



*Dipartimento di Impresa e management*

*Cattedra Storia economica*

*Dalla Great depression agli scandali finanziari del 2007-  
2008: le risposte degli Stati Uniti alle grandi crisi  
economiche*

**Relatore:**

*Prof. Giuseppe Di  
Taranto*

**Candidata:**

*Benedetta Pierangeli  
Matr. 154811*

ANNO ACCADEMICO 2011/2012

«Questo è il vero genio del capitalismo: impacchettare,  
mettere l'etichetta con il prezzo sui sogni degli uomini».

George Steiner, *Il correttore*, 1992

## Sommario

INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO 1 .....	8
LE CRISI ECONOMICHE: IL LATO OSCURO DELLA FINANZA.....	8
1.La teoria dei cicli economici .....	8
2. Come si genera una crisi .....	14
3. Finanza: dott. Jekyll o mr. Hyde? .....	21
CAPITOLO 2.....	26
LA CRISI DEL '29 E LE POLITICHE KEYNESIANE DEL NEW DEAL .....	26
1.Il crollo di Wall Street: cronaca di una crisi annunciata .....	26
2.L'insostenibilità della politica di Hoover.....	34
3. Dal monetarismo di Hoover all'interventismo statale di Roosevelt: il <i>New Deal</i> .....	39
4. Il New Deal ottanta anni dopo: detrattori e sostenitori .....	49
CAPITOLO 3 .....	53
LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME E IL PROGRAMMA AMERICANO DI AIUTI ECONOMICI .....	53
1.Il tracollo dei "giganti finanziari" .....	53
2. Dal salvataggio individuale al "salvataggio di massa": il piano Paulson.....	59
3. L'approvazione del Tarp .....	65
4. Il Recovery Act di Obama.....	72
CONCLUSIONI.....	78
BIBLIOGRAFIA .....	81

## INTRODUZIONE

«Dall'estate del 2007 il mondo è sconvolto dalla crisi finanziaria più grave della storia e le perdite ormai si contano in trilioni, cioè in migliaia di dollari. Nel 2008 le borse mondiali hanno perso quasi 30 milioni di dollari.[...] Decine di banche, una volta considerate solide e profittevoli, si sono trovate in crisi e sono state aiutate in tutti i modi, con operazioni di salvataggio vere e proprie, con iniezioni di capitale da parte dello Stato, con la garanzia pubblica sulle loro passività»<sup>1</sup>.

È questo lo scenario che avvolge l'intero sistema finanziario all'indomani del crollo del 2008: si tratta di una crisi profonda, che ha condotto a una recessione altrettanto seria e marcata e che ha mostrato le criticità di un mercato in cui l'unica regola è di non avere regole.

È altresì, come tutte le crisi finanziarie che si ricordino, una crisi diffusa, poiché nasce negli Stati Uniti, a seguito del collasso di gran parte del sistema bancario e di intermediazione finanziaria, per poi espandersi a macchia d'olio, colpendo duramente e impietosamente anche l'Europa.

Come si è detto, l'America è la culla storica delle crisi: i suoi mercati finanziari sono sempre stati e sono tuttora altamente innovativi ed è proprio

---

<sup>1</sup> M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, 2009, Gius. Laterza & Figli (pag.3)

qui che in tempi recenti è stata concepita una nuova “ingegneria del credito”, con la nascita di strumenti derivati come gli *swap*, le *opzioni* e i *futures*, che aprono enormi opportunità per la gestione del rischio.

Un altro spaventoso crollo finanziario, esattamente come quello di cui oggi stiamo pagando le conseguenze, nasce in terra americana: si tratta della crisi del '29 , che in tempi rapidissimi condusse gli Stati Uniti nella più grave recessione economica che essi abbiano mai conosciuto, denominata non a caso “Grande Depressione”. La speculazione incontrollata, causa scatenante del crollo di Wall Street, e l'utilizzo disinformato degli insidiosi strumenti finanziari moderni, circostanza alla base del crollo del 2008, fanno riflettere su quanto sia importante conoscere a fondo i mercati: va valutata la quantità e la qualità dei rischi complessivi di cui ciascun investitore si fa carico e soprattutto, vanno saputi interpretare correttamente l'ottimismo esasperato e l'euforia “tossica” che precedono lo scoppio di una bolla speculativa. Tuttavia, se da un lato gli Stati Uniti hanno “creato” ed esportato due delle più profonde crisi dell'ultimo secolo, hanno, in entrambe le circostanze, elaborato dei colossali piani di ristrutturazione economica, per risollevare le sorti della propria economia.

Risale dunque al 1933 l'approvazione, da parte del governo Roosevelt appena insediatosi, di una lunghissima serie di misure volte a combattere la recessione e a ridare linfa all'economia americana, il *New Deal*. La loro peculiarità sta

nel fattore che le accomuna: l'intervento dello Stato. Lo scopo fu quello di riportare la domanda, crollata vertiginosamente, ai livelli dell'offerta attraverso un incremento della spesa pubblica.

Più di un cinquantennio dopo e a seguito della crisi che ha recentemente sconvolto i mercati finanziari, in America si programmano ancora una volta politiche di tipo neokeynesiano, simili a quelle proposte da Roosevelt: l'esempio più rappresentativo trova la sua esplicitazione nel *TARP*, il primo grande sforzo da parte del governo statunitense per stabilizzare l'economia nazionale in seguito al crollo del 2007-2008.

L'ascesa alla Casa Bianca del Presidente democratico Barack Obama mette in evidenza la volontà del Governo di impegnarsi nel far ripartire il sistema economico americano. La volontà si fa legge il 17 febbraio 2009: il *Recovery Act* stanziava 787 miliardi di dollari da investire in opere pubbliche e nella lotta alla disoccupazione.

Questo elaborato si propone di analizzare le misure economiche adottate dai diversi governi americani nelle due circostanze sopracitate, la crisi del '29 e la crisi dei mutui *subprime* del 2007, allo scopo di mettere in evidenza l'efficacia di politiche di tipo keynesiano che stimolino gli investimenti e, in questo modo, limitino e orientino i fallimenti del sistema libero-concorrenziale.

La leva della spesa pubblica fu scelta, negli Stati Uniti, come risposta ufficiale agli stati di crisi in occasione della depressione americana degli anni Trenta e

viene riproposta oggi, all'indomani del collasso del sistema finanziario , in chiave senz'altro rivisitata ma pur sempre nella convinzione che «occorre più Sato per scrivere le regole necessarie a far funzionare i mercati finanziari in modo efficiente»<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, 2009, Gius. Laterza & Figli (prefaz.XIII).

# CAPITOLO 1

## LE CRISI ECONOMICHE: IL LATO OSCURO DELLA FINANZA

### 1. La teoria dei cicli economici

L'economia capitalistica è da sempre caratterizzata da alcune tendenze secolari, accompagnate dalla successione di fluttuazioni di differente intensità e ampiezza. Così, ad esempio, nel corso dei decenni si è registrata, prevalentemente nei Paesi sviluppati, una diminuzione della popolazione attiva nei settori primario e secondario e un contestuale aumento della medesima nel settore dei servizi. Ancora, un altro *trend* è stato rappresentato dall'aumento della velocità di crescita delle economie nazionali, che hanno assistito ad un sostenuto sviluppo del proprio reddito pro-capite a partire dalla prima metà del XIX secolo.

Diversi storici economici si sono poi soffermati sullo studio di particolari variazioni dell'andamento dello sviluppo di carattere ciclico: è stata dunque intrapresa, per la prima volta nella storia del capitalismo mondiale, l'analisi delle fluttuazioni economiche.

*Crises Commerciales et de Leur Retour Periodique en France, Angleterre et aux Etats-Unis*, opera pubblicata da Clément Juglar<sup>3</sup> nel 1862, rappresenta il primo vero tentativo di indagine empirica circa la natura delle sopracitate fluttuazioni, contenendo peraltro una rivoluzionaria analisi sistematica di numerose serie economiche.

Juglar analizzò serie storiche di prezzi, tassi di interesse, crediti commerciali e riserve bancarie, arrivando ad affermare che esistono delle onde brevi dell'attività economica della durata media di sei- dieci anni, caratterizzate da una fase di prosperità, da una di crisi e infine da una inevitabile di recessione.

Pertanto, affermava Juglar, i fenomeni di crisi sono connaturati nell'andamento sistematico di tutte le economie; l'idea veramente innovativa risiedeva proprio nel sostenere che le crisi non fossero fenomeni isolati ma avessero carattere ricorrente e che, come tali, fossero le fasi di un processo in cui la prosperità e la successiva recessione non erano altro che gli stessi fattori causali.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup>Clément Juglar ( Parigi, 15 ottobre 1819 – Parigi, 28 febbraio 1905 ) fu un medico e statistico francese, nonché uno dei primi studiosi ad occuparsi della teoria dei cicli economici. Ebbe il merito di scoprire l'omonimo ciclo economico, della durata di sei- dieci anni, sulla scia del quale altri studiosi affermarono l'esistenza di ulteriori fluttuazioni. Fu infine autore di numerose pubblicazioni sulle crisi commerciali e sul ruolo delle banche.

<sup>4</sup> In realtà, almeno fino alla fine del XIX secolo, gli economisti di impostazione neoclassica continuarono a considerare le crisi causate dalla ciclicità delle fluttuazioni come fenomeni accidentali che interrompevano il normale corso dell'attività economica. L'atteggiamento di distacco indifferenza da parte dell'ortodossia classica nei confronti delle fluttuazioni economiche comportò il fatto che per diversi decenni si continuarono ad elaborare teorie per cui le crisi erano provocate esclusivamente da fattori di natura esogena e non già da elementi insiti nel sistema economico.

L'interpretazione che Juglar fornì con riguardo alle fluttuazioni e alle crisi commerciali era legata all'espansione e alla contrazione del credito; tale interpretazione ebbe tuttavia un'influenza limitata, lasciando maggior spazio al contributo fondamentale che l'opera di Juglar dette allo studio delle crisi economiche: a partire dalla seconda metà dell'Ottocento si iniziò a porre l'attenzione non tanto sui fenomeni critici presi isolatamente, quanto sui meccanismi che spiegano l'intero andamento ciclico delle diverse serie economiche.

Questa nuova concezione fu alla base degli studi sulla periodicità delle fasi dell'economia che furono effettuati nel secolo a venire.

Nel 1923 Joseph Kitchin<sup>5</sup> rilevò l'esistenza di onde ancora più brevi di quelle di Juglar, della durata media di circa quaranta mesi, rinominate *ipocicli* e riscontrate in Inghilterra e negli Stati Uniti. Nel 1926, infine, l'economista Nikolai Kondrat'ev<sup>6</sup> arrivò ad affermare che esistevano delle grandi

---

<sup>5</sup> Joseph Kitchin ( 1861- 1932) fu un economista e statistico britannico. Viene ricordato per aver dato il nome alle fluttuazioni di cui egli stesso riscontrò l'esistenza, servendosi dell'analisi effettuata sui prezzi all'ingrosso e sui tassi di interesse in Inghilterra e negli Stati Uniti.

<sup>6</sup> Nikolai Dmitrievic Kondrat'ev (4marzo 1892- 17 settembre 1938) fu un economista sovietico. Iniziò la sua attività occupandosi di economia agraria e statistica. Il 5 ottobre 1917 fu nominato Ministro dell'Approvvigionamento nell'ultimo governo Kerensky. Si dedicò all'attività di ricerca e nel 1919 divenne insegnante nell'Accademia di Agricoltura voluta da Pietro il Grande. Viaggiò molto in Occidente ed ebbe modo di visitare numerosi atenei europei e americani. Nel frattempo con la sua prima pubblicazione presentava la teoria delle onde lunghe che lo avrebbe reso celebre. Acceso sostenitore della NEP, Kondrat'ev era favorevole alla strategia economica per cui l'agricoltura e la produzione di beni di consumo erano considerati i settori dominanti dell'economia sovietica, a discapito dell'industria pesante. Accusato di far parte del Partito Laburista dei Contadini, venne condannato ai lavori forzati come professore e dopo sei anni venne fucilato.

fluttuazioni mediamente comprese tra i quaranta e i sessant'anni e caratterizzate dalla presenza di una fase di rialzo e una di ribasso dei prezzi; la crisi si poneva come punto di mutamento radicale della linea di sviluppo dell'onda lunga, delineando peraltro lo scenario dello scoppio di un conflitto internazionale come momento di massima espansione delle forze economiche. Sulla base di quanto elaborato da Kondrat'ev, nel 1939 l'economista Joseph Schumpeter<sup>7</sup> completò lo studio delle fluttuazioni economiche attraverso una teoria organica delle onde brevi e lunghe e degli ipocicli fondata sul ruolo dell'innovazione: «la diversa ampiezza dei periodi di *gestazione* e di *assorbimento* degli effetti delle nuove tecnologie, egli sosteneva, determina la lunghezza temporale delle fluttuazioni. *Nuovi* prodotti o processi di produzione, *nuove* forme di organizzazione, *nuove* fonti di materie prime e la conquista di *nuovi* mercati si configurano, in ogni caso, come innovazioni e si concretizzano in *occasioni di investimento*. Le innovazioni si presentano in *sciami o grappoli* e sono il portato della dinamicità di taluni imprenditori, che

---

<sup>7</sup> Joseph Schumpeter ( 1883- 1950) fu un economista austriaco, tra i maggiori del XX secolo. Apprezzò in maniera particolare l'opera e le concezioni di Léon Walras, precursore della teoria dell'equilibrio economico generale, secondo cui ciascun sistema economico si adatta a fattori esogeni ed endogeni tendendo in tal modo all'equilibrio.

Padre di diverse teorie legate allo sviluppo economico, egli sosteneva che è erroneo adottare un approccio "statico" per spiegare lo sviluppo stesso, ma che è necessario basarsi su un approccio "dinamico", in cui un nuovo soggetto, l'imprenditore, attraverso i finanziamenti delle banche, che egli remunera con gli interessi, introduce nuovi prodotti, sfrutta le innovazioni tecnologiche e apre nuovi mercati. Questa teoria permise a Schumpeter di spiegare l'alternarsi, nei cicli economici, di fasi espansive e recessive.

riescono a conseguire un profitto netto come reddito essenzialmente temporaneo. All'inizio, infatti, esse richiedono una diversa combinazione dei fattori produttivi, l'impianto di ulteriori imprese ed avviano una fase di espansione del ciclo. A mano a mano che la loro diffusione si estende all'intero sistema, però, i profitti netti si riducono e la domanda si satura. È allora indispensabile la conquista di mercati esteri od offrire ai consumatori delle variazioni qualitative del prodotto, che comportano un incremento dei costi. Gli investimenti diminuiscono e si riducono i livelli di attività economica, fino a quando altri imprenditori metteranno di nuovo in moto il processo»<sup>8</sup>.

Il contributo fornito da Schumpeter, dunque, fu determinante per la nascita di una teoria mai esplicitata in maniera organica fino ad allora: la teoria dei cicli economici.

Nell'ambito dei precedenti studi sulle fluttuazioni, si cercò di esaminare l'idea che queste ultime avessero origine nell'intrinseca instabilità del sistema economico; dall'altro lato, tuttavia, vi furono numerosi sforzi per incorporare il ciclo economico in un'ottica di equilibrio.

