio dell'operazione a carico dello Stato. Le condizioni economiche per l'attivazione delle misure di sostegno sono state stabilite in accordo con le raccomandazioni della BCE e della Commissione europea, e sono stati previsti requisiti volti a far sì che le banche ammesse agli interventi non abusassero del sostegno pubblico. Al buon funzionamento dello schema contribuiscono, sulla base di un principio mutualistico, le banche stesse, chiamate a sopportare parte del costo di un eventuale *default* nel caso in cui il *collateral* depositato dalla parte inadempiente non sia sufficiente a onorare le obbligazioni contratte.

Le misure per la ricapitalizzazione delle banche adottate dal sistema italiano prevedevano due strumenti⁷⁰:

1. il primo, contenuto nella legge 190, è rivolto a banche che dovessero trovarsi in situazione di difficoltà e tende a evitare i possibili effetti sistemici dovuti alla crisi di un intermediario. Il MEF è autorizzato a sottoscrivere aumenti di capitale di banche che si trovino in una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia. Lo strumento utilizzabile è quello delle azioni senza diritto di voto ma privilegiate nella distribuzione dei dividendi; le azioni potranno essere rimborsate se ciò non comporterà pregiudizio alla solidità aziendale. L'intervento pubblico deve essere accompagnato da un piano di risanamento aziendale valutato dalla Banca d'Italia.

⁶⁹ Ibidem

⁷⁰ Ibidem

2. La seconda modalità d'intervento, contenuta nella legge n. 2, è rivolta a banche fundamentalmente sane ed è tesa a evitare che si determinino fenomeni di *credit crunch*. La legge autorizza il MEF a sottoscrivere passività bancarie. La Banca d'Italia, oltre ad accertare la situazione finanziaria delle banche richiedenti, valuterà le caratteristiche degli strumenti finanziari. Sempre che l'operazione non ne pregiudichi la solidità, l'emittente può rimborsare gli strumenti, ovvero richiederne la conversione in azioni. Le banche che accedono a questa misura devono adottare un codice etico (anche in tema di remunerazione del management) e impegnarsi a sostenere il finanziamento dell'economia.

Il quadro degli interventi a sostegno del sistema bancario tendeva quindi a evitare l'innescò di un potenziale circolo vizioso tra rallentamento macroeconomico e flusso dei finanziamenti.

CAPITOLO III

Analisi comparativa delle due Grandi Crisi

3.1 Analogie e differenze

“E' tremendamente sbagliato paragonare la crisi finanziaria che colpisce oggi gli Stati Uniti con quella del 1929. Allora le autorità commisero errori molto gravi di politica economica.

Oggi quegli errori non si stanno ripetendo”⁷¹.

(A. Alesina)

Le parole di Alesina, professore di Politica Economica all'università di Harvard, mostrano quanto fosse convinto che la crisi finanziaria americana scoppiata nel 2007 non avrebbe avuto effetti rilevanti sull'economia reale e che non si sarebbe propagata a macchia d'olio come accadde nel 1929.

Questa è solo una delle tantissime voci, alcune molto autorevoli, che prevedevano un veloce riassorbimento della momentanea caduta di Wall Street; purtroppo però le cose non sono andate così.

Un numero indefinito di esperti ed operatori del settore si cimenta in paralleli e similitudini tra le più recenti crisi finanziarie e quella, ormai ben nota, del '29.

Per ricostruire i punti in comune e le differenze sostanziali tra le due crisi è necessaria una disamina meticolosa che tenga conto dei differenti fattori impattanti:

⁷¹ Alesina A. “Perché questa crisi è diversa da quella del '29”. Il Sole 24 Ore, di G. Chiellino, 16 settembre 2008.

- Ruolo dell'economia americana. Sicuramente l'economia USA esercita tuttora una notevole influenza sulle altre economie, soprattutto su quella europea. Tuttavia, nel '29 gli Stati Uniti erano il principale motore dello sviluppo economico; nel Nuovo Millennio, invece, il ruolo di motore dei mercati è condiviso con i colossi asiatici, Cina ed India *in primis*, i quali non hanno manifestato segnali di crisi particolarmente gravi⁷² e sono mercati immensi. Il commercio globale, rispetto agli Anni Trenta, si è molto accresciuto e quindi l'attuale gravissima crisi, pur implicando un calo della produzione e dei consumi, ha inciso assai meno sugli scambi complessivi.
- Politica economica. L'economista israeliano Assaf Razin ha voluto esporre delle sostanziali differenze che rendono la crisi iniziata nel 2007 profondamente diversa da quella del 1929: *“Le risposte delle politiche fiscali e monetarie, ad esempio, quelle dei governi e delle banche centrali oggi sono state molto più rapide e vigorose di quanto furono durante i primi tempi della Grande Depressione. Allora gli Stati Uniti, con il presidente Hoover, rimasero cocciutamente legati al "gold standard", al tasso fisso di cambio del dollaro legato al valore dell'oro”*⁷³.
- Origine della crisi. Similitudini: in comune tra le due crisi è la nascita e la propagazione delle stesse: nel 29 come nel 2007 come la crisi nacque dallo scoppio di una “bolla” nel settore finanziario e si propagò in maniera dirompente nell'economia reale provocando effetti devastanti. I Paesi interessati incominciarono a proteggere la produzione nazionale introducendo barriere doganali, che ebbero come effetto diretto una riduzione notevole delle esportazioni, e ciò

⁷² Pasini C. *Keynes e la crisi del nuovo millennio*. Napoli: Treves editore 2009, pp.88-53

⁷³ Razin A. La crisi finanziaria mondiale: è come la grande depressione? Festival dell'economia di Trento, 31 maggio 2009.

spiega gli innumerevoli licenziamenti negli anni immediatamente successivi, sia in USA che in Europa. Differenze: il sistema finanziario americano e soprattutto europeo sono stati trascinati nella crisi dei *subprimes* e dei *toxic assets*⁷⁴. I mutui *subprimes* sono prestiti concessi dalle banche a soggetti che non si possono permettere gli alti tassi d'interesse del mercato poiché posseggono un reddito basso o instabile. Successivamente l'intero mercato immobiliare dopo aver raggiunto quote molto alte è andato incontro ad una decrescita continua e inesorabile. L'errore risiedeva nell'aver concesso a soggetti senza alcuna garanzia ingenti capitali per finanziare l'acquisto di una casa; la crisi è nata per via di un improvviso aumento dei prezzi di un preciso settore finanziario, appunto quello immobiliare, il quale successivamente ha coinvolto l'intero sistema. Al contrario, negli Anni Venti l'intero sistema borsistico fu implicato: dal 1924 al 1929 la borsa statunitense registrò rialzi del 400%, prezzi quindi che non avevano alcun tipo di legame concreto con l'economia reale del tempo.

- Situazione industriale. Come conseguenza della crisi del 2007-2008 il tasso di disoccupazione si alzò enormemente; tuttavia nel '29 ciò provocò in concomitanza con la ovvia flessione della domanda interna, una crisi industriale senza pari e nettamente superiore. Nel 1932 gli Stati Uniti videro la loro produzione interna diminuire del 56 %, la Germania del 59% e l'Italia addirittura dell'89%. Nel 1929 il sistema industriale ricevette un duro colpo, molto diverso rispetto a quello più recente: dopo il 2007 sono state le famiglie, e non le imprese, ad essere fortemente indebitate e questo per via della caduta dei prezzi riguardanti il solo settore immobiliare.

⁷⁴ Deaglio M., Arfaras G., Caffarena A., Frankel G., Russo G. *Alla scuola della crisi*. Milano: Guerini Associati 2009.