A partire dal XIX secolo si sono succedute alcune crisi economiche, verificatesi nel 1816-17, nel 1873 e nel 1929; a ciascuna di esse ha corrisposto

---

<sup>8</sup> G. Di Taranto, *Introduzione alla Storia Economica in Storia dell'economia mondiale*, F. Assante-M. Colonna- G. Di Taranto- G. Lo Giudice, Monduzzi Editore, settembre 2000

un'inversione di tendenza con riguardo al livello dei prezzi, passati da una fase di ascesa ad una di discesa, comportando automaticamente il passaggio dall'espansione alla depressione.

Inoltre, secondo Schumpeter, le onde lunghe di Kondrat'ev corrispondono alle varie rivoluzioni industriali succedutesi nel corso della storia del capitalismo e il cui motore è stata l'innovazione tecnologica. Così, la rivoluzione industriale inglese si distinse per la diffusione della macchina a vapore, la seconda rivoluzione industriale per l'uso del carbone ai fini della locomozione (navi e treni) e, infine, la terza rivoluzione industriale introdusse nuove forme di energia e favorì lo sviluppo di nuovi settori economici.

Culminata la fase espansiva legata alle innovazioni, sono subentrate le fasi di depressione, caratterizzate da sovrapproduzione, riduzione dell'attività economica e abbassamento del potere d'investimento.

La prima fase di depressione si registrò subito dopo il Congresso di Vienna e nel periodo coincidente con la Restaurazione, la seconda si ebbe in concomitanza con la fine delle guerre di secessione negli Stati Uniti e di quella franco-prussiana in Europa e, infine, la terza, fu generata dal crollo della Borsa di New York nel 1929.

Le crisi come punto di svolta dalle fasi ascendenti a quelle discendenti appena descritte avevano degli elementi comuni, primo fra tutti il contestuale affiancamento a conflitti internazionali: in questo senso, dunque, secondo

buona parte degli storici economici, i fenomeni critici scaturirono dalla sovrapproduzione generata dall'ampliamento della capacità produttiva durante il periodo bellico, sovrapproduzione che in tempi di pace l'economia stessa non fu più in grado di colmare.

## **2. Come si genera una crisi**

Come esaminato nel precedente paragrafo, la prevalenza degli storici economici risulta essere concorde nell'affermare l'esistenza di un sistema capitalistico mondiale caratterizzato dal susseguirsi di cicli in cui a fasi di espansione produttiva e finanziaria si contrappongono fasi di declino economico; il punto che segna l'inversione di tendenza tra le due fasi è rappresentato da una crisi.

La questione che, invece, per la sua complessità, è ancora oggi sottoposta ad un'attenta analisi da parte degli studiosi è il modo in cui nasce e si sviluppa una crisi economica: si vuole dunque porre l'accento dapprima sulle cause che conducono un qualunque sistema economico a fenomeni di forte e marcata instabilità e, successivamente, sulla sequenza tipica di una crisi.

Colui che prima di altri studiosi si preoccupò di capire quale fosse l'origine dei fenomeni critici in questione fu l'economista e statistico statunitense

Irving Fisher,<sup>9</sup> il quale al culmine della Grande Crisi pubblicò *The Debt Deflation of Theory of Great Depressions*, a prosecuzione della precedente opera *Booms and Depressions*, nel tentativo di dare una spiegazione plausibile alla recente catastrofe economica che aveva colpito prima gli Stati Uniti e poi l'intero pianeta sul finire degli anni Venti.

Secondo Fisher una crisi origina da una situazione di elevato indebitamento e da uno shock esterno qualunque, che genera a sua volta una caduta dei prezzi delle attività finanziarie detenute sia dal pubblico sia dagli intermediari operanti sul mercato dei capitali.

Il collasso è preceduto da sintomi che vengono sistematicamente sottovalutati poiché coloro che operano sui mercati finanziari tendono ad accentuare l'ottimismo presente sui mercati stessi e arrivano ad indebitarsi per speculare, ossia per andare in cerca di occasioni di guadagno ad altissimo rischio, gonfiando in tal modo una bolla di speculazione<sup>10</sup>.

I sintomi a cui si è fatto riferimento possono oggi essere rilevati tramite i cosiddetti *early warning systems* elaborati dal *Fondo Monetario*

---

<sup>9</sup> Irving Fisher (27 febbraio 1867- 29 aprile 1947) fu un economista e statistico statunitense. Si deve a lui la formalizzazione della nota equazione che mette in relazione il tasso di interesse nominale e quello reale; secondo Fisher, indicando con  $r$  il tasso di interesse reale, con  $i$  il tasso di interesse nominale e con  $\pi$  il tasso di inflazione attesa, si ha:

$$r = i + \pi$$

Fu presidente dell' *American Economic Association* e dell' *American Statistical Association* e fu autore di numerose pubblicazioni in campo matematico-finanziario, statistico ed econometrico.

<sup>10</sup> Una bolla speculativa corrisponde ad una particolare fase in cui i mercati finanziari soffrono di un sensibile aumento dei prezzi dei beni dovuto ad una crescita improvvisa e inaspettata della loro domanda. Quando si parla di bolla speculativa si fa in genere riferimento ai mercati finanziari, su cui vengono trattati titoli azionari, obbligazionari e derivati, ma la storia ha mostrato come anche sul mercato reale possano crearsi bolle speculative.

*Internazionale*, che hanno lo scopo di migliorare le capacità di previsione dei fenomeni di crisi. Essi, infatti, consentono di prevedere se nei due anni successivi alla rilevazione effettuata un sistema economico potrà o meno essere soggetto a una situazione di crisi finanziaria.

La logica alla base di questo nuovo approccio scaturisce dalla semplice constatazione che qualunque sistema economico nei mesi immediatamente precedenti la crisi si comporta in modo diverso rispetto a quanto accade nei periodi di stabilità: ciò consente di individuare delle grandezze che, qualora raggiungano valori inferiori o superiori al loro valore ordinario, emetteranno dei segnali di instabilità precedenti l'imminente scoppio di una crisi.

Quando la speculazione sui mercati finanziari arriva a livelli molto elevati la bolla scoppia, generalmente per cause del tutto accidentali, come il fallimento di un operatore, la chiusura dei canali di finanziamento o il mancato rimborso da parte di un grande debitore. A questo punto l'euforia si trasforma in panico e la crisi si avvita: si parla in tal caso di *self-fulfilling prophecy*, ovvero la profezia capace di avverarsi da sola quando riesca ad essere credibile per un numero sufficiente di persone e riesca dunque a stimolare la repentina reazione da parte del pubblico e degli operatori finanziari.

Lo scoppio della bolla si ripercuote sull'economia reale, attraverso gli effetti che la caduta dei prezzi genera sui profitti e sui tassi di interesse reali: i primi si riducono, i secondi si accrescono.

È necessario a questo punto riepilogare in maniera organica e coerente la sequenza tipica di una crisi secondo la costruzione di Fisher.

Inizialmente regnano sui mercati euforia e ottimismo, che rappresentano la diretta conseguenza della crescita improvvisa e repentina dei prezzi delle attività reali e finanziarie. Più i prezzi aumentano, più il sistema economico entra all'interno di un vero e proprio "vortice dell'indebitamento", che, raggiungendo livelli elevatissimi, causa la rottura del meccanismo di crescita simultanea dei prezzi dei beni e dei relativi debiti: si verificano così le prime insolvenze e sia il pubblico che gli operatori finanziari si precipitano a vendere le attività che detengono nei propri portafogli.

Le aziende che possono usufruire di quella parte di liquidità che non è ancora andata in fumo, tentano di saldare i propri debiti, divenuti peraltro più onerosi. Nel frattempo si verifica una flessione dei depositi e la moneta inizia a circolare ad una velocità ridotta.

È questo il punto di inversione di tendenza, in cui si registra una caduta improvvisa dei prezzi, accompagnata dal contestuale aumento del livello dei tassi di interesse e dalla diminuzione dei profitti.

Successivamente si assiste a nuovi diffusi fallimenti e, talvolta, al congelamento dei patrimoni netti delle imprese che si trovano in maggiore difficoltà.

L'instabilità finanziaria va poi a colpire le variabili reali, provocando la caduta della produzione, dell'occupazione e del reddito e generando ulteriore pessimismo e sfiducia nei confronti degli istituti di credito, ritenuti incapaci di arginare la crisi.

La teoria di Fisher mostra la relazione tra economia reale e finanziaria in caso di fenomeni di instabilità del sistema economico, mettendo in evidenza come, dopo lo scoppio della bolla, la crisi si avviti e conduca inevitabilmente alla depressione.

Qualche anno più tardi, a partire dalle considerazioni di John Maynard Keynes riguardo la moneta, gli investimenti e le aspettative in un contesto di incertezza strutturale, Hyman Philip Minsky<sup>11</sup> definì una *teoria dell'instabilità finanziaria* basata sull'idea che un sistema economico solido possa diventare fragile a causa di *shock* esogeni dei flussi di cassa.

Secondo Minsky la stabilità di un sistema è di per sé destabilizzante, in quanto è proprio nei periodi di ordine economico che vengono gettate le basi di una crisi. Inoltre, l'equilibrio finanziario di ciascun operatore deriva dalla contrapposizione tra flussi in entrata e flussi in uscita: in questo senso

---

<sup>11</sup> Hyman Philip Minsky ( Chicago, 23 settembre 1919- Rhinebeck, New York, 24 ottobre 1996) fu un informatico e scienziato statunitense, specializzato nel campo dell'intelligenza artificiale. Studiò a Chicago, dove si laureò in matematica. Nel 1954 conseguì un master e un dottorato in economia a Harvard, dove lavorò come assistente fino all'anno successivo. Successivamente fu a Berkeley e alla Washington University di St. Louis. Fu autore di numerose pubblicazioni.

l'economia non è altro che un insieme di bilanci, in cui le attività generano entrate e le passività generano uscite.

Per comprendere meglio la teoria di Minsky è necessario fornire delle definizioni a cui egli stesso fa riferimento:

1. *Unità*. Qualunque agente economico ( imprese, famiglie, banche) che agisca sulla base di obiettivi e vincoli di natura monetaria.
2. *Posizione*. Attività non prontamente convertibile in moneta e detenuta nei bilanci delle unità.

Le posizioni possono a loro volta essere:

1. *coperte*, ovvero quelle attività in cui sia le spese correnti che gli impegni di pagamento sono garantiti dalle entrate correnti in ogni periodo dell'orizzonte temporale considerato;
2. *speculative*, ovvero le attività che per un certo periodo di tempo possono avere impegni di pagamento che eccedono il flusso di cassa atteso;
3. *ultra speculative*, ovvero attività con le medesime caratteristiche di quelle speculative, con l'aggiunta che i ricavi ad esse collegati sono inferiori agli interessi sui debiti.

Una massiccia presenza di posizioni speculative e ultra speculative, dunque, favorisce la fragilità di un sistema economico. In particolare, se vi è la prevalenza di unità coperte, una crisi potrà derivare esclusivamente da una caduta inattesa del reddito; se invece vi è prevalenza di unità speculative e ultra speculative, il sistema è esposto al rischio di crisi finanziarie, poiché a minime variazioni sui mercati creditizi corrispondono significative variazioni delle grandezze reali.

Le conclusioni a cui giunse Minsky al termine dei suoi studi sull'instabilità finanziaria furono le seguenti:

- un sistema finanziario può ritenersi solido quando variazioni degli impegni di pagamento, dei flussi di cassa e dei tassi a cui tali flussi vengono capitalizzati non incidono in maniera rilevante sulla capacità degli operatori di mantenere i proprio impegni;
- qualunque sistema finanziario sarà stabile o fragile a seconda del numero e della natura delle posizioni;
- tutti i sistemi economici evolvono da stabili ad instabili, generando, di conseguenza, delle crisi.

Nella teoria minskyana, tuttavia, la crisi non è soltanto la fase negativa in cui la preferenza per la liquidità è massima e i profitti, gli investimenti e il reddito si riducono sensibilmente, ma rappresenta anche il fenomeno in grado di

ridurre l'instabilità del sistema finanziario, che è la condizione necessaria affinché ci si possa muovere verso la ripresa.

La gravità e l'estensione della crisi dipendono infine dall'azione delle autorità economiche, che secondo Minsky sono sempre in grado di evitare o, perlomeno, attutire gli effetti della crisi stessa.

### **3. Finanza: dott. Jekyll o mr. Hyde?**

Le analisi effettuate da Fisher e Minsky a cavallo tra la prima e la seconda metà del XX secolo rappresentano senz'altro un prezioso contributo allo studio delle crisi che si sono verificate nel corso della storia del capitalismo.

A Fisher, in particolare, si deve la nascita di un innovativo approccio ai fenomeni di instabilità economica, volto a comprendere gli effetti di persistenza e di propagazione di qualunque crisi. Le sue riflessioni sono state accolte per anni con perplessità, probabilmente dovuta alla loro presunta mancanza di scientificità, e soltanto con la *debt deflation school*<sup>12</sup> (Minsky 1975, 1982 e Kindleberger<sup>13</sup> 1978) hanno riacquisito la loro rilevanza originaria.

---

<sup>12</sup> La *debt deflation school* è una dottrina economica nata nella seconda metà del XX secolo che afferma che ogni volta che un'unità economica, per far fronte a impegni di pagamento, debba liquidare beni capitali, si può verificare una caduta del prezzo dei beni in questione che può a sua volta generare il passaggio da uno stato di diffusa illiquidità a uno stato di vera e propria insolvenza. Il pioniere di tale teoria fu Hyman Philip Minsky.

<sup>13</sup> Charles Kindleberger (12 ottobre 1910- 7 luglio 2003) è stato uno storico economico nonché autore di più di trenta pubblicazioni. La sua opera più significativa è *Manias, panics and crashes*, nella quale effettua un'analisi delle bolle speculative che si creano sui mercati finanziari.

A distanza di qualche decennio lo scenario delineato dai sopracitati economisti è mutato in maniera significativa, per il prepotente inserimento della finanza internazionale all'interno del panorama economico.

La centralità della finanza è oggi particolarmente sentita in virtù della posizione vantaggiosa ad essa assegnata negli ultimi venti anni: essendo ritenuta il punto di svolta rispetto alle vecchie gerarchie economiche, è stato consentito alla finanza di sviluppare e portare sul mercato prodotti altamente innovativi, sottraendosi alle tradizionali regole che riguardavano le banche e i titoli. « Nessun regolatore, e tanto meno nessun politico, ha sentito la necessità di applicare al nuovo mondo della finanza le vecchie regole. In parte, perché troppo preoccupati di non ledere gli interessi dei soggetti da essi vigilati. In parte, perché la teoria economica era solidamente arroccata intorno all'idea che i mercati siano intrinsecamente efficienti e razionali e che, quasi come ovvia conseguenza, il sistema finanziario americano sia il migliore possibile. In parte, perché una finanza che sembrava far quadrare il circolo della crescita economica faceva comodo a tutti»<sup>14</sup>.

Alla luce della crisi che ha colpito i mercati finanziari a partire dall'agosto del 2007 ci si è soffermati sulla natura della finanza, per tentare di capire se si

---

<sup>14</sup> M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, prefazione, Gius. Laterza & Figli, 2009

tratti di uno strumento di distribuzione di ricchezza e benessere o, piuttosto, di una pericolosa arma in grado di distruggere l'intera economia.

I più ferventi detrattori della finanza sostengono che essa abbia privato la politica del suo tradizionale ruolo di guida delle democrazie moderne in materia di decisioni di interesse collettivo. Secondo tale convinzione, i mercati finanziari tenderebbero a difendere i particolari interessi del mondo della finanza, senza tenere conto di quelle regole e dei diritti tutelati e rappresentati dalle istituzioni.

D'altronde, però, i mercati finanziari, secondo quanti ne prendono le parti, sono il luogo dove vengono scambiati beni e servizi ai prezzi definiti dall'incontro tra domanda e offerta e, dunque, ricoprono un ruolo di fondamentale importanza. Essi, inoltre, possono costituire una grande opportunità per tutti coloro che desiderano cercare fondi, per ragioni sia pubbliche che private: è quello che negli anni passati hanno fatto molte amministrazioni locali, che si sono rivolte proprio ai mercati finanziari per reperire risorse volte alla realizzazione di progetti talvolta legati a promesse elettorali troppo impegnative. In questo senso, quindi, si è imparato a guardare alla finanza come ad un contenitore di occasioni redditizie, senza tuttavia rendersi conto che stava diventando sempre più grande e opaca: si è abbandonata l'idea di creare apposite norme che regolassero i rischi delle

nuove attività , frutto dell'innovazione finanziaria risalente agli ultimi due decenni.

Il fatto di non poter disporre di regole scritte per la nuova finanza ha compromesso la funzionalità di quest'ultima, poiché dapprima essa è riuscita ad impedire che le contraddizioni presenti nella società esplodessero, continuando a concedere credito alle famiglie, proprio attraverso i sopracitati strumenti finanziari , e successivamente si è espansa in maniera incontrollata, rivelando la totale assenza di principi regolatori<sup>15</sup>.

Il sospetto della presenza di una “doppia personalità” della finanza porta oggi a concludere che, ormai, non potendo più respingere gli effetti catastrofici che la finanza stessa ha avuto sull'intera compagine economica negli ultimi anni, è necessario perlomeno che essa rappresenti l'opportunità per gli Stati democratici di innescare meccanismi virtuosi di gestione del settore pubblico, così da arginare le contraddizioni nate proprio a causa dello sfrontato utilizzo dei prodotti finanziari.

Nonostante le vicende che hanno colpito i mercati, infatti, sembra permanere l'idea di fondo per cui si debba favorire lo sviluppo di una finanza sostenibile, che si occupi dell'uso razionale delle risorse, in modo da non compromettere la capacità delle risorse stesse di continuare a produrre valore nel tempo. Una

---

<sup>15</sup> Fonte: M. Pianta, *Nove su dieci. Perché stiamo (quasi) tutti peggio di 10 anni fa*, 2012, Gius.Laterza & Figli, Bari

finanza cosiddetta “sostenibile”, dunque, deve porsi l’obiettivo di generare valore nel lungo periodo e ciò significa non solo essere in grado di indirizzare i capitali esclusivamente su attività che originino extraprofitto, ma far investire anche su *assets* che siano socialmente utili e non che non superino la capacità di carico del sistema ambientale<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Fonte: OCSE

## CAPITOLO 2

### LA CRISI DEL '29 E LE POLITICHE KEYNESIANE DEL NEW DEAL

#### **1. Il crollo di Wall Street: cronaca di una crisi annunciata**

Ad oggi si dispone di un quadro abbastanza chiaro di quello che accadde a partire dall'ottobre del 1929: ciò lascerebbe intendere che gli eventi catastrofici che precedettero e seguirono il tracollo finanziario siano ormai facilmente comprensibili. Non è del tutto così: la difficoltà principale sta nel comprendere le ragioni della lunga durata e dell'intensità e ampiezza dell'impatto che ebbe l'ondata recessiva conseguente al tracollo della borsa di *Wall Street*.

Per tutto il biennio 1920-1921 gli Stati Uniti, così come anche la maggior parte dei Paesi europei, si trovarono a combattere contro una consistente diminuzione della produzione, che precipitò del 24%, e dei prezzi all'ingrosso, che ribassarono del 37%. Si trattò, come numerosi storici economici sostengono, di una crisi di riconversione dell'economia di guerra in economia di pace: «... il ciclo di riconversione è caratterizzato da variazioni brusche e brevi governate dalle sollecitazioni della domanda e sottoposte alle influenze perturbatrici degli eccessi del credito. A differenza dei cicli congiunturali

classici, è il mercato dei beni di consumo che sta all'origine delle modificazioni di tendenza»<sup>17</sup>.

Il periodo che va dal 1922 al 1929 fu, al contrario, un lungo periodo di espansione, frenato solo e in maniera piuttosto lieve, da due recessioni minori nel 1924 e nel 1927, che comunque non impedirono alla produzione manifatturiera di aumentare dell'80%. Nel corso di questi anni si assistette inoltre ad un *boom* delle costruzioni, che interessò sia gli alloggi che le fabbriche. Raddoppiò la produzione di energia elettrica, nonché di petrolio, acciaio e gomma. Aumentarono notevolmente le occasioni di investimento e le spese annuali di investimento andarono a costituire più del 20% del prodotto nazionale lordo<sup>18</sup>.

La disoccupazione si mantenne relativamente bassa, fatta eccezione per il 1924. L'economia americana poteva altresì contare su una notevole quantità di esportazioni verso il resto del mondo e sui prestiti esteri.

Tutto quello che successe all'indomani di tale periodo di prosperità fu destinato a sconvolgere in maniera catastrofica le sorti del sistema economico americano perlomeno fino alla vigilia della seconda guerra mondiale.

« La crisi del 1929 è essenzialmente americana: essa mette fine, brutalmente, ad uno dei *booms* più straordinari che la Borsa di New York abbia mai

---

<sup>17</sup> A.Barrère, *Les crises de reconversion*, Paris, Rivière, 1947

<sup>18</sup> Fonte dati: M.Niveau, *Storia dei fatti economici contemporanei*, Milano- Mursia, 1966

conosciuto. L'indice dei corsi passò da 100 nel 1926 a 216 nel settembre 1929. Il rialzo borsistico non va messo in relazione con l'aumento dei profitti; esso risulta dalla generale e sfrenata speculazione, non solo da parte delle grandi imprese ma anche di gran parte della popolazione»<sup>19</sup>.

Fino al febbraio del 1928 fu possibile attribuire la tendenza al rialzo del corso delle azioni all'aumento dei profitti; di contro, a partire dal marzo di quello stesso anno questo fenomeno iniziò a celare dietro di sé tendenze fortemente speculative. Uomini d'affari, banchieri e operatori di borsa contribuirono, con le loro dichiarazioni ottimistiche e miratamente euforiche, a dar vita ad una bolla speculativa dalle dimensioni colossali, che quando, poco più di un anno dopo sarebbe scoppiata, avrebbe mostrato un sistema finanziario andato ormai in frantumi. La fiducia nell'avvenire, urlata a gran voce dai "comandanti dell'industria", non venne ignorata dai piccoli risparmiatori, che, non avendo alcuna competenza in ambito borsistico, tradussero tale fiducia in incentivi ad investire sui mercati finanziari.

Il primo crollo, seppure di lieve portata relativamente a quello che sarebbe avvenuto nell'ottobre dell'anno seguente, si ebbe il 12 giugno 1928, quando vennero scambiati più di 5 milioni di azioni e si registrarono diminuzioni di 23 punti.<sup>20</sup> Tuttavia, nel mese di luglio si assistette a un nuovo rialzo del corso

---

<sup>19</sup> M.Niveau, *Storia dei fatti economici contemporanei*, Milano- Mursia, 1966

<sup>20</sup> Fonte dati: M. Niveau, *Storia dei fatti economici contemporanei*, Milano- Mursia, 1966

azionario, fortemente alimentato dalla campagna elettorale per le elezioni presidenziali, che fece forte leva sulle promesse di prosperità.

La gente comune chiedeva prestiti alle banche per poter acquistare titoli in Borsa, con la speranza di rivenderli mano a mano che il prezzo saliva e, in questo modo, guadagnare sulla differenza: si iniziò, in alcuni casi inconsciamente, a speculare.

Di fronte alla crescente domanda le banche di New York cominciarono a effettuare prestiti a brevissimo termine al 12% e a prendere in prestito dalla *Federal Reserve Bank*<sup>21</sup> al 5%. Nella struttura finanziaria americana il volume di questi prestiti è un indice attendibile del grado di speculazione sui mercati finanziari: in tempi normali l'ammontare di prestiti a brevissimo termine si aggira intorno a 1 miliardo di dollari o poco più; alla fine del 1927 il totale dei prestiti raggiungeva i 3,5 miliardi di dollari; alla vigilia del tracollo di *Wall Street* si superavano i 7 miliardi di dollari di prestiti. Le parole del presidente della Banca Federale di riserva, C.E.Mitchell, danno la misura di quanto ci si stesse sbagliando, o ,probabilmente, si facesse finta di sbagliarsi riguardo alla continua spinta al rialzo dei prezzi dei titoli quotati in borsa: all'inizio di ottobre del 1929 egli dichiarò che la situazione economica americana era sana

---

<sup>21</sup> La Federal Reserve Bank, conosciuta anche come Federal Reserve e, più informalmente, come FED, è la banca centrale degli Stati Uniti d'America. Istituita il 23 dicembre 1923 dal Congresso degli Stati Uniti, svolge il compito di stabilire la politica monetaria nazionale, influenzando la quantità di moneta in circolazione, nonché di supervisionare gli istituti di credito e di garantire la stabilità del sistema finanziario, tramite il monitoraggio del rischio sistemico.

e che nulla si sarebbe potuto fare per fermare il *trend* al rialzo dei prezzi azionari; qualche giorno più tardi lo stesso presidente Mitchell ribadì che i mercati erano in buone condizioni, sottolineando ancora una volta la prosperità generale degli Stati Uniti<sup>22</sup>. Di lì a poco si sarebbe dimostrato quanto erronee potessero essere state tali convinzioni.

Il vero “cataclisma” cominciò lunedì 28 ottobre, quando vennero vendute 9.250.000 azioni e l’indice dei corsi delle azioni industriali pubblicato dal *Times* ribassò di 49 punti.

«Martedì 29 ottobre è il giorno più disastroso che la Borsa di New York abbia mai conosciuto. Sono offerti alla vendita 33 milioni di titoli, i corsi subiscono un’altra caduta di gravità pari a quella del giorno prima.»<sup>23</sup>

Da quel momento in poi, a dispetto di quanto erroneamente sostenuto dall’eminente società economica di Harvard circa l’improbabilità di assistere ad una recessione prolungata, gli Stati Uniti si trovarono a fare i conti con quella che è tristemente passata alle cronache come “*Great Depression*”.

La fase più buia della storia economica americana durerà fino al 1932 e si estenderà a tutto il mondo. In quegli anni la produzione industriale diminuì del 75% e gli investimenti crollarono del 55%.<sup>24</sup> La vera piaga della recessione furono i fallimenti a catena dei colossi bancari, che resero ancora più difficile

---

<sup>22</sup> J. K. Galbraith, *The Great Crash*, Houghton Mifflin, Boston, 1954 (ed. Italiana: *Il grande crollo*, Torino- Boringheri, 1972)

<sup>23</sup> M. Niveau, *Storia dei fatti economici contemporanei*, Milano-Mursia, 1966

<sup>24</sup> Fonte: *Historical Statistics of the U.S.*

la possibilità di investire. La crisi non risparmiò d'altronde la miriade di piccole banche: il crollo dei prezzi agricoli e le difficoltà finanziarie degli agricoltori che non riuscivano più a rimborsare i prestiti bancari ne causarono il tracollo, una dopo l'altra.

Altra nota dolente era la disoccupazione: nel 1933 i disoccupati raggiunsero e superarono quota 13 milioni, rappresentando il 27% della popolazione attiva, che ammontava a 48 milioni<sup>25</sup>.

Analizzare le cause della crisi del '29 prima e della depressione che ne seguì poi, è utile per apprezzare la portata delle misure di politica economica prese all'indomani del disastro finanziario. Si può ritenere che uno dei motivi scatenanti fu senz'altro il rialzo esasperato dei corsi azionari: è ovvio, infatti, che il prezzo dei titoli non può aumentare all'infinito e la bolla speculativa che si crea è destinata a scoppiare, portando con sé le conseguenze devastanti sopracitate.

Molti autori sono concordi nell'affermare che la speculazione sia dipesa dall'inflazione monetaria provocata dalla politica del denaro a buon mercato e dalle facilitazioni creditizie del sistema federale di riserva. A seguito delle difficoltà britanniche del 1925, cospicue somme di oro europeo iniziarono ad affluire negli Stati Uniti, cosicché i principali governi del Vecchio Continente chiesero alla *Federal Reserve* di abbassare il tasso di sconto per scoraggiare

---

<sup>25</sup> Fonte: M. Niveau, *Storia dei fatti economici contemporanei*, Milano- Mursia, 1966

l'afflusso di capitali stranieri. La Fed accolse la richiesta e iniziò ad acquistare ingenti quantità di titoli di Stato sul mercato allo scopo di far calare i tassi di interesse. La ovvia conseguenza di questa operazione fu l'incremento in maniera direttamente proporzionale delle disponibilità liquide dei venditori. «Il fattore inflazionistico costituito dalla facilitazione creditizia, dando esca alla speculazione, avrebbe portato al giovedì nero della Borsa di New York»<sup>26</sup> Tuttavia, se la politica monetaria ha in qualche modo dato una spinta decisiva alla speculazione, non è in ogni caso appurato che, in assenza di altri fattori, la speculazione sarebbe stata così forte: in altre parole, alla base della crisi del '29 esistono inevitabilmente ulteriori concause, che dipendono da fattori strutturali e psicologici.

In primo luogo, l'estremo spezzettamento della struttura bancaria americana fu senza dubbio uno dei motivi scatenanti per cui la speculazione raggiunse in breve tempo livelli insostenibili.

In secondo luogo, anche la struttura degli affari si dimostrò favorevole a qualsiasi tipo di abuso: la nascita e lo sviluppo degli *investment trusts* e delle *holding companies*, che detenevano enormi quantità di titoli azionari e obbligazionari avevano tutto l'interesse a far alzare i relativi prezzi. Questo risulta essere un altro dei motivi alla base delle innumerevoli frodi e degli interventi altamente speculativi che portarono poi all'inevitabile collasso dei

---

<sup>26</sup> M.Niveau, *Storia dei fatti economici contemporanei*, Milano-Mursia, 1966

mercati.

Vittime di tutto ciò furono maggiormente i piccoli risparmiatori: «...è anche certo che le ultime truffe furono perpetrate ai danni di un pubblico che era diventato straordinariamente credulo. L'entità delle operazioni finanziarie, l'aria di tecnicismo con cui esse si lanciavano, il congegno complicato delle operazioni dell'alta finanza determinavano un modo di pensare propenso a trascurare la possibilità di frodi o di errori»<sup>27</sup>.