- Finanziarizzazione dell'economia⁷⁵. Attraverso tale logica i risparmi familiari vengono affidati a gestioni fiduciarie con la previsione di ottenere risultati migliori rispetto a quelli ottenibili attraverso l'investimento diretto. Questo significa che I risparmiatori si affidano completamente ai propri investitori sulla base di un legame fiduciario, ma che tuttavia è labile e non pienamente trasparente quindi non fornisce al risparmiatore una chiara idea sulle scelte d'investimento⁷⁶. Questo rapporto tra risparmiatore e investitore conferisce ai mercati una notevole liquidità che dovrebbe tenere bassi i tassi d'interesse per i prestiti, ma nello stesso tempo si ha un aumento del rischio. Uno dei grandi problemi risiede nel fatto che i gestori fiduciari non hanno alcuna responsabilità nel caso di investimento erroneo, mentre nel caso contrario partecipano ai profitti⁷⁷; ovvio come un tale sistema favorisca le speculazioni finanziarie. L'assenza di regole che impediscano la speculazione si registrò anche nel 1929 favorendo la formazione della bolla borsistica. Quindi si può asserire che tutte le crisi finanziarie cominciano con qualche innovazione ingegneristica o finanziaria che crea grandi profitti e aspettative di profitto e che fa pensare che le vecchie regole di prudenza non valgano più. Quando I prezzi degli attivi smettono decrescere per ragioni intrinseche o *shocks* esterni, tutti gli intermediari finanziari esposti registrano perdite o falliscono⁷⁸.
- Periodo storico. Una differenza sostanziale fra le due crisi prese in esame è senza dubbio anche il periodo storico. La Prima Guerra Mondiale si concluse l'undici novembre del 1918; dopo la vittoria,

⁷⁵Hall R., Parel D. *Macroeconomia-crescita,fluttuazioni cicliche e politica economica*. Hoepli 2006, p. 127

⁷⁶ Ivi p. 98

⁷⁷ Chiarini B. *Lezioni di politica economica*. Firenze: Carocci 2004, p. 71

⁷⁸ *Ibidem*

gli Stati Uniti diventarono un punto di riferimento per le economie europee e si impegnarono, attraverso ingenti prestiti, nella ricostruzione dell'Europa gravemente colpita dalla Grande Guerra. Ma già dal 1927 i primi segni della grande crisi si manifestarono chiaramente: la Banca Centrale Americana iniziò improvvisamente a richiamare i prestiti erogati, e l'Europa fu colta alla sprovvista avendo già utilizzato gran parte dei prestiti ottenuti per investimenti di medio-lungo termine confidando che, dato il ritmo di crescita dello sviluppo Usa, questi soldi non sarebbero stati rapidamente ritirati. Per tal motivo numerosi paesi europei come la Germania decisero di investire questa massa monetaria nella borsa che apparentemente sembrava più sicura e redditizia, appunto quella americana. Al di fuori degli Stati Uniti quindi, l'ammontare delle riparazioni dovute dalla Germania era stato fissato nel 1921 a 33 miliardi di dollari, rappresentando circa il 32% del PIL americano nel 1929. A titolo di debiti di guerra, le nazioni europee dovevano agli USA circa 11,6 miliardi di dollari, rappresentanti circa l'11% del PIL americano. Infine erano stati concessi debiti privati, principalmente bancari e quasi esclusivamente alla Germania, per un totale globale di 14 miliardi di dollari nel 1929, rappresentanti circa il 13,5% del PIL americano. I debiti di guerra in conclusione si erano rivelati non restituibili; in particolare, la Germania era riuscita ad onorare solo parzialmente i propri. La situazione socio-economica nel cui contesto si è sviluppata la crisi del 2007 è ben diversa: innanzi tutto, l'Europa possiede una moneta unica molto forte che ha dato una maggiore stabilità a tutto il sistema, evitando svalutazioni come per esempio quella che colpì nel 1932 il marco tedesco. L'avvento dell'euro inoltre ha svincolato, almeno parzialmente, l'economie dei Paesi dell'Eurozone da quella americana e garantisce una continua libertà di circolazione dei beni

e servizi nel vecchio continente. In più Cina e India continuano nel loro sviluppo economico, mentre le potenze occidentali provengono da decenni di pace tra di esse.

Si può affermare che la crisi del 2007-2008 non ha determinato assolutamente la fine del capitalismo, del libero mercato e dei suoi principi fondamentali quali la tutela della proprietà privata.

Sicuramente tale crisi ha messo in evidenza come l'esperienza vissuta dall'economia mondiale con la Grande Crisi del '29 forse non sia servita abbastanza ad evitare gli errori del passato: difatti, l'assenza o il non rispetto delle regole sembra essere l'elemento più evidente alla luce del confronto tra gli avvenimenti del '29 e del 2007-2008; altrettanto, è possibile evincere che i problemi economici e sociali derivanti da crisi di tal genere non possono essere risolti ricorrendo a nazionalizzazioni o chiusure di tipo protezionistico. Anche l'utilizzo di liquidità ed il ricorso continuo alle banche centrali pare sia stata spesso una scelta controproducente.

Inoltre, la crisi del 2007 ha di certo evidenziato la necessità di nuove regole per il sistema bancario e per il mercato finanziario, che mirino alla trasparenza e alla riduzione del rischio. La via del liberalismo economico e del libero mercato non deve essere abbandonata (pena l'immobilizzazione dell'economia), ma alla luce dei rapidi mutamenti del mercato e dell'assetto economico globale, è chiaramente necessario un continuo processo di aggiornamento e di miglioramento delle norme che consentono di esercitare la propria libertà individuale senza ledere la libertà collettiva.

Nel momento in cui questo assetto viene sovvertito o strumentalizzato a favore del mercato inteso esclusivamente come "mezzo per la ricerca del profitto", allora i diritti individuali vengono messi a repentaglio da pochi soggetti di dubbia moralità, o meglio senza scrupoli, che calpestano i valori etici ed i diritti basilari di una intera comunità.

3.2 Attualità delle teorie keynesiane

Alla luce dell'analisi delle due crisi, si può avanzare l'ipotesi di una "rivincita" delle teorie keynesiane.

Il *Big Crash* del 1929 mise in discussione la "teoria dell'equilibrio economico generale" di Leon Walras e Vilfredo Pareto, che ipotizzava come ciascun mercato avrebbe spontaneamente raggiunto una condizione di equilibrio.

In virtù di ciò, negli anni della crisi, il governo americano, ed il suo Presidente Herbert Hoover, e i governi europei non ritennero opportune effettuare manovre di salvataggio nei confronti delle imprese in difficoltà, vedendo nel fallimento di una impresa un qualcosa di "naturale", una semplice prassi del sistema economico basato sul libero mercato: tutti lasciarono che il libero mercato facesse il suo "Corso". Non venne immessa nuova moneta nel mercato, le banche in crisi furono lasciate al fallimento, spingendo sul lastrico milioni di cittadini e imprenditori in tutto il mondo occidentale.

La crisi economica che ne seguì contribuì non poco, come sottolineato nel Capitolo I del presente lavoro, anche alla nascita di regimi totalitari in Europa; il "prezzo" sociale e politico che il mondo pagò ebbe dimensioni drammatiche.

Con il *New Deal*, il Presidente Roosevelt cambiò "Corso" e avviò invece una politica inflazionistica, con ampi interventi statali coniugati, però, ad un forte protezionismo.

Dopo la prima decina del Terzo Millennio, dopo quasi un secolo dalla Grande Depressione, le teorie economiche di Keynes ritornano *in auge*, proponendosi come mezzo per la "disintossicazione" dei mercati finanziari. Il concetto di spesa pubblica e di disavanzo inteso come

specifico strumento da utilizzare in determinate fasi del ciclo economico (stagnazione in presenza di un elevato tasso di disoccupazione) vengono rivisti come possibili e concreti mezzi per la soluzione della crisi.

Il proliferare delle riedizioni della “*Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta*”, massima opera dell’economista di Cambridge, non è casuale, non solo perché descrive il modello di politica economica che sarebbe stato necessario adottare nei Paesi maggiormente colpiti dagli effetti negativi della crisi del 2007-2008; ma anche perché contiene la critica radicale delle idee di coloro continuano ancora a ignorare il contributo keynesiano alla conoscenza delle modalità di funzionamento delle moderne economie industriali.

Il primo dogma della tradizione economica che Keynes ha voluto rigettare è stato la cosiddetta “legge di Say”, secondo la quale l’offerta crea sempre la propria domanda. detta anche legge degli sbocchi, fu enunciata dall’economista francese Jean-Baptiste Say (1767-1832) e riguarda il fenomeno delle crisi economiche.