Di fronte ad una seppur parziale panoramica sulle cause del crollo del '29, ci si chiede nuovamente perché la recessione degli anni Trenta sia stata la prima ad essere così profonda e prolungata.

Essa costituisce in effetti un precedente nella storia del capitalismo moderno in cui il sistema economico sembrò non riuscire più a trovare un equilibrio; la povertà e la disoccupazione si espansero a macchia d'olio, la produzione precipitò, migliaia di istituti di credito furono costretti a chiudere i battenti e dichiararsi insolventi. Di fronte a tutto ciò, la scienza economica non è stata in grado, almeno in prima battuta, di dare una spiegazione plausibile al disastro che la popolazione americana stava vivendo: l'inadeguatezza del pensiero e della politica economica si prefigura come una causa minore del carattere devastante della recessione.

---

<sup>27</sup>L. Robbins, op.cit. (trad.ital. pag.82-83)

Ma c'è dell'altro : le misure protezionistiche dettero una spinta al deterioramento degli scambi con l'estero, di cui l'America era sempre stata fino a quel momento un Paese senz'altro privilegiato; al crollo del commercio internazionale contribuì anche, e non da ultimo, il fallimento del *gold exchange standard*, dipeso in parte dalla generalizzata instabilità monetaria e in parte dalla stessa crisi del '29.

Al di là di ogni possibile opinione circa le cause della *Grande Depressione*, resta fermo un punto: gli Stati Uniti si trovarono, da un giorno all'altro, a fare i conti con un dissesto economico e finanziario che mai nella loro storia economica erano stati costretti a vivere ma dal quale, attraverso le adeguate misure, sarebbero riusciti, orgogliosamente, ad uscire.

## **2.L'insostenibilità della politica di Hoover**

«Non ho timori per il futuro del nostro Paese. Il futuro risplende di speranza.»  
E' con queste parole che, nel marzo del 1929, il neoeletto Presidente Herbert Hoover si insediò alla Casa Bianca, forte del generalizzato clima di fiducia e euforia che pervadeva l'America; appena sette mesi più tardi un radicale cambiamento di prospettiva , dettato dalle insostenibili condizioni di un Paese allo stremo delle proprie forze, indusse Hoover a rivedere le proprie posizioni

e a convincersi del fatto che era necessario agire istantaneamente per evitare la catastrofe<sup>28</sup>.

A distanza di nemmeno un anno dalla vittoria alle presidenziali, Hoover capì di essere stato colto impreparato dagli eventi, ma mantenne ferma la linea propositiva e ottimista: fervente sostenitore degli ideali liberisti, egli rassicurò l'intero Paese, dicendosi convinto che l'economia nazionale fosse fondamentalmente sana e che il mercato avrebbe trovato spontaneamente le forze per riportare in equilibrio il sistema.

Con l'avanzare dei segnali di crisi, la strategia di politica economica del presidente Hoover mantenne salda la vena d'ottimismo, attraverso continue rassicurazioni circa le sorti degli Stati Uniti. Contestualmente, tuttavia, egli intraprese una dura battaglia, seppure meramente verbale, contro la speculazione incontrollata in borsa, unica vera piaga da combattere e isolare dal resto dell'economia, del tutto efficiente e autoregolata.

L'iniziale impopolarità di Hoover, che peraltro non si trasformerà mai in un consenso generale da parte del popolo americano, derivò in prima istanza proprio da questo atteggiamento, ossia dal tentare in tutti i modi di convincere

---

<sup>28</sup> Herbert Hoover nacque a West Branch (Ohio) il 10 agosto 1874 da una famiglia della ricca borghesia americana e conseguì la laurea in ingegneria all'Università di Stanford. Fu in Cina insieme alla moglie, dove lavorò per una società privata. Divenne presidente degli Stati Uniti nel 1928. La presidenza di Hoover è indissolubilmente legata alla crisi del '29, dalla quale egli, a causa una politica marcatamente monetarista, tendente alla lotta all'inflazione e al pareggio di bilancio, non seppe far uscire l'America.

i cittadini che la crisi sarebbe stata rapidamente riassorbita e che l'economia sarebbe tornata ad essere ben presto quella florida e gloriosa di un tempo.

La vera insostenibilità della politica hooveriana, tuttavia, divenne tangibile a seguito dei primi provvedimenti presi a cavallo tra il 1929 e il 1930: in una serie di incontri, il Presidente invitò i rappresentanti degli Stati e del mondo dell'imprenditoria e dell'agricoltura (o meglio, impose loro) di non abbassare i salari nominali e i prezzi agricoli, allo scopo di sostenere il potere d'acquisto e i consumi.

Apparve piuttosto prevedibile che, non potendo abbassare i salari o, perlomeno, tenerli costanti mentre l'indice generale dei prezzi precipitava, numerosi imprenditori furono costretti a chiudere le proprie aziende, facendo schizzare verso l'alto la disoccupazione.

L'amministrazione Hoover, inoltre, assecondò le scelte della *Federal Reserve* per favorire il credito attraverso la riduzione del tasso ufficiale di sconto.<sup>29</sup>

Vi fu ,però, anche dell'altro: il Presidente iniziò a impegnarsi nel tentativo di rilancio dell'edilizia privata e pubblica, soprattutto a livello dei singoli Stati Federali, senza, in realtà, grande successo; dal 1930 al 1932 gli investimenti

---

<sup>29</sup> Il tasso ufficiale di sconto è il tasso al quale qualsiasi Banca Centrale concede prestiti alle altre banche; la sua variazione può favorire o meno il ricorso al credito.

Se il tasso di sconto aumenta, le banche non hanno convenienza a indebitarsi nei confronti della Banca Centrale, quindi diminuisce la quantità di denaro di cui esse dispongono per concedere credito.

Al contrario, se il tasso di sconto diminuisce, le banche trovano più conveniente prendere a prestito dalla Banca Centrale; ricorrendo ad operazioni di sconto e di anticipazione presso la Banca Centrale, esse aumentano la quantità di denaro destinata a concedere crediti: in questo senso, quindi, una riduzione del tasso ufficiale di sconto favorisce il credito.

privati conobbero un unico trend, marcatamente discendente, e senza essere in alcun modo compensati da quelli statali.

Nel frattempo il crollo del reddito nazionale provocò la riduzione delle entrate fiscali e l'inevitabile aumento del deficit di bilancio, che, nel 1931, arrivò a toccare il miliardo di dollari.

Anche in questo caso l'errore di Hoover fu quello di agire in sintonia e nell'interesse di un'unica privilegiata categoria di americani, appartenenti al mondo dell'industria e dell'alta finanza, i quali, in maniera oculatamente implicita, lo indussero a diminuire la spesa statale e le politiche di sostegno alla domanda e a scoraggiare tutte le iniziative del Congresso a favore di opere pubbliche e politiche assistenziali.

D'altra parte egli era un ingegnere, decisamente poco esperto di economia e di politiche di rilancio di Paesi in crisi; era convinto che un sistema economico andasse diretto così come un qualunque altro macchinario, semplicemente impartendo ordini agli elementi che lo compongono. Per questa ragione, ebbe sempre la necessità di affidarsi a qualcuno che ne sapesse senz'altro più di lui; ma probabilmente non si rese mai conto del fatto che compiacere gli uomini dell'industria e della finanza americana, ossia assecondare i loro interessi, significava lasciare che la Nazione resti nel baratro in cui si trovava in quel momento.

Non a caso, la popolazione, che maggiormente risentiva della recessione e che venne regolarmente lasciata al di fuori di qualunque tipo di scelta di carattere economico, iniziò a diffondere termini quali *hoovervilles*, per riferirsi alle baraccopoli innalzate dai nuovi poveri, o *Hoover blankets*, per indicare i fogli di giornale usati dai senzatetto come coperte.

A partire dal 1932 Hoover fece “cambio di rotta” e iniziò ad attribuire la recessione a fattori internazionali: egli si riferiva essenzialmente al carico di debiti che i Paesi vincitori della prima guerra mondiale avevano contratto con gli Stati Uniti e alla insostenibile indennità di guerra che la Germania era stata chiamata a saldare. Alla luce di questo scenario , «pur mantenendo la scelta isolazionista degli anni Venti, Hoover prese l’iniziativa di una moratoria di un anno da concedere alla Germania per il pagamento delle riparazioni. Convinse anche Francia e Gran Bretagna ad accordare alla Germania un prestito di 100 milioni di dollari. La moratoria e il prestito andavano nel senso del superamento di un’anomalia del mercato internazionale in un punto particolarmente delicato del sistema economico europeo, ma coglievano solo parzialmente il dato politico fondamentale emerso con la guerra: gli Stati Uniti erano divenuti per la prima nella storia paese creditore nei confronti dell’Europa. E questo avrebbe dovuto implicare una assunzione di

responsabilità assai maggiore nella regolamentazione del mercato finanziario e del commercio internazionale [...]»<sup>30</sup>.

Uno degli ultimi passi falsi compiuti dall'amministrazione di Hoover prima di consegnare le sorti del Paese nelle mani del repubblicano Roosevelt fu la persistente volontà di sostenere il rialzo delle barriere doganali statunitensi per proteggere l'economia nazionale, scatenando da un lato le ire dei Paesi stranieri e di migliaia di economisti e contrastando contraddittoriamente, dall'altro, gli interessi e le pressioni dei grandi industriali e dei proprietari terrieri: la presidenza Hoover era ormai agli sgoccioli.

### **3. Dal monetarismo di Hoover all'interventismo statale di Roosevelt: il *New Deal***

La presidenza di Franklin Delano Roosevelt<sup>31</sup> si inaugura nel periodo probabilmente più buio della storia recente degli Stati Uniti d'America: con la sconfitta del repubblicano Hoover si pose fine a tre anni di politiche sterili e

---

<sup>30</sup> *La Grande Crisi e le riforme di Roosevelt*, a cura di F. Villari, Gangemi Editore

<sup>31</sup> Franklin Delano Roosevelt nacque a Hyde Park, nello Stato di New York, il 30 gennaio 1882, da una famiglia tradizionalmente episcopale proveniente dall'élite del Paese: il padre, imparentato con il presidente Theodore Roosevelt, era proprietario di miniere di zinco, la madre figlia di un armatore. La florida situazione economica della famiglia gli permise di viaggiare per l'Europa, di frequentare uno dei licei più prestigiosi degli Stati Uniti e di laurearsi ad Harvard nel 1904.

La sua carriera politica iniziò nel 1905, anno in cui sposa la cugina Anna Eleanor Roosevelt. Nel 1910 venne eletto Senatore per lo Stato di New York, qualche anno dopo ricevette la nomina a Sottosegretario alla Marina.

La sua vita politica si interruppe per alcuni anni, nel 1921, a causa della poliomelite; nel 1928 venne eletto Governatore dello Stato di New York fino al 1932, anno in cui divenne Presidente degli Stati Uniti.

poco mirate alla salvaguardia della piccola fetta di economia americana rimasta sostanzialmente sana.

«Nel novembre del 1932 si svolsero le elezioni presidenziali: Roosevelt ottenne 22.809.638 voti contro i 15.758.901 di Hoover e conquistò la maggioranza in 42 Stati. Un largo successo elettorale dovuto solo in parte alla impopolarità del suo antagonista o alla sua personalità che si rivelerà importante piuttosto nel corso dei suoi quattro mandati presidenziali. Roosevelt infatti chiese ed ottenne il consenso popolare sulla base di un programma politico, *New Deal*, le cui prime linee cominciarono a definirsi dall'inizio della campagna elettorale e a cui diede un contributo decisivo un piccolo gruppo di intellettuali che fu presto noto come il *brain trust*, il *trust dei cervelli rooseveltiano*»<sup>32</sup>.

Descrivere in maniera accurata e puntigliosa il New Deal è oggi estremamente complesso per la vastità di misure che, in un solo mandato presidenziale, l'amministrazione Roosevelt riuscì a varare: esistette in realtà un numero enorme di *new deals*, per i disoccupati, per gli agricoltori, per i debitori, per gli imprenditori e per tutte le categorie di lavoratori presenti allora sul territorio nazionale.

È possibile, invece, considerare i tre piani più importanti su cui si svolse l'azione di Roosevelt: il piano della politica estera, nella fattispecie la strategia

---

<sup>32</sup>*La Grande Crisi e le riforme di Roosevelt*, a cura di F. Villari, Roma - Gangemi Editore, 2007

di dialogo tra America e Europa; il piano interno, su vennero messe a punto le relazioni tra governi federali e tra i vecchi ministeri e i nuovi organismi governativi; e infine il piano economico, su vennero attuate coraggiose politiche riformatrici che ebbero lo scopo innanzitutto di mettere in salvo il sistema capitalistico.

Fu proprio su quest'ultimo piano, quello economico, che il governo Roosevelt si distinse, per coraggio e per merito, dalle precedenti amministrazioni, proponendosi di cambiare radicalmente il ruolo dello Stato: non solo garante della libertà personale, come nella tradizione liberale, bensì anche protagonista sulla scena economica, vero motore della ripresa americana, che interviene direttamente anche sul mercato per ridurre i costi sociali più onerosi.

A differenza del predecessore, più attento a imputare la recessione a problematiche legate al deterioramento del commercio internazionale e al crollo delle esportazioni, Roosevelt ritenne di dover porre l'accento sui fattori interni. Nella fattispecie, la debolezza della domanda interna, precipitata tra il 1929 e il 1932, non riusciva a sostenere il ritmo della produzione; era questo il nodo cruciale: le potenzialità produttive dell'economia statunitense non erano supportate da una domanda adeguata.

Sulla base di questa convinzione, la terapia proposta dal *New Deal* ebbe come primo obiettivo quello di riportare il potere d'acquisto della popolazione ai livelli precedenti al 1929 attraverso un programma di spesa pubblica a favore

delle categorie maggiormente colpite dalla crisi: la tendenza monetarista che Roosevelt aveva dichiarato in campagna elettorale, volta a porre particolare attenzione al pareggio di bilancio, lasciò spazio, grazie alla perizia e alla competenza dei suoi collaboratori, all'idea che per sostenere adeguatamente la domanda interna sarebbe stato necessario *spendere in deficit*, locuzione che viene storicamente e universalmente associata alla teoria keynesiana<sup>33</sup>.

Gli “uomini” di Roosevelt, significativamente nominati *newdealers*, erano convinti che in questo modo avrebbero conferito allo Stato il ruolo di mediatore e di garante di progetti economici e sociali di crescita e sviluppo, nonché di attento osservatore dei mercati finanziari.

Come è già stato accennato, il *New Deal* ebbe, soprattutto sul piano economico, una rilevanza senza precedenti, data principalmente dalle innumerevoli riforme che furono attuate: è doveroso passare in rassegna quelle più significative.