Egli sosteneva in tale legge che in regime di libero scambio non sono possibili crisi prolungate, poiché l’offerta crea la domanda. Difatti, in una economia di libero mercato ciascun soggetto ai prezzi di mercato sceglie di essere compratore o venditore. Quando si verifica un eccesso di offerta, i prezzi tenderanno a scendere e la discesa dei prezzi renderà conveniente nuova domanda: in tal senso l’offerta è sempre in grado di creare la propria domanda. In caso di crisi da sovrapproduzione il rimedio non doveva quindi, secondo Say, consistere in un intervento dello Stato, ma essere lasciato alla capacità autoregolatoria del mercato⁷⁹.

Il principio del “*laissez-faire*” contro il quale Keynes ha orientato la propria critica era intrinseco alla legge di Say. Per gli economisti che si rifacevano all’impianto teorico dei classici, il problema dell’insufficienza delle domanda non esisteva; da qui il loro “*antistorico ottimismo*”; Keynes

⁷⁹ <https://www.britannica.com/topic/law-of-markets>

afferitava che, a differenza di quanto accade nei sistemi economici arretrati, in quelli avanzati, dove è alta la capacità di generare nuova ricchezza, il divario fra “*produzione effettiva e quella potenziale tende ad aumentare*”, palesando una domanda insufficiente ad uguagliare l’offerta; nei sistemi economici arretrati, invece, prevalendo la propensione a consumare tutto ciò che in essi si produce, il costante equilibrio tra domanda e offerta è sufficiente ad assicurare una piena occupazione dei fattori produttivi⁸⁰.

Da queste premesse ha tratto origine il contributo rivoluzionario che ha reso celebre la “*Teoria generale*” di Keynes; la grande innovazione sul piano della comprensione del funzionamento dell’economia reale dei sistemi economici sviluppati, consiste nel considerare il risparmio e l’investimento come due grandezze uguali in valore, esprimenti “*aspetti diversi della stessa cosa*”. In questo modo è nato il ruolo dell’intervento pubblico nella determinazione di una nuova politica economica che ha celebrato la fine irreversibile del “*principio del laissez-faire*”; ed è nato anche il nuovo ruolo della politica fiscale, non più concepita solo “*come strumento in grado di variare e accrescere la propensione al consumo*”, ma anche come mezzo per realizzare una più equa distribuzione della ricchezza e del reddito⁸¹.

La riedizione italiana della “*Teoria generale*” alla quale si fa riferimento, ha una “Prefazione” di Giuseppe Berta, nella quale si sostiene come l’opera dell’economista inglese non sia stata solo una rivoluzione nel campo della teoria economica e della politica economica, ma abbia rappresentato anche “*l’abbozzo di una nuova ‘teoria sociale’*”, prospettando un futuro liberato dai difetti più evidenti del funzionamento spontaneo dell’economia reale, con la realizzazione della piena occupazione del fattore produttivo lavoro e una distribuzione più equa delle

⁸⁰ <http://www.democraziaoggi.it/?p=6382>

⁸¹ Ibidem

ricchezza accumulata e del prodotto sociale. Non vi è però contraddizione tra l'affermazione del carattere positivo dell'individualismo del capitalismo moderno e l'allargamento delle funzioni dello Stato, che era per lui la condizione abilitante, da un lato, ad “*evitare la distruzione completa delle forme economiche esistenti*”, e dall'altro lato, “*un funzionamento soddisfacente dell'iniziativa individuale*”⁸².

In conclusione, la rivoluzione teorica compiuta da Keynes circa dieci anni prima della sua morte, si è tradotta, secondo Berta, in una “duplice eredità”⁸³:

- Una riguarda direttamente la teoria economica, che ha raccolto anche il contributo degli economisti che avevano “*partecipato creativamente*” alla sua creazione, come Richard Kahn, Piero Sraffa, Joan Robinson, Roy Harrod e James Meade, nonché degli economisti d'oltre Atlantico che, ispirandosi a Keynes, hanno formulato i fondamenti della moderna macroeconomia
- L'altra parte dell'eredità della rivoluzione keynesiana riguarda il campo politico-culturale; essa è servita infatti a giustificare la realizzazione di quel particolare assetto del sistema economico configurato come “*economia mista*” (assetto che ha conciliato la gestione dell'interesse pubblico con quella capitalistica delle attività produttive), caratterizzando la vita economica e sociale di molti Paesi, tra i quali l'Italia, nel corso della seconda metà del secolo scorso.