La nuova amministrazione dovette innanzitutto far fronte all'emergenza attraverso misure quali il *National Bank Holiday* e l'*Emergency Banking Act*, che diede al Presidente il potere di esigere la cessione dell'oro e delle valute

---

<sup>33</sup> La teoria keynesiana si basa sulle elaborazioni economiche e politiche di John Maynard Keynes, economista britannico vissuto a cavallo tra il diciannovesimo e il ventesimo secolo. Keynes fu il primo a spostare l'attenzione dell'economia dalla produzione di beni alla domanda aggregata, osservando come in alcuni casi questa è insufficiente a garantire la piena occupazione. Di qui la necessità dell'intervento pubblico allo scopo di sostenere la domanda, nella consapevolezza che altrimenti il prezzo da pagare sia un'eccessiva disoccupazione e che nei periodi di crisi, quando la domanda diminuisce, è probabile che le reazioni degli operatori economici al suo calo producano le condizioni per ulteriori diminuzioni della stessa.

estere e di battere moneta per fornire ai mercati finanziari i mezzi per i pagamenti delle transazioni giornaliere. Tali provvedimenti, attuati nei cosiddetti primi “cento giorni” del *New Deal*, ebbero essenzialmente lo scopo di combattere le piaghe formatesi a seguito della recessione: miseria, vagabondaggio e emarginazione avevano ormai raggiunto livelli a dir poco preoccupanti.

Il 12 maggio 1933 venne approvato l' *Agricultural Adjustment Act* ; anch'esso conferì a Roosevelt una serie di poteri straordinari :

1. chiedere alle Banche di riserva federale di aumentare i loro crediti fino a 3 milioni di dollari e di incrementare l'emissione di banconote, senza contropartita in oro, fino a 3 miliardi di dollari;
2. svalutare il dollaro fino al 50% del suo valore oro;
3. far coniare monete d'argento in quantità limitata.

Questo provvedimento ebbe essenzialmente lo scopo di generare un'inflazione “pilotata” per diminuire il peso dei debiti degli agricoltori e frenare il trend ascendente dei prezzi.

Il conferimento di poteri straordinari al Presidente della Repubblica, che servì per coordinare in maniera più semplicistica e meno spiccatamente burocratica le misure adottate, fu in effetti un'ipotesi a cui Roosevelt aveva fatto riferimento fin dal suo discorso inaugurale: «... chiederò al Congresso l'unico

strumento rimanente per affrontare la crisi: il conferimento di ampi poteri all'Esecutivo per ingaggiare una guerra contro l'emergenza, poteri paragonabili a quelli che mi sarebbero assegnati se fossimo invasi da un nemico straniero»<sup>34</sup>.

Il 16 giugno di quello stesso anno il governo Roosevelt approvò una serie di provvedimenti quasi rivoluzionari: il *National Industrial Recovery Act (NIRA)*; gli scopi del *NIRA* furono molteplici:

- assicurare profitti ragionevoli all'industria;
- giungere al rialzo dei salari, arrivati ormai ai limiti della sopravvivenza;
- rilanciare l'attività economica, evitando la sovrapproduzione e imponendo alle imprese di accettare alcune regole del gioco nella concorrenza;
- ridurre le ore lavorative;
- aumentare i prezzi.

Uno dei traguardi più importanti di questo provvedimento fu la riduzione parziale della concorrenza per permettere alle piccole imprese, senza dubbio più in crisi delle grandi multinazionali, di rientrare sulla scena economica: il *NIRA* mise in discussione i principi delle leggi *antitrust* che salvaguardavano incondizionatamente la concorrenza.

---

<sup>34</sup> Dal primo discorso di insediamento del Presidente F.D.Roosevelt, Washington, 4 marzo 1933 (trad. ital. Francesco Regalzi)

Al livello meramente logistico, il *NIRA* si propose di stabilire dei “codici” per ogni industria, veri e propri contratti collettivi messi a punto da commissioni formate dai rappresentanti delle imprese, del governo e dei sindacati operai.

Nel maggio del 1935 la Corte Suprema<sup>35</sup> dichiarò incostituzionale la *National Recovery Administration*, l’agenzia federale che avrebbe dovuto dare attuazione ai provvedimenti del *NIRA*, consentendo così a Roosevelt di reindirizzare definitivamente la sua politica verso leggi antitrust e misure contro i prezzi di monopolio, che lo stesso *NIRA* aveva provveduto ad indebolire.

Tuttavia, nonostante la crescente opposizione dell’ala conservatrice del Congresso, il consenso popolare attorno al *New Deal* andava allargandosi, anche grazie all’attenzione dimostrata dal governo nei confronti della classe operaia: il peso sociale di questa classe divenne così rilevante che nelle elezioni del 1936, l’appoggio politico e finanziario a Roosevelt da parte del *CIO*<sup>36</sup> fu determinante per la vittoria. Si era sostanzialmente innestata un’alleanza tra partito democratico, amministrazione rooseveltiana e associazioni sindacali, che rese il *New Deal* non più soltanto una serie di

---

<sup>35</sup> La Corte Suprema degli Stati Uniti d’America ( Supreme Court of the United States) è l’unico tribunale che trova specifica disciplina nella Costituzione degli Stati Uniti. Istituita il 24 settembre 1789, consta di nove membri: un presidente e otto membri nominati a vita. La principale funzione della Corte Suprema è quella di giudice della costituzionalità delle leggi statali e federali (il cosiddetto *judicial review*).

<sup>36</sup> Il CIO ( Committee for Industrial Organization) è la prima grande organizzazione sindacale su basi industriali che nasce il 15 settembre 1935 allo scopo di sindacalizzare milioni di operai immigrati e non qualificati e di garantire i loro diritti.

riforme di carattere prettamente economico, bensì un grande movimento riformatore di massa.

Il neonato asse Stato- sindacato, d'altra parte, alimentò il malcontento del blocco conservatore, il quale iniziò a esercitare forti pressioni sull'amministrazione Roosevelt perché diminuisse la spesa pubblica: nell'autunno del 1937 il Presidente fu costretto a cedere e a ritornare alla politica di pareggio di bilancio. Nell'aprile dell'anno seguente, tuttavia, egli chiese al Congresso l'autorizzazione a varare un nuovo piano di opere pubbliche e di spesa per assistenza: era il segnale che ai vertici dell'amministrazione statale l'ipotesi keynesiana stava trovando sempre più consensi.

Ciononostante, la volontà, più volte manifestata dallo stesso Roosevelt, di attuare un progetto di rafforzamento e ampliamento dello scenario sociale contestualmente al varo di riforme di carattere economico, incontrò le perplessità di colui alle cui idee il *New Deal* si era ispirato: sulla connessione tra politica di ripresa e di riforma Keynes espresse il suo scetticismo in una lettera aperta al Presidente Roosevelt risalente al 31 dicembre 1933. «Vi siete imbarcato in uno sforzo duplice, di ripresa e di riforma: ripresa dalla crisi e varo di quelle iniziative e riforme sociali che sono attese da troppo tempo. Per il primo compito velocità e rapidi risultati sono essenziali. Anche il secondo compito può essere urgente: ma la fretta sarebbe nociva ed è più importante la

saggezza dei propositi a lungo termine che il conseguimento di risultati immediati. [...] D'altro canto anche sagge e necessarie riforme possono, in qualche modo, impedire e complicare la ripresa. Infatti turberanno la fiducia del mondo degli affari... »<sup>37</sup>.

Nella stessa lettera Keynes esprimeva i suoi dubbi anche nei confronti del *NRA*, l'agenzia federale appositamente istituita a seguito del varo del *NIRA*: «... benché considerevoli siano le acquisizioni di ordine sociale, io non posso rintracciare nel *N.R.A (National Recovery Administration)* alcun sostegno materiale alla ripresa. Impiegare una gran quantità di energie nel vasto compito amministrativo che questo atto comportava, è sembrata una scelta sbagliata nell'ordine delle priorità»<sup>38</sup>.

Nonostante le colossali riforme messe in atto nell'ambito dell'amministrazione Roosevelt, la vera e propria ripresa dell'economia americana si iniziò, tuttavia, ad avvertire solo dopo la fine della seconda guerra mondiale, quando l'America si impegnò politicamente e finanziariamente in un processo di ricostruzione postbellico sia della propria economia che di quella dei Paesi dell'Europa capitalista.

---

<sup>37</sup> J. M. Keynes, *Come uscire dalla crisi*, Laterza Bari, 1983

<sup>38</sup> J. M. Keynes, *Come uscire dalla crisi*, Laterza Bari, 1983

Le critiche al *New Deal* furono mosse, in un primo momento, soprattutto dai sostenitori della libera iniziativa, che vedevano nell'intervento dello Stato un ostacolo alla crescita del Paese.

E' innegabile che i risultati del *New Deal* furono sensibilmente più esigui rispetto a quelli che Roosevelt aveva auspicato all'indomani del suo insediamento alla Casa Bianca: in questo senso il limite del *New Deal* fu di garantire una ripresa trainata soltanto dai consumi e dagli investimenti pubblici, ma non dagli investimenti privati. La depressione, peraltro, fu così violenta che una politica fondata sul disavanzo del bilancio statale, seppure ineccepibile dal punto di vista teorico, non riuscì a far ripartire immediatamente l'economia.

Nel complesso, tuttavia, l'insieme delle misure poste in essere dall'amministrazione Roosevelt ebbe il merito di rilanciare la domanda aggregata o, perlomeno, di rallentarne la caduta: se la spesa pubblica non si fosse sostituita in maniera così marcata alla spesa privata probabilmente la depressione sarebbe stata ancora più profonda.

In definitiva, «la politica del *New Deal* ha rappresentato una grande innovazione nella gestione del capitalismo giunto a maturità. Mai

l'innovazione pubblica aveva aiutato tanto l'innovazione privata: si entrava nel capitalismo del XX secolo, quello della “creazione collettiva” »<sup>39</sup>.

#### **4. Il New Deal ottanta anni dopo: detrattori e sostenitori**

L'acceso dibattito che ancora oggi gravita attorno all'azione economica e sociale del Presidente Roosevelt nasce, come si è detto, dalla sua adesione a politiche keynesiane di sostegno e rilancio della domanda, allo scopo di stimolare la ripresa degli investimenti privati nel settore dei beni di consumo, ripresa che avrebbe trainato anche il settore di tutti gli altri beni.

A distanza di ottanta anni, questo dibattito ha acquisito delle tendenze ben precise: da una parte, coloro che sostengono la giustezza dell'azione di Roosevelt e che sono pienamente convinti dell'utilità del *keynesian consensus*, ossia di regole da dare ai mercati per evitare, attraverso l'intervento dello Stato, il loro fallimento; dall'altra, coloro che ritengono che i mercati siano in grado, da soli, di riequilibrarsi e che, quindi, vedono nell'azione di Roosevelt una minaccia alla piena libertà economica.

Uno dei più eminenti esponenti di questa seconda posizione, Alberto Alesina,<sup>40</sup> sostiene che il *New Deal* peccò di un'eccessiva regolamentazione del sistema economico; tale distorsione starebbe alla base della lenta ripresa

---

<sup>39</sup> M. Niveau, *Storia dei fatti economici contemporanei*, Milano- Mursia, 1966 (pag. 213)

<sup>40</sup> Economista italiano, professore all'Università Harvard, a Cambridge (Massachusetts). E' conosciuto sia per la sua brillante carriera accademica negli Stati Uniti, sia come editorialista per *Il Sole 24 Ore* e per *Il Corriere della Sera*.

degli investimenti, soprattutto privati: «Che cosa fece Roosevelt? Una parte delle sue scelte politiche furono ottime: i sussidi alla disoccupazione limitarono i danni sociali della depressione, il sistema pensionistico pubblico tranquillizzò i consumatori sul loro futuro, l'assicurazione sui depositi bancari e la creazione di un regolatore dei mercati stessi (la *Sec*<sup>41</sup>) contribuirono a stabilizzare i mercati finanziari. Ma il suo estremo dirigismo nella regolamentazione dell'economia fece gravi danni »<sup>42</sup>.

Alesina sostiene inoltre che gli effetti benefici del *deficit spending* voluto da Roosevelt furono in realtà molto meno straordinari di quanto si pensi: «Anche altre recessioni aggredite con espansioni fiscali nel secondo dopoguerra dimostrano che i benefici della spesa pubblica, in particolare di grande opere edili, per stimolare la crescita sono alquanto dubbi»<sup>43</sup>.

Opinioni quasi del tutto contrastanti sono quelle del professor Robert Skidelsky<sup>44</sup>, che sostiene come la Grande Depressione abbia, nel giro di pochissimo tempo, spazzato via la teoria classica ispirata al liberismo, fino a

---

<sup>41</sup> La Sec (Securities and Exchange Commission) è un ente federale che ha il compito di vigilare la borsa valori. Fu fondata da F. D. Roosevelt nel 1934 all'indomani della crisi del '29. La "missione" della Sec è quella di proteggere gli investitori, mantenere i mercati efficienti e ordinati e facilitare la formazione del capitale.

<sup>42</sup> da *Nella trappola del New Deal. Il capitalismo sotto tutela politica: così Roosevelt soffocò forze vitali*, *Il Sole 24 Ore*, Mercoledì 20 Maggio 2009- N.137

<sup>43</sup> da *Nella trappola del New Deal. Il capitalismo sotto tutela politica: così Roosevelt soffocò forze vitali*, *Il Sole 24 Ore*, Mercoledì 20 Maggio 2009- N.137

<sup>44</sup> Nato il 25 Aprile 1929 in Cina, Robert Jacob Alexander, Baron Skidelsky è uno storico economico britannico di origini russe e scrittore di una vasta biografia dell'economista inglese J. M. Keynes. E' attualmente Emeritus Professor di Economia Politica all'Università di Warwick, in Inghilterra.

quel momento urlata a gran voce dalla maggior parte degli economisti: «... arrivarono la Grande Depressione del 1929-1932 e John Maynard Keynes. Keynes “dimostrò” che i mercati non avevano alcuna propensione automatica alla piena occupazione. Questa incapacità della mano invisibile giustificava le politiche pubbliche per il mantenimento della piena occupazione »<sup>45</sup>.

L'azione del *New Deal* si rivelò vincente nella misura in cui il crollo di *Wall Street* dimostrò che la piena occupazione, intaccata da *shock* di natura esogena, non sarebbe stata in grado di ristabilirsi da sola per garantire l'equilibrio del libero mercato.

Tra gli effetti del crollo di *Wall Street* vi è l' «avere eliminato dall'immaginario collettivo un “pensiero unico” che, probabilmente, non è mai esistito»<sup>46</sup>. Vi è un altro fatto altrettanto inequivocabile: quella keynesiana degli anni Trenta fu una proposta nuova, capace di creare largo consenso e di costituire, almeno in parte, una via d'uscita dalla crisi.

Il neonato modello di interventismo statale e le politiche di sostegno della domanda divennero da quel momento gli elementi imprescindibili di gran parte delle economie occidentali del secondo dopoguerra: mossi dalla ferma volontà di evitare lo spreco di risorse umane e sociali, implicito nel fenomeno della disoccupazione di massa, i Paesi industrializzati dell'Occidente

---

<sup>45</sup> da *Battaglie tra economisti? Un déjà vu*, *Il Sole 24 Ore*, Giovedì 11 Giugno 2009- N.159

<sup>46</sup> da *L'arte di imparare dagli errori*, di Gianni Toniolo, *Il Sole 24 Ore*, Domenica 12 Luglio 2009- N.190

perseguirono la formazione di uno Stato liberale e progressista, in grado di eliminare i fallimenti di mercato.

La giustezza di queste politiche è oggi testimoniata dagli elevati livelli di reddito e di benessere raggiunti e dai cospicui tassi di crescita annui che interessarono i primi decenni successivi al secondo conflitto mondiale.