⁸² Ibidem

⁸³ Ibidem

3.3 Considerazioni

Concludendo questa parte del lavoro imperniata sul confronto tra le due Grandi Crisi, si può affermare che la lezione lasciata dal *New Deal* di Roosevelt, e dagli errori compiuti da Hoover, in una differente situazione economico-politica, hanno permesso di non ripetere nel 2007-2008 le medesime azioni errate, o ancor meglio di porre rimedio alle stesse in tempo utile per evitare il disastro.

I governi erano consapevoli che sarebbe controproducente ricorrere al protezionismo, ed hanno capito che il rimedio di emergenza essenziale per superare il momento critic era iniettare liquidità nel sistema e mantenere bassi i tassi di interesse per non paralizzare l'economia impedendo la ripresa.

Inoltre, dopo il gravissimo errore iniziale del governo degli Stati Uniti, che non è intervenuto per impedire il fallimento della grande banca d'affari Lehman Brothers, negli USA e in tutto il mondo si sono impediti ulteriori fallimenti di banche, mediante due tipi di misure:

- in alcuni casi lo Stato ha ricapitalizzato le banche in difficoltà diventandone azionista per garantire la liquidità di tutti i conti bancari ed evitare la corsa al ritiro dei fondi da parte dei depositanti (privati e imprese) che avrebbe provocato un caos ingestibile e il crollo totale del sistema economico;
- lo Stato ha garantito totalmente i prestiti interbancari, ripristinando la fiducia tra le banche.

Con questi interventi i governi hanno evitato che le banche, a corto di liquidità, restringessero eccessivamente il credito alle imprese, anche a quelle sane che tuttavia avrebbero rischiato il fallimento per l'aggravarsi della stretta creditizia all'inevitabile calo della domanda.

Osservazioni conclusive

Negli Stati Uniti, con il *Banking Act* del 1933, come esposto nel I Capitolo vennero separate le attività di *investment banking* da quelle di banca commerciale, con la *ratio* di segmentare il mercato finanziario ed evitare l'eccessiva concentrazione del potere di mercato nelle mani di un ristretto numero di operatori finanziari.

Tale separazione è stata poi progressivamente ignorata, fino ad arrivare ad un'interrelazione così significativa tra le due funzioni da aver determinato, nel 2007, che il fallimento di una singola banca (operante essenzialmente come banca d'affari) scatenasse il panico nell'interno mercato. Il governo statunitense, attraverso il TARP (*Trouble Assets Relief Program*), è dovuto intervenire per salvare numerosi istituti di credito, che operano tutt'ora sia come banche d'affari che come banche commerciali. In sintesi si può affermare che, da questo punto di vista, gli Stati Uniti non abbiano fatto tesoro del messaggio ricevuto dalla Grande Depressione del 1929.

Allo stesso modo in Italia, con la legge bancaria del 1936, vennero distinti gli istituti di credito ordinario e gli istituti di credito mobiliare: i primi impegnati nel credito a breve termine, i secondi nel credito a medio-lungo termine. Si nota però, nel provvedimento italiano, una profonda differenza rispetto al *Banking Act*:

«La legislazione statunitense si muove verso la creazione di un meccanismo di mercato efficiente e sicuro nel suo funzionamento. In Italia prevale invece l'idea [. . .] di una congenita avversione al rischio dei risparmiatori [...], della necessità da parte delle istituzioni pubbliche di proteggere in modo diretto il risparmio nazionale, divenendone il

principale veicolo di distribuzione. L'interesse pubblico diviene, quindi, intervento [e controllo) pubblico»⁸⁴.