## CAPITOLO 3

# LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME E IL PROGRAMMA AMERICANO DI AIUTI ECONOMICI

### 1. Il tracollo dei “giganti finanziari”

L'attuale crisi finanziaria rappresenta l'inevitabile conclusione di una delle fasi più espansive dell'economia di mercato che la storia recente ricordi, che ha visto gli Stati Uniti crescere quasi ininterrottamente tra la fine della seconda guerra mondiale e gli inizi degli anni Novanta.

A partire da quel momento è poi subentrata una crescita smisurata del credito ad un ritmo mai conosciuto prima: ancora una volta l'America stava preparando il terreno per lo scoppio di una gigantesca bolla speculativa, di cui oggi tutto il mondo sta pagando le conseguenze.

Una delle cause principali va ricercata nella politica monetaria espansiva del *Federal Reserve System (Fed)*, che, per tutti gli anni Novanta e sotto la presidenza di Alan Greenspan,<sup>47</sup> ha creato moneta ad una velocità sostenuta, abbassando drasticamente i tassi di interesse (dall'8 per cento di inizio 1990

---

<sup>47</sup> Alan Greenspan è nato a New York il 6 marzo 1926 ed è un economista statunitense di origini ungheresi ebraiche. Attualmente lavora come consulente privato tramite la sua azienda, la *Greenspan Associates LLC*. È stato nominato Presidente della Federal Reserve il 2 giugno 1987 dall'allora Presidente degli Stati Uniti Ronald Reagan. Il suo mandato è scaduto il 31 gennaio 2006, quando George W. Bush ha nominato Ben Bernanke come suo successore.

al 4 per cento alla fine del 1991)<sup>48</sup> e rendendo il credito più accessibile perché meno costoso.

Il motivo alla base della politica del “denaro facile” è rappresentato dal tentativo della *Fed* di aumentare i consumi delle famiglie americane, che sono state messe nella condizione di spendere non solo parte del proprio reddito corrente, ma anche oltre, indebitandosi con le banche: hanno vissuto, dunque, con un tenore di vita sostanzialmente falsato e non corrispondente a quello che realmente detenevano.

«Gli Stati Uniti hanno registrato deficit (quindi consumi superiori al reddito) in quasi tutti gli ultimi vent’anni; nei tempi più recenti fino al 6-7 per cento del loro Pil. Deficit nazionali così elevati e così persistenti non sono fisiologici. Non a caso, le autorità internazionali consideravano la situazione degli Stati Uniti come uno dei principali fattori di squilibrio finanziario. Ma vi era fiducia che il meccanismo potesse reggere...»<sup>49</sup>.

L’era Greenspan, in effetti, è quasi tutta caratterizzata dall’euforia e l’ottimismo tipici della fase che precede qualsiasi tracollo finanziario; in particolare, i primi anni Duemila sono quelli in cui il presidente della *Fed* ottiene la massima popolarità: le sue parole, spesso difficili da interpretare, sono anche quelle che i mercati maggiormente desiderano e che fanno

---

<sup>48</sup> Fonte: M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Gius. Laterza & Figli, 2009

<sup>49</sup> M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Gius. Laterza & Figli, 2009

regolarmente muovere le borse verso l'alto. E' proprio qui che si genera il seme del tracollo: l'americano medio non vede aumentare il suo stipendio, ma vede crescere il valore delle sue azioni e del conto che investe nel fondo pensione; la discrepanza tra economia reale e finanziaria fa perdere ogni riferimento con la realtà produttiva sottostante.

La crescita incontrastata della ricchezza investita in azioni ne fa aumentare l'acquisto da parte delle famiglie americane, che continuano a indebitarsi; quando, come è prevedibile, la bolla speculativa scoppia e i prezzi delle azioni crollano, la *Federal Reserve* rimette in moto la macchina del “denaro a basso costo”, spostando l'attenzione dal mercato azionario a quello immobiliare: la gente inizia a ricoprirsi di debiti con una tecnica tutta nuova, che permette alle banche di offrire loro una serie di nuovi prodotti con i quali vengono monetizzati gli incrementi di valore delle case. «Supponiamo che la famiglia Brown abbia una casa che vale 100 su cui ha ottenuto un mutuo di 90. Dopo due anni, la casa vale 150 e il debito residuo è, diciamo, 85. A quel punto si fa un altro mutuo per 135 e il signor Brown si porta a casa 50 in contanti. La casa è diventata una specie di bancomat»<sup>50</sup>.

A partire dalla primavera del 2007 e per tutto il 2008 si è assistito al vero e proprio dissesto finanziario, che ha colpito l'intero sistema economico in maniera così violenta da convincere anche i più scettici a sostenere che non

---

<sup>50</sup> M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Gius. Laterza & Figli, 2009

potesse trattarsi di un semplice incidente di percorso. Non è tuttora possibile stimare quanto questa crisi sia costata ai contribuenti di tutto il mondo, anche se « è evidente che questa crisi è davvero il “Big One” dei terremoti, come i vulcanologi definiscono quello che si dovrebbe realizzare in California un giorno o l’altro. L’America, si sa, ama fare le cose in grande e anche questa volta non si è fatta mancare niente»<sup>51</sup>.

Nonostante le turbolenze avessero già da tempo iniziato a creare squilibri sui mercati finanziari, è proprio dalla prima metà del 2007 che si è assistito agli iniziali crolli in borsa; il pessimismo degli operatori originava da un particolare segmento, quello dei famigerati *mutui subprime*, segmento nel quale erano già state registrate le prime insolvenze: le famiglie americane, che, come precedentemente detto, erano state indotte per anni a chiedere prestiti agli istituti di credito, si trovavano a dover rimborsare quella liquidità che non era mai appartenuta loro e che aveva permesso loro di condurre una vita al di sopra delle proprie possibilità. D’altronde, gli stessi operatori, che avevano, soprattutto in quella fase, tutto l’interesse a nascondere la realtà finché potevano, continuarono ad usare parole di ottimismo e a coprire uno scenario preoccupante.

---

<sup>51</sup> M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Gius. Laterza & Figli, 2009

Soltanto qualche settimana dopo, *Bear Stearns*<sup>52</sup> annuncia che due *hedge funds*<sup>53</sup> di cui gestisce il portafoglio non riescono a rimborsare i prestiti erogati dalle banche creditrici: sono pertanto costretti a vendere i loro titoli a prezzi “stracciati” su un mercato in cui l’offerta si riduce di giorno in giorno. A questo punto numerosi banchieri iniziano a domandarsi se e quanto situazioni come quella in cui si trova coinvolta *Bear Stearns* possano contagiare i mercati finanziari o, peggio ancora, l’intero sistema economico. Durante l’estate di quello stesso anno, a dispetto del clima di fiducia che continua a regnare in quasi tutte le borse mondiali, i tassi interbancari, quelli a cui le banche si concedono prestiti tra loro, aumentano vertiginosamente: è il primo vero segnale che indica il venire meno di quella liquidità indispensabile per il buon funzionamento dei mercati; la *Fed* negli Stati Uniti ( come d’altronde la *Bce* in Europa) inizia a mettere a disposizione delle banche cifre enormi, stanziare prima d’ora solo in occasione di eventi rivelatisi poi catastrofici per la finanza internazionale ( attentato dell’11 settembre) . Il 2007 si chiude con il primo di una lunga serie di scampati fallimenti di banche internazionali che registrano crisi di liquidità e che sono costrette a

---

<sup>52</sup>*Bear Stearns Companies Inc.* è stata una banca d’investimento internazionale con funzioni di trading e brokeraggio e con sede a New York. Nel 2008, a seguito della dichiarazione di insolvenza dei suoi manager nell’ambito della crisi dei mutui subprime, è stata acquisita da *JPMorganChase*.

<sup>53</sup> Gli *hedge funds* ( *fondi speculativi* in italiano) sono fondi di investimento privato aperto ad un numero ristretto di investitori qualificati. Utilizzano un ampio set di strumenti finanziari, sui quali conducono operazioni non convenzionali allo scopo di perseguire rendimenti assoluti.

dichiararsi insolventi: ad essere colpita, in autunno, è *Northern Rock*<sup>54</sup>, una banca britannica che subisce il noto fenomeno della “corsa agli sportelli” da parte di coloro che le hanno affidato i loro risparmi e che adesso, impauriti, li richiedono indietro.

Tuttavia, ai piani alti dei colossi bancari e in borsa si continua a parlare di crisi dei *mutui subprime* come se fosse un fenomeno assolutamente circoscritto a pochi sfortunati istituti di credito e legato alle ordinarie turbolenze di cui soffre qualsiasi sistema finanziario: un dissesto a *effetto-contagio* sostanzialmente nullo.

Il 2008 si apre all’insegna di una instabilità così marcata da condurre il sistema finanziario verso il tracollo. Schiacciata dal peso dell’insolvenza e dei debiti, *Bear Stearns* è costretta a chiedere aiuto a *JPMorgan*<sup>55</sup>, che acquista le sue azioni ad appena 2 dollari ciascuna: è questo il primo salvataggio di un colosso finanziario di dimensioni così grandi, salvataggio peraltro non giustificato dal nobile scopo di evitare che a pagare i danni siano i risparmiatori, visto che questa banca d’investimento non raccoglie depositi tra il pubblico.

---

<sup>54</sup>*Northern Rock plc* è una banca britannica con sede a Newcastle posseduta e gestita da *Virgin Money*.

<sup>55</sup>*JPMorgan Chase & Co.* è una multinazionale bancaria americana con sede a New York, Manhattan. È la più grande banca degli Stati Uniti per capitalizzazione e quota di mercato, nonché la maggiore fornitrice di strumenti finanziari.

Come *Bear Stearns*, così diverse altre banche nei primi mesi del 2008 vengono soccorse dalla *Fed* o dal governo per evitare che i danni si amplifichino: il peggio, tuttavia, deve ancora arrivare.

## **2. Dal salvataggio individuale al “salvataggio di massa”: il piano Paulson**

La gravità e l'estensione della crisi in atto durante il 2008, rinominato *annus horribilis* della finanza, è stata compensata almeno in parte dagli interventi della banca centrale e del governo americani, i quali, nella speranza di evitare il collasso generalizzato, hanno messo mano alle casse per pagare gli effetti debitori della crisi. Lasciar fallire una banca avrebbe significato far crollare l'intero castello di carte del sistema finanziario: si è quindi ritenuto necessario salvare gli istituti finanziari in difficoltà.

Le banche, tuttavia, sono strettamente collegate in forza delle innumerevoli operazioni che concludono giornalmente tra loro, uno fra tutti il prestito interbancario, attraverso il quale le aziende di credito concedono finanziamenti a vicenda, a tassi agevolati. Tutto ciò ha significato che banca centrale e governo hanno dovuto sobbarcarsi l'onere di salvare non solo la banca insolvente, ma anche tutte quelle che avevano operazioni con essa, tentando di

scongiurare la probabilità di un rischio sistemico<sup>56</sup>.

Ben presto l'eco della crisi finanziaria ha rimbombato inevitabilmente anche in Europa: durante la primavera del 2008 *Credit Suisse*<sup>57</sup>, che a febbraio di quello stesso anno aveva dichiarato perdite per 2 miliardi di euro, ha annunciato di dover iscrivere in bilancio un ulteriore miliardo di minusvalenze, che ha presumibilmente tentato di occultare fino a quel momento.

Sempre nello stesso periodo *Société Générale* (Socgen)<sup>58</sup> ha annunciato una perdita di 5 miliardi di dollari, seguita da *Ubs*<sup>59</sup>, dichiaratasi anch'essa sull'orlo dell'insolvenza.

---

<sup>56</sup> La definizione di rischio sistemico può essere articolata sulla base di un duplice aspetto. È inteso infatti come:

- il rischio che il sistema trasmette all'economia reale (razionamento del credito, ciclicità, disservizi di varia natura ) o a segmenti significativi di essa;
- il rischio che il sistema riceve e subisce dall'economia reale (shock esogeni).

Chi negli ultimi anni ha largamente contribuito alla diffusione del rischio sistemico è stata l'enorme compagine di istituti di intermediazione di tutto il mondo, prime fra tutte le banche, che hanno fatto e continuano a fare un uso smodato di sofisticati strumenti finanziari capaci di portare tale rischio a livelli elevatissimi. Gli strumenti finanziari sono i componenti elementari delle strutture finanziarie dell'intermediazione, quindi formano e trasformano il rischio sistemico in maniera così repentina e occulta che la stessa regolamentazione in tema di vigilanza bancaria non riesce a controllare.

<sup>57</sup> Il *Credit Suisse Group*, fondato nel 1856 da Alfred Escher e con sede a Zurigo, è una società di servizi finanziari operante a livello mondiale.

Attualmente occupa 50.700 collaboratori in più di 50 nazioni e amministra patrimoni per 1.282 miliardi di franchi svizzeri. È quotata alla borsa di New York e a quella di Zurigo.

<sup>58</sup> *Société Générale* è una banca francese con sede a Parigi e rappresenta il settimo istituto di credito nella classifica per capitalizzazione dei gruppi bancari della zona euro. Fondata nel 1864, nel 2011 ha realizzato un fatturato di 3,917 miliardi di euro, chiudendo in perdita rispetto all'anno precedente.

Nel 2008, nell'ambito della crisi dei mutui subprime, è stata protagonista di una vicenda che ha visto uno dei suoi broker, Jérôme Kerviel, accusato di aver causato perdite per oltre 5 miliardi di dollari.

<sup>59</sup> *Ubs* è una società di servizi finanziari con sede a Basilea e a Zurigo che svolge funzioni di banca privata e banca di investimento.

Nasce dalla fusione di *Unione di Banche Svizzere* e di *Società di Banca Svizzera* nel 1998. Da allora, il termine *Ubs* è usato come nome corrente dell'azienda.

Nel 2000 acquisisce il gruppo americano *Paine Webber*, diventando così la più grande banca privata al mondo.

« È sempre più evidente che le grandi banche internazionali soffrono di una carenza di capitale o, se si preferisce, hanno spinto all'estremo l'indebitamento per moltiplicare i profitti nella fase favorevole del ciclo»<sup>60</sup>.

Nella fattispecie, questi istituti di credito hanno ormai raggiunto un livello di leva finanziaria<sup>61</sup> per cui tentare di ridurre i debiti è risultata essere un'impresa quasi del tutto impossibile. Molti di loro, dunque, hanno provato ad arginare la preoccupante situazione sottoscrivendo ingenti aumenti di capitale sociale allo scopo di coprire, seppure in parte, le perdite finora subite; tuttavia, anche questa alternativa è apparsa inefficace, e a settembre di quello stesso anno la situazione è precipitata.

Da quel momento in poi la crisi ha investito i più grandi e apparentemente stabili istituti finanziari americani: una delle vicende più rappresentative è quella di *Fannie Mae*<sup>62</sup> e *Freddie Mac*<sup>63</sup>, da sempre considerate il pilastro del sistema ipotecario statunitense, che, uscite allo scoperto, hanno mostrato all'opinione pubblica debiti di 60 dollari per ogni dollaro di capitale.

---

<sup>60</sup> M. Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Gius. Laterza & Figli, 2009

<sup>61</sup> Il termine *leva finanziaria* è un indicatore utilizzato in economia per misurare l'indebitamento di un'azienda.

Dal punto di vista matematico è il rapporto tra il totale delle fonti di finanziamento dell'impresa e il capitale proprio dell'impresa stessa. Più tale rapporto è elevato, più l'attività economica sarà considerata rischiosa: ad un aumento del rischio corrisponde, infatti, un aumento della remunerazione attesa dai finanziatori e quindi degli oneri finanziari a carico dell'impresa.

<sup>62</sup> *Fannie Mae* è una government-sponsored enterprise, ossia un'impresa privata con supporto governativo. È specializzata nell'emissione di mutui ed è la prima entità per la loro rivendita sul mercato secondario.

<sup>63</sup> *Freddie Mac* è un'impresa semipubblica specializzata nell'emissione di mutui ipotecari e fondata nel 1970.

Lo straordinario indebitamento nel quale sono incorse le due agenzie è stato in parte causato dalla loro natura semipubblica, che le ha implicitamente portate a sentirsi “garantite” e protette dall’ immenso patrimonio del governo federale. Alle grida d’allarme dei maggiori esperti di finanza la gente si è precipitata a vendere le proprie azioni o a chiederne il rimborso dei crediti, con l’inevitabile conseguenza che i due colossi sono stati costretti a dichiarare il proprio fallimento, chiamando il Tesoro americano ad operare l’ennesimo salvataggio, attraverso l’iniezione di un capitale di 200 miliardi di dollari, che ha condotto *Fannie Mae* e *Freddie Mac* allo stato di aziende interamente possedute dallo Stato.

Sorte totalmente diversa è toccata invece a *Lehman Brothers*<sup>64</sup>, che nel corso degli anni precedenti ha dichiarato risultati eccellenti, con una situazione patrimoniale e una liquidità mai così forti, ma che nel frattempo ha fatto un uso spregiudicato della leva finanziaria: se da una parte la strategia ha funzionato come moltiplicatore di profitti, dall’altra ha contribuito ad aumentare esponenzialmente i debiti. Tutto questo fino a quando il top management di *Lehman Brothers*, prendendo coscienza della propria precaria situazione, ha iniziato a trattare con altre banche commerciali per essere assorbita: qualche giorno più tardi *Bank of America* e *Barclays*, che erano le

---

<sup>64</sup>*Lehman Brothers* è stata una banca d’investimento americana, fondata nel 1850 e attiva nei servizi finanziari a livello globale. A seguito della crisi dei mutui subprime è stata costretta a dichiararsi insolvente, ammettendo debiti centinaia di miliardi di dollari. Attualmente è ancora esistente come società sottoposta alla procedura fallimentare della bancarotta e in via di liquidazione.

state fino a quel momento le potenziali candidate all' annessione di *Lehman Brothers*, si sono dichiarate non più interessate alla costosa operazione finanziaria.

Ma c'è dell'altro: anche le autorità americane hanno voltato le spalle alla banca di investimento, rifiutandosi di salvarla e lasciandola fallire.

«Lunedì 15 settembre Lehman Brothers, che il venerdì precedente vantava ancora un rating positivo e un bilancio in cui comparivano 42 miliardi di dollari di riserve liquide, porta i libri in tribunale e chiede l'avvio della procedura fallimentare nota come *Chapter 11*. Stampa e televisione diffondono in tutto il mondo le immagini di banchieri in doppiopetto gessato che portano via gli effetti personali in scatole di cartone, come licenziati qualsiasi»<sup>65</sup>.

Le vicende antecedenti al fallimento di una delle più grandi banche d'investimento americane hanno generato nell'opinione pubblica un'indignazione tale per cui, quando si è trattato di salvare l'ennesimo colosso ormai diventato insolvente, banca centrale e governo hanno agito in maniera opposta al principio che una grande banca non può fallire. Il crollo di *Lehman*, peraltro, ha portato con sé una lunga scia di fallimenti di istituti finanziari minori, con sede anche oltreoceano, cui erano legati dalle operazioni interbancarie più disparate. Si è dunque arrivati al punto di intuire che le

---

<sup>65</sup> M.Onado, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Gius. Laterza & Figli, 2009

iniezioni di liquidità da parte della banca centrale a favore delle banche insolventi non sarebbero più bastate: lo Stato avrebbe dovuto comprare i titoli di quelle banche. Così il 19 settembre il segretario americano del Tesoro, Harry Paulson, ha annunciato un piano ( piano Paulson) col quale il governo federale si impegna ad acquistare 700 miliardi di titoli di istituti di credito in difficoltà: si tratta di un meccanismo già sperimentato nell'Italia degli anni Trenta e nell'America degli anni Ottanta che vede lo Stato diventare acquirente di attività bancarie tossiche e, nello stesso tempo, “rivenditore” di altre che godono della garanzia governativa.

Come preannunciato da voci non ufficiali, il piano Paulson è stato bocciato dal Congresso, che si è dichiarato non convinto della sua reale efficacia. Il ministero del Tesoro e la banca centrale, in realtà, sono sempre stati consapevoli di aver redatto un piano tecnicamente non impeccabile perché ideato in tempi record, proprio per evitare che la situazione si facesse più grave di quanto già non fosse. Inoltre il Congresso è stato pressoché intimato ad approvare il fallimentare piano Paulson con estrema urgenza e sostanzialmente a scatola chiusa, con l'inevitabile conseguenza che i deputati hanno reagito bocciandolo.

Qualche mese più tardi, proprio sulle “macerie” del piano Paulson ne è sorto un altro, politicamente più accettabile e tecnicamente più ponderato, destinato

a conquistare la fiducia del Parlamento americano: il *Troubled Asset Relief Program (TARP)*.

### **3. L'approvazione del Tarp**

Il fallimento del piano Paulson ha contribuito da una parte a seminare il panico sui mercati finanziari ma, nello stesso tempo, ha dato una forte spinta affinché si ideasse un programma di aiuti economici più dignitoso dal punto di vista politico.

Si può dunque considerare il TARP come il primo grande sforzo da parte del governo statunitense per stabilizzare l'economia americana sulla scia del crollo del 2007-2008.

Il piano, firmato in legge dall'allora presidente George W. Bush<sup>66</sup> il 3 ottobre 2008, è nato con l'intenzione di acquistare le attività finanziarie cosiddette "difettose", in modo da evitare che continuassero a circolare sui mercati. Alla base dell'acquisto di questi "assets problematici" vi era la speranza del governo di contribuire a stabilizzare la finanza statunitense e nello stesso tempo di iniettare credito "pulito" sul mercato.

---

<sup>66</sup> George W. Bush è stato il 43esimo presidente degli Stati Uniti d'America. È stato eletto per due mandati consecutivi, dal 2000 al 2004 e successivamente dal 2005 al 2009.

Prima di diventare presidente, Bush è stato uomo d'affari e governatore del Texas. Primo presidente americano ad aver conseguito un MBA all'Università di Harvard, egli, a seguito degli attentati dell'11 settembre 2001, ha dichiarato guerra al governo talebano dell'Afghanistan, accusato di ospitare il quartier generale di Al-Qa'ida, e successivamente al regime dittatoriale iracheno di Saddam Hussein, accusato di possedere armi di distruzione di massa e di appoggiare il terrorismo internazionale.

Sono rientrati all'interno della categoria degli *assets* problematici:

- i mutui ipotecari residenziali o commerciali e tutti i titoli, le obbligazioni e in generale gli strumenti finanziari connessi a tali mutui;
- tutte le attività finanziarie che il segretario del Tesoro, consultato il direttore della Fed e un comitato del Congresso, avesse ritenuto di dover ritirare dal mercato.

Il TARP è stato dunque posto in essere originariamente per permettere al Tesoro di assorbire tutti quei titoli tossici che non avevano più alcun valore o esso era di entità irrisoria e che erano ancora in possesso degli istituti di credito americani: in tal modo si è voluto far sì che le banche potessero vendere solamente attività finanziarie che non fossero “carta straccia”.

Della somma originaria, circa 250 miliardi di dollari sono attualmente stati impiegati nell'acquisto di pacchetti azionari tossici da parte del Tesoro americano.

Di seguito è riportata una tabella<sup>67</sup> che mostra i maggiori beneficiari del *Troubled Asset Relief Program*:

Istituzione finanziaria	Titoli acquistati (mld di \$)	Assets garantiti (mld di \$)	Quota Tarp ripagata
Citigroup	45,000	306,000	X
Bank of America	45,000	118,000	X
AIG	40,000		
JP Morgan Chase	25,000		X
Wells Fargo	25,000		X
General Motors	13,400		
Goldman Sachs	10,000		X
Morgan Stanley	10,000		X
PNC	7,579		X
U.S. Bancorp	6,600		X
GMAC Financial Services	5,000		
Chrysler	4,000		
Capital One Financial	3,555		X
Regions Financial Corporation	3,500		
American Express	3,389		X
Bank of New York Mellon Corp	2,000 to 3,000		X

<sup>67</sup> Fonte: Wikipedia

Nella prima colonna sono riportate le istituzioni finanziarie che hanno beneficiato del TARP, nella seconda la quantità di attività tossiche acquistate dal governo statunitense in miliardi di dollari, nella terza gli *assets* garantiti dal Tesoro e, infine, nella quarta viene indicato se gli aiuti del TARP siano già stati ripagati o meno.

Osservando i dati in tabella, è possibile notare come si sia prediletto l'acquisto di titoli appartenenti alle maggiori banche di investimento rimaste ancora in piedi, sfatando dunque il mito del *too big to fail*.<sup>68</sup> Inoltre, la maggior parte delle aziende di credito ha provveduto a ripagare il denaro proveniente dal programma di aiuti economici usando prevalentemente capitale raccolto mediante l'emissione di nuovi titoli azionari e obbligazionari non garantiti dal governo federale.

In concreto, il ruolo del TARP è stato quello di migliorare la liquidità delle attività finanziarie in questione, mediante acquisto sul mercato secondario,<sup>69</sup> permettendo in tal modo agli stessi istituti di credito di partecipare alla stabilizzazione del proprio bilancio e di evitare ulteriori perdite. Il TARP, tuttavia, non ha permesso alle banche di recuperare le perdite già verificatesi

---

<sup>68</sup> L'acquisto prioritario di titoli di colossi bancari non è casuale: si vuole scongiurare l'ipotesi di un ulteriore peggioramento dello stato della finanza americana, già profondamente segnata dal fallimento di istituti come Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac e Lehman Brothers. Le autorità governative e i grandi uomini della finanza sanno infatti che sui mercati vengono giornalmente innescate milioni di operazioni collegate le une alle altre e che è quindi necessario impedire che vengano effettuate quelle che hanno ad oggetto strumenti finanziari pericolosi appartenenti a grandi banche di investimento.

<sup>69</sup> Per mercato finanziario secondario si intende il mercato su cui vengono trattati titoli già in circolazione, che vi rimangono fino alla loro eventuale scadenza. Differisce dal mercato primario, sul quale invece vengono negoziati titoli di nuova emissione.

sugli *assets* problematici poiché le autorità hanno previsto che, una volta che il loro scambio sui mercati si fosse riavviato, i loro prezzi si sarebbero stabilizzati e successivamente avrebbero conosciuto un aumento, con la conseguenza di generare vantaggi di natura economica sia alle stesse banche sia al Tesoro americano.

Con l'approvazione del TARP, inoltre, si è voluto stimolare gli istituti finanziari, incoraggiandoli a concedere credito ai livelli precedenti alla crisi: se una banca fosse stata in grado di riportare i propri coefficienti patrimoniali alla normalità, avrebbe avuto un'agevolazione nell'aumento dei prestiti, la sua attività precipua, svincolandola dall'onere di accumulare capitale per ammortizzare delle probabili perdite future su titoli tossici.

Il 14 ottobre 2008, a soli undici giorni dall'approvazione del TARP, il segretario del Tesoro Henry Paulson e il presidente in carica George Bush hanno annunciato la revisione del programma: il ministero delle Finanze ha annunciato l'intenzione di provvedere all'acquisto di azioni privilegiate<sup>70</sup> e *warrant*<sup>71</sup> appartenenti alle nove maggiori banche americane. Per poter beneficiare di tale progetto, il Tesoro ha tuttavia stabilito che gli istituti di credito rispondessero a determinati criteri, quali:

---

<sup>70</sup> Le azioni privilegiate sono una categoria di azioni che hanno la particolarità di attribuire al possessore una prelazione per quanto riguarda il diritto agli utili e alla quota di partecipazione.

<sup>71</sup> Il *warrant* è un particolare strumento finanziario che conferisce al possessore la facoltà di sottoscrivere l'acquisto o la vendita di un'attività finanziaria sottostante ad un prezzo e ad una scadenza prestabilita al momento della stipula del contratto.

- garantire che la compensazione premiante per il top management non favorisse rischi inutili ed eccessivi che avrebbero potuto minacciare il valore dell'azienda;
- rispettare il divieto di effettuare qualsiasi tipo di pagamento "d'emergenza" all'alta dirigenza;
- osservare l'obbligo di non detrarre ai fini fiscali una quota superiore ai 500.000 dollari per ciascun manager.

Nello specifico, il fondo stanziato per finanziare il *Troubled Asset Relief Program* è stato diviso nelle seguenti aree di intervento:

1. il programma di acquisto di titoli ipotecari, che ha lo scopo di identificare gli *assets* problematici da acquistare ed i meccanismi di acquisto da adottare per raggiungere gli obiettivi politici delle autorità governative;
2. il programma di acquisto dei prestiti bancari, il cui team, collaborando con le autorità di regolamentazione delle banche, ha il compito di identificare i prestiti soggetti all'acquisto;
3. il programma di assicurazione, che ha lo scopo di garantire i titoli da acquistare;

4. il programma di acquisto dell'*equity*, con il quale si intende acquistare un largo numero di quote azionarie appartenenti ad istituti finanziari in difficoltà;
5. la conservazione della *homeownership* , volta a tutelare il diritto di ciascun cittadino a possedere una propria abitazione;
6. i compensi del management, di cui il TARP ne stabilisce i limiti e i requisiti;
7. la vigilanza, con l'introduzione di importanti strutture di sorveglianza e *compliance* che hanno l'obbligo di segnalare in maniera approfondita e scrupolosa qualunque movimento finanziario equivoco.

È stato peraltro stabilito un criterio normativo di partecipazione degli istituti finanziari al TARP: si è richiesto che questi ultimi fossero costituiti e regolati ai sensi della legge americana e che gestissero operazioni significative all'interno degli Stati Uniti. Sono così entrati a far parte della categoria "*financial institutions*" tutte le banche americane, le filiali americane di una banca estera, le casse di risparmio, le cooperative di credito, le compagnie di assicurazione, i fondi comuni di investimento e in generale tutte le società di investimento che avessero sede negli Stati Uniti.

Il *Troubled Asset Relief Program* è dunque diventato un vero e proprio piano di salvataggio del sistema finanziario americano che ha contribuito a

modificare in maniera sensibile il ruolo dello Stato nell'economia, ora saldamente ancorata alla mano pubblica. Si è in tal modo posto fine al modello economico della *deregulation reaganiana*, adottato negli Stati Uniti a partire dalla seconda metà degli anni '70 e volto a considerare il mercato come un organismo autoregolatore<sup>72</sup>.