In Italia il credito a medio-lungo termine, ad esempio, fu in gran parte gestito dall'IRI, ente pubblico controllato dallo Stato.

Per quanto concerne la difesa del risparmiatore, negli USA questa avviene soprattutto attraverso il rafforzamento della trasparenza. Attraverso il *Securities Act of 1933* aumentarono le informazioni a disposizione dell'investitore al momento dell'acquisto dei titoli; in seguito fu introdotta un'assicurazione federale sui depositi per cifre non superiori ai 5.000 dollari per depositante. Al contrario del nostro Paese, negli Stati Uniti il risparmiatore non era tutelato per gli investimenti in azioni, obbligazioni o altri valori mobiliari per i quali il rischio era ritenuto parte del contratto di finanziamento.

Queste assicurazioni sono oggi una cosa normale: per quanto riguarda l'Europa, ad esempio, si prevede un'assicurazione europea per i depositi fino a circa 100.000 euro e, per alcuni fondi di investimento, un'assicurazione fino ad un valore della quota pari a circa 20.000 euro. Tutto ciò allo scopo di evitare il panico in caso di notizie negative.

Sulla politica monetaria della *Federal Reserve* esiste ancora un vivace dibattito per rispondere alla domanda se abbia adeguatamente protetto il sistema finanziario statunitense, e se abbia tutta la colpa della lunga durata della Depressione. Il governatore della FED Ben Bernanke, nel 2007, ha forse trovato una soluzione aumentando l'offerta di moneta, ma non intervenendo esclusivamente con semplici operazioni di mercato aperto: dopo aver portato i tassi praticamente a zero, e intervenuto con i tre programmi di QE (*Quantitative Easing*), attivati tra il 2007 e il 2014 per consentire acquisti diretti da parte della FED di titoli sul mercato

⁸⁴ Giordano F. op. cit. p. 46

finanziario, incrementando la liquidità del sistema. Tale programma, ad oggi, si considera come un successo: la FED questa volta, ha permesso agli Stati Uniti di uscire prima di tutti dalla crisi tenendo l'inflazione e la disoccupazione sotto controllo.

Anche in Italia, durante la Grande Depressione, ci fu un significativo intervento del settore pubblico che sostituì le vecchie banche miste nel finanziamento dei grandi gruppi industriali diventandone in molti casi il principale azionista. La politica monetaria, essa fu decisamente espansiva con un aumento del circolante e un taglio del tasso di sconto.

La situazione italiana nella crisi del 2007 invece si presentava diversamente. A causa dell'elevato debito pubblico il Paese ha dovuto, in piena fase recessiva, tagliare la spesa per trovare risorse e abbattere il carico fiscale su cittadini e imprese. Inoltre la politica monetaria italiana non è più autonoma, ma determinata dalla Banca Centrale Europea, le cui risposte sono state incerte fino a quando Mario Draghi, nei limiti del mandato dell'Eurotower, ha subito portato i tassi al minimo storico (prossimi allo zero) rendendo possibile anche alla BCE intervenire con un suo programma di QE per dare ossigeno al mercato finanziario.

In conclusione, considerando gli effetti, il paragone tra la crisi del 1929 e quella del 2007 sembra del tutto plausibile: i tassi di disoccupazione in entrambi i casi sono schizzati alle stelle, durante gli anni della crisi, mentre il reddito nazionale crollava rovinosamente insieme ai consumi.

Nella crisi 2007 lo spettro della deflazione lo hanno tenuto lontano gli imponenti interventi di politica monetaria della FED e di politica fiscale da parte del governo USA, arginando il panico che si stava diffondendo sui mercati finanziari mondiali. Si spera che gli eventi accaduti possano essere un utile insegnamento in futuro, dal momento che situazioni simili di crisi si sono sempre verificate nel tempo e non mancheranno di ripresentarsi in futuro.

Bibliografia

Alesina A. "Perché questa crisi è diversa da quella del '29". Il Sole 24 Ore, di G. Chiellino, 16 settembre 2008.

Balzani R., De Bernardi A. *Storia del mondo contemporaneo*. Mondadori 2003

Bosio R. *Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica*, EMI 2010.

Chiarini B. *Lezioni di politica economica*. Firenze: Carocci 2004

Chiminazzo T. *Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari*, 2009.

Crabbe L. *The international gold standard*.

Dalla Costa M. *Famiglia, welfare e stato tra Progressismo e New Deal*. Milano: FrancoAngeli 1992.

Deaglio M., Arfaras G., Caffarena A., Frankel G., Russo G. *Alla scuola della crisi*. Milano: Guerini Associati 2009.

Di Quirico R., Il sistema Comit. Le partecipazioni estere della Banca Commerciale Italiana tra il 1918 e il 1931. *Rivista di Storia Economica* n. 2, 1995

Roosevelt F. D. Volume two, *The year of crisis, 1933: with a special introduction and explanatory*

Friedman M., Schwarz A.J. *Il dollaro, Storia monetaria degli Stati Uniti*

Galbraight J.K, *Il grande crollo*, Bollati Boringhieri 1972

Hall R., Parel D. *Macroeconomia-crescita,fluttuazioni cicliche e politica economica*. Hoepli 2006

Jones A.M. *Storia degli Stati Uniti d'America, dalle prime colonie inglesi ai giorni nostri*. Bompiani 2009

Keynes J.M. *Come uscire dalla crisi*. Laterza 2004

Keynes J.M. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, a cura di Giovanni Cozzi. UTET 2015

Klebaner B. *Commercial Banking in the United States: A History*.

Pasini C. *Keynes e la crisi del nuovo millennio*. Napoli: Treves editore 2009

Proclamation No. 2039, March 6, 1933 in *Franklin D. Roosevelt, The public papers and addresses of notes by President Roosevelt. [Book 1], The Public Papers of the Presidents of the United States*. University of Michigan Digital Library.

Razin A. *La crisi finanziaria mondiale: è come la grande depressione?* Festival dell'economia di Trento, 31 maggio 2009.

Sitografia

<https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>
<https://www.britannica.com/topic/Reconstruction-Finance-Corporation>
<https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/glass-steagall-act.html>
<https://www.britannica.com/event/Young-Plan>
<https://web.archive.org/web/20130728095437/>
http://www.pbmstoria.it/dizionari/storia_mod/r/r100.htm
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisi-29-mondo.html>
<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/10/senato-usa-approvapiano-paulson.shtml>
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/crisi-mercati-2008/pianopaulson/contenuti/contenuti-pianopaulson.htm>
<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/10/senato-usa-approvapiano-paulson.shtml>
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/crisi-mercati-2008/pianopaulson/contenuti/contenuti-pianopaulson.htm>
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2009/mieli_040309.pdf^f <https://www.britannica.com/topic/law-of-markets>
<http://www.democraziaoggi.it/?p=6382>

Ringraziamenti

A conclusione di questo percorso universitario ritengo giusto fare dei ringraziamenti a tutte le persone che, in un modo o nell'altro, mi sono state accanto.

Per prima vorrei ringraziare la mia famiglia, i miei genitori, per avermi permesso di vivere questo fantastico percorso universitario in LUISS; con il loro incrollabile sostegno morale ed economico mi hanno permesso di raggiungere questo traguardo.

Voglio ringraziare ora Anna e MariaChiara che in ogni occasione, e con tanta pazienza, mi hanno sempre sostenuta nei momenti difficili e di maggior sconforto.

Una dedica speciale va a Salvatore, il mio fidanzato, anche se subentrato a metà percorso; è stato il mio speciale punto di forza standomi accanto con il suo amore in ogni occasione.

Voglio ringraziare poi mio fratello Carlo, che a modo suo cercava, anche andando contro i suoi principi, di non lasciarmi indietro durante il nostro percorso universitario.

Ultimi, ma non per importanza, vorrei ringraziare i miei amici, vecchi e nuovi, poiché anche tra mille difficoltà sono riusciti sempre a infondermi fiducia e affetto aiutandomi a raggiungere questo importante traguardo.

Infine vorrei fare una menzione speciale a mia nonna, che più di tutti avrebbe voluto essere presente oggi per festeggiare con me, ma che anche da lassù è sempre stata il mio angelo custode.