A seguito dell'approvazione di tale programma e della conseguente ripresa del sistema bancario americano, l'OCSE<sup>73</sup> ha più volte esortato i governi europei a ricorrere ad un massiccio intervento economico ispirato al TARP, ricalcando le manovre effettuate negli Stati Uniti allo scopo di ricapitalizzare le banche<sup>74</sup>.

A distanza di soli quattro anni dall'adesione al TARP, gran parte dei prestiti concessi agli istituti di credito americani sono stati restituiti allo Stato e in molti casi la loro ripatrimonializzazione è andata a buon fine.

#### **4. Il Recovery Act di Obama**

Il 20 gennaio 2009, George W. Bush ha lasciato la presidenza degli Stati Uniti al successore Barack Obama<sup>75</sup>. La consapevolezza del nuovo capo del governo

---

<sup>72</sup> Fonte: *Il sogno e la politica da Roosevelt a Obama*, a cura di D. Spini e M. Fontanella, 2008, Firenze University Press

<sup>73</sup> L'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) è un'organizzazione internazionale di studi economici e i cui Paesi membri sono Paesi sviluppati con un sistema di governo di tipo democratico e un'economia di mercato. Svolge un ruolo di assemblea consultiva per la risoluzione di problemi comuni o per il coordinamento di politiche economiche e sociali. Ha sede a Parigi e consta attualmente di 34 Paesi membri.

<sup>74</sup> Fonte: *Teleborsa, Ocse, per le banche europee serve una politica in stile Tarp*, 17 luglio 2012

<sup>75</sup> Barack Obama (Honolulu, 4 agosto 1961) è un politico statunitense di origini keniate e attuale presidente degli Stati Uniti d'America. Si è laureato alla Columbia University e alla Harvard Law School. È stato senatore dell'Illinois per tre mandati, dal 1997 al 2004. È stato eletto alla Casa Bianca nel gennaio del 2009 e nel 2011 ha annunciato di volersi ricandidare alle prossime presidenziali.

americano circa l'esigenza di stimoli dell'economia del proprio Paese ha motivato la scelta politica immediata di investire sostanziosamente nella ripresa del mercato statunitense: il 17 febbraio 2009, a distanza di poco meno di un mese dal suo insediamento alla Casa Bianca, Obama ha firmato in legge l'*American Recovery and Reinvestment Act (ARRA)*, meglio noto come *Recovery Act*, che attualmente costituisce uno dei più vasti piani di sviluppo economico mai varati nella storia degli Stati Uniti.

Con lo stanziamento di oltre 787 miliardi di dollari, tale programma è stato progettato per rispondere a una triplice esigenza:

1. scongiurare un ulteriore indebolimento dell'economia americana;
2. stimolare lo sviluppo economico e il recupero occupazionale;
3. tornare a reinvestire su obiettivi di lungo termine, ponendo le basi per una crescita più robusta e competitiva.

In sintesi, il pacchetto normativo in questione prevede misure che possono essere raggruppate nelle seguenti macro-aree:

- sgravi fiscali;
- espansione delle prestazioni di disoccupazione;
- disposizioni in materia di assistenza sociale;
- stanziamento di fondi pubblici in materia di istruzione, assistenza sanitaria, infrastrutture ed energia.

La versione del *RecoveryAct* promulgata il 17 febbraio 2009 dal presidente Obama è stata il frutto di varie modifiche apportate ai disegni di legge presentati sia dalla Camera che dal Senato durante il mese precedente all'approvazione.

La proposta di legge della Camera è stata presentata al Congresso il 26 gennaio dal democratico David Obey, presidente della *House AppropriationsCommittee*,<sup>76</sup> in collaborazione con altri nove membri del Partito Democratico. L'accorpamento dei 206 emendamenti originari in soli 11 emendamenti definitivi ha consentito una più celere approvazione del piano, avvenuta il 28 gennaio: ha votato a favore del *RecoveryAct* tutta la compagine democratica, esclusi 11 deputati.

Il disegno di legge del Senato introdotto il 6 gennaio, invece, è stato promosso dal leader dei democratici Harry Reid e da altri 16 membri del medesimo partito. L'esame della proposta di legge è iniziata il 2 febbraio e inizialmente non è riuscita a mettere d'accordo l'intero organo parlamentare.

Le principali differenze di finanziamento tra il disegno di legge del Senato e quello della Camera hanno interessato l'assistenza sanitaria, i programmi di energia pulita e il welfare nei confronti degli anziani, aree in cui il Senato ha previsto lo stanziamento di maggiori fondi, nonché l'istruzione, le

---

<sup>76</sup> La *House AppropriationsCommittee* è un comitato che svolge la sua attività nell'ambito della Camera degli Stati Uniti. È incaricata di stabilire e controllare le spese in denaro effettuate dal governo americano e, come tale, è uno dei comitati più influenti della politica americana.

infrastrutture e gli aiuti economici ai lavoratori a basso reddito e ai disoccupati, aree ritenute invece dalla Camera come privilegiate per usufruire di finanziamenti pubblici.

A distanza di tre anni dalla sua approvazione, la vera novità del programma sta nell'aver sollevato questioni attuali e rivoluzionarie, quali l'interesse nei confronti delle fonti di energia rinnovabile e delle innovazioni in campo tecnologico, in ragione della crescita esponenziale del loro utilizzo negli ultimi anni.

In particolare, tra le misure messe a punto nell'ambito dello sviluppo delle infrastrutture, dell'istruzione, della salute e dell'energia, è stato previsto lo stanziamento di 32 miliardi di dollari per modificare il sistema di trasmissione, distribuzione e produzione di energia, favorendo le cosiddette "reti intelligenti" e consentendo la futura riduzione della dipendenza da greggio straniero. Sono peraltro stati previsti 16 miliardi di dollari per interventi di manutenzione di edifici pubblici nell'ottica di un risparmio energetico e 6 miliardi di dollari per interventi sulle abitazioni della famiglie a basso reddito. In questo contesto è stata fondamentale la presa di coscienza che esiste uno stretto legame tra una politica energetica eco-sostenibile e una contestuale crescita economica e occupazionale.

Il *RecoveryAct* ha poi intrapreso investimenti per 100 miliardi di dollari in programmi di innovazione e trasformazione nel campo della tecnologia e dell'informatica, riguardanti:

- la modernizzazione del sistema dei trasporti con veicoli tecnologicamente avanzati e con lo sviluppo dell'Alta Velocità;
- la costruzione di una piattaforma per l'innovazione del settore privato attraverso investimenti nella banda larga, nelle reti e nelle elevate tecnologie ICT;
- l'incoraggiamento della ricerca medica e biomedica di frontiera.

Per quanto riguarda il primo pacchetto di investimenti, l'obiettivo del *RecoveryAct* sarà quello di realizzare, dal 2012, 30 nuove imprese di produzione nel settore, di cui 20 per la produzione di nuove batterie e 10 per la produzione di componenti per l'auto elettrica del prossimo futuro. Si stima che, una volta entrata a pieno regime, questa misura porterà allo sviluppo di 500 mila apparecchiature e veicoli elettrici ibridi.

Nel campo dell'informatica e della tecnologia verranno attuati investimenti significativi sulla banda larga, di cui verranno diminuiti i costi d'accesso. Saranno messe a punto 875 sistemi e centrali di sensori intelligenti, che potranno allertare gli operatori di sistema, in modo da ridurre i disturbi e le

interruzioni. Circa 20 miliardi di dollari saranno utilizzati per sviluppare avanzamenti significativi nei sistemi di gestione informatica dei dati.

Infine, per quanto riguarda gli investimenti medici e biomedici, sono stati stanziati fondi destinati agli *Istituti* del *National Health* e rivolti specificamente allo studio e all'analisi della sintomatologia, il trattamento e la prevenzione di numerose malattie mortali.

Il *RecoveryAct* fa indubbiamente perno sulla teoria macroeconomica keynesiana secondo cui, in modo particolare durante le recessioni, il governo dovrebbe compensare la diminuzione dei consumi privati con un incremento della spesa pubblica, ottenendo le risorse necessarie all'investimento con il ricorso al prestito ( *deficit spending* ), il cui onere e la cui restituzione saranno garantiti in ragione del maggior reddito prodotto.

## CONCLUSIONI

Con il presente elaborato si è inteso approfondire lo studio di due delle più gravi crisi economiche che la storia recente ricordi (crisi del '29 e crisi dei mutui *subprime*), mettendo in luce le cause e i fatti salienti ma, soprattutto, ponendo l'attenzione sugli sforzi effettuati in entrambe le circostanze dal governo americano per limitare le ripercussioni negative sull'economia nazionale e per stimolarne la crescita.

Si è ritenuto opportuno circoscrivere l'analisi all'esperienza statunitense per una duplice ragione: in primo luogo, poiché il focolaio di tali crisi è stata l'America, i cui mercati finanziari sono stati colpiti in entrambi i casi da una speculazione incontrollata ripercossasi sul resto del mondo; in secondo luogo, poiché è stato proprio negli Stati Uniti che l'azione delle autorità governative per arginare gli effetti contagiosi delle crisi è stata più incisiva ed efficace.

Nel primo capitolo si è mostrato un quadro generale delle crisi economiche, dalla teoria dei cicli economici, in cui i fenomeni critici vengono rappresentati come inevitabile punto di svolta da una fase di espansione dell'economia alla recessione, fino ad arrivare alla generazione una crisi. Alla fine di tale capitolo è stato poi analizzato il ruolo della finanza, diventata ormai uno strumento estremamente potente e pericoloso al tempo stesso, chiedendosi se è possibile

oggi considerare i mercati finanziari come un luogo di profitto e in cui poter cogliere occasioni favorevoli o, al contrario, un contenitore di *assets* “malati” dal guadagno spesso ingannevole.

Il contenuto del secondo capitolo è stato interamente dedicato al crollo della borsa di New York nell’ottobre del 1929, attraverso l’analisi della politica dell’allora presidente in carica Herbert Hoover, caratterizzata da una serie di misure che ebbero il precipuo scopo di riportare le finanze statali al pareggio di bilancio, favorendo in tal modo l’aggravarsi della crisi e conducendo la nazione al limite della sostenibilità economica. La seconda parte del capitolo approfondisce le misure adottate da Franklin Delano Roosevelt, successore di Hoover alla Casa Bianca, a partire dal 1932, allo scopo di rafforzare l’idea che, in condizioni di crisi profonde del sistema economico, è necessario che vengano poste in essere politiche keynesiane di sostegno della domanda aggregata attraverso lo stimolo degli investimenti pubblici.

Con il terzo capitolo, invece, si è voluto esporre l’origine e lo sviluppo della crisi che ha colpito i mercati finanziari sul finire del 2007 e che ha portato con sé gravi ripercussioni sull’intero sistema economico americano. In questa circostanza, ancora una volta, si è ritenuto opportuno sottolineare l’importanza dell’intervento dello Stato, prima tramite i discussi salvataggi dei più grandi colossi bancari e successivamente tramite l’approvazione di un programma di aiuti economici (TARP), finalizzato a rimuovere dai mercati finanziari i titoli

“spazzatura” appartenenti alle banche in difficoltà e ancora circolanti. Infine, come già era avvenuto circa ottanta anni prima, anche in occasione di questa crisi il governo federale all’inizio del 2009 ha approvato un vasto piano di ripresa e stimolo dell’economia americana, legato a politiche di tipo neokeynesiano e non dissimile dal *New Deal (Recovery Act)*.

L’efficacia di misure basate sul *deficit spending* e sul sostegno della spesa pubblica è stata sperimentata durante gli anni Trenta, quando gli Stati Uniti, a distanza di un decennio dal crollo di *Wall Street*, hanno visto rinascere la loro economia e sono tornati sulla scena delle potenze mondiali.

Se è vero che l’intervento dello Stato è probabilmente l’unico modo per salvare l’economia di un Paese in certe condizioni di crisi, è legittimo aspettarsi che la politica neokeynesiana attuata dai governi americani degli ultimi anni dia risultati altrettanto significativi nel medio- lungo periodo, essenzialmente in termini di incremento del Pil nazionale, della capacità produttiva delle industrie e dell’occupazione.

## BIBLIOGRAFIA

ALESINA A., *Nella trappola del New Deal. Il capitalismo sotto tutela politica: così Roosevelt soffocò forze vitali*, su *Il Sole 24 Ore*, Mercoledì 20 Maggio 2009 - N. 137

ALESINA A., *La crisi del 1929 e le sue false morali*, su *Il Sole 24 Ore*, Mercoledì 20 Maggio 2009 – N. 137

BERNANKE B. S., *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, 2000

ASSANTE F., COLONNA M., DI TARANTO G., LO GIUDICE G., *Storia dell'economia mondiale*, seconda edizione, Monduzzi Editore, Bologna settembre 2000

BARRERE A., *Les crises de reconversion*, Paris, Rivière, 1947

CIOCCA P., *1929 e 2009: due crisi commensurabili?* , ApertaContrada, 16 luglio 2009

DI TARANTO G., *Aspettando il New Deal*, su *Costruttori romani*, n.2 febbraio 2009 – Anno XXIII

EICHENGREEN B., *Protezionismo? Film anni 30*, su *Il Sole 24 Ore*, Sabato 16 Ottobre 2010 – N. 284

FERGUSON N., *Lo storico boccia il Nobel*, su *Il Sole 24 Ore*, Domenica 31 Maggio 2009 – N. 148

FERGUSON N., *Non è il '29 e lo storico Ferguson boccia il Nobel Krugman*, su *Il Sole 24 Ore*, Domenica 31 Maggio 2009 – N. 148

GALBRAITH J. K., *The Great Crash*, Houghton Mifflin, Boston, 1954

GALBRAITH J. K., *Storia dell'economia. Il passato come presente*, Milano, Rizzoli, 1988

KEYNES J.M., *Come uscire dalla crisi*, Bari, edizione Laterza, 1983

LEWIS A. W., *Breve storia economica del mondo*, Napoli, Giannini, 1968

NIVEAU M., *Storia dei fatti economici*, Milano, Mursia, 1966

ONADO M., *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, Gius. Laterza & Figli, 2009

PIANTA M., *Nove su dieci. Perché stiamo (quasi) tutti peggio di 10 anni fa*, Bari, Gius. Laterza & Figli, 2012

REGALZI F., *Ripartiamo! Discorsi per uscire dalla crisi*, add editore, Torino, 2011

ROOSEVELT F.D., *Primo Discorso di Insediamento*, Washington, 4 marzo 1933

SCHUMPETER J. A., *Storia dell'analisi economica*, Torino, Boringhieri, 1979

SKIDELSKY R., *Battaglie tra economisti? Un déjà vu*, su *Il Sole 24 Ore*, Giovedì 11 Giugno 2009 – N. 159

SPINI D., FONTANELLA M., *Il sogno e la politica da Roosevelt a Obama. Il futuro dell'America nella comunicazione politica dei democrats*, Firenze, University Press, 2008

TONIOLO G., *L'arte di imparare dagli errori*, su *Il Sole 24 Ore*, Domenica 12 Luglio 2009 – N. 190

VILLARI F., *La Grande Crisi e le riforme di Roosevelt*, Roma, Gangemi editore