



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

Il crollo della borsa di Wall Street
The collapse of the Wall Street stock market

Relatore:

Prof. Francesco Chiapparino

Tesi di Laurea di:

Davide Berardi

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1	5
CONTESTO STORICO E CAUSE DELLA BOLLA	5
1.1) IL CLIMA POST GUERRA MONDIALE	5
1.2 LA SPECULAZIONE	8
1.2.1) Il boom immobiliare in Florida.....	9
1.2.2) Perché i prezzi dei titoli azionari salgono?.....	10
1.2.3) Holding e Investment Trusts.....	11
1.3) LA FEDERAL RESERVE	14
1.3.1) Costituzione, funzioni e struttura.....	14
1.3.2) Strumenti di politica monetaria di una banca centrale.....	16
CAPITOLO 2	18
IL CROLLO	18
2.1) CAUSE E SVILUPPO DELLA CRISI	18
2.1.1) Eventi e ruolo svolto dalla Fed.....	18
2.1.2) I mesi della crisi.....	22
2.1.3) Cause del crollo.....	25
2.2) IL MECCANISMO DEL SISTEMA ECONOMICO	29
2.2.1) Le tre posizioni finanziarie.....	29
2.2.2) Il funzionamento del sistema economico.....	32
2.2.3) Instabilità del sistema finanziario.....	34
2.3) CONSEGUENZE DEL CROLLO	39
CAPITOLO 3	43
POTREBBE RIPETERSI?	43
3.1) LA PROSPETTIVA STORICA	44
3.2) IL CAMBIAMENTO DEL SISTEMA ECONOMICO	46
3.3) IL RUOLO DI PRESTATORE DI ULTIMA ISTANZA	51
CONCLUSIONE	54
BIBLIOGRAFIA	57
SITOGRAFIA	58

INTRODUZIONE

Uno degli eventi più significativi della storia economica mondiale è rappresentato dalla Grande Depressione del 1929, grave crisi economica e finanziaria che ha sconvolto l'America, causando un'infinità di privazioni che hanno condotto all'esclusione di migliaia di persone dal sistema economico. Contrazione della domanda di beni, distruzione del meccanismo del credito e degli investimenti e arresto dello sviluppo economico sono state le principali disastrose conseguenze generate da una frenetica orgia speculativa che ha preceduto, verso la fine degli anni Venti, quella che può essere definita come una delle più impattanti crisi economiche mondiali di sempre. Episodi speculativi del genere si sono presentati a intervalli nel corso della storia: il compito della ricerca storica è quello di mantenerne vivo il ricordo e analizzarne i contenuti ai fini di un'utile comparazione con il quadro economico attuale. Gli eventi storici forniscono utili informazioni e chiavi di lettura per meglio comprendere i contesti attuali e per prevedere – ove possibile, in presenza di segnali di alert – fatti futuri che possano danneggiare l'equilibrio economico e sociale. Gli eventi del 1929 sono oggetto di grande interesse poiché segnano un momento di spartizione nella letteratura della storia economica: da quel momento in poi, infatti, si è susseguita un'ondata di libri, articoli e pubblicazioni. L'interesse degli storici del settore è stato altresì accompagnato anche da interventi governativi che hanno condotto all'emanazione di leggi volte a tutelare e controllare la speculazione borsistica. Lo scopo del presente studio che analizza gli eventi e si concentra sull'impatto economico e sociale della Grande Depressione, è anche quello

di comprendere a chi possa essere attribuita l'eventuale responsabilità di una simile devastante crisi: sin da subito si è pensato, infatti, che in un qualche posto di Wall Street potesse nascondersi un *deus ex machina*¹ che manovrava le leve della prosperità e della crisi. Solo una lettura ed un'analisi approfondita di tali elementi può fornire basi utili a formulare strategie e scelte politiche finalizzate alla prevenzione di futuri collassi finanziari e all'attenuazione di possibili danni derivanti da crisi di questa portata.

CAPITOLO 1

CONTESTO STORICO E CAUSE DELLA BOLLA

1.1) IL CLIMA POST GUERRA MONDIALE

Gli Stati Uniti d'America uscirono decisamente rafforzati dalla prima Guerra Mondiale, forti dei bottini di guerra, ma anche dell'euforia e della fiducia derivanti dalla vittoria: tali circostanze, considerabili indubbiamente dei punti di forza, mutarono ben presto il loro aspetto diventando cause scatenanti della bolla speculativa e del relativo scoppio. Se da un lato abbiamo gli stati europei che

¹ J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo, Etas Kompass, Milano, 1966, p.27.*

subirono negativamente gli effetti della Guerra, non solo dal punto di vista economico ma anche dal punto di vista industriale, dall'altro gli Stati Uniti non ebbero difficoltà nel riconvertire le proprie industrie da una produzione bellica a una produzione che possiamo definire "normale". Con una produzione maggiore rispetto agli altri grazie alle tecniche del Taylorismo e Fordismo e presentando redditi e PIL più elevati, con la conseguente registrazione di un export maggiore, non possiamo che definire gli Stati Uniti la prima forza mondiale. Infatti tra il 1922 e il 1928 il PIL aumentò del 40%, il tasso di disoccupazione diminuì e gli indici della produzione industriale aumentarono. Fra il 1925 e il 1929 si assistette ad un aumento del numero di aziende manifatturiere le quali passarono da 183.900 a 206.700 ; il valore della loro produzione salì da \$ 60 mld a \$ 68 mld. Inoltre gli USA conobbero un periodo di progresso trainato soprattutto dal settore automobilistico: infatti nel 1926 vennero prodotte 4.301.000 automobili e nel 1929 la produzione aumentò raggiungendo 5.358.000 unità². Altra considerazione da fare è la scelta di Winston Churchill riguardante la parità aurea del vecchio rapporto tra oro, dollaro e sterlina. Churchill restaurò il valore aureo della sterlina a quello che aveva nel 1914 e quel valore era lo stesso che aveva fissato Newton nel 1717: così una sterlina era pari a 1/3 di un'oncia d'oro (30 g) , un'oncia d'oro era uguale a 3 sterline, 10 scellini, 17,5 penny. Con la reintroduzione del Gold Standard³ , nel 1925, il governo britannico dovette ritirare tutte le sterline cartacee emesse in più dal 1914 perché era in corso una sopravvalutazione data dal tasso di cambio prebellico di 4,86 \$. In realtà il problema

² Thomas Wilson, *Fluctuations in Income and Employment*, 3 ed., New York, 1948, p.141.

³ Il gold standard è un sistema monetario imperfetto basato su una convertibilità della moneta in oro ad un tasso di cambio fisso. Tale relazione fissa, tra la moneta e l'oro, contribuiva a determinare l'offerta di moneta.

della svalutazione non fu risolto perché le sterline che venivano utilizzate dai clienti britannici riflettevano l'inflazione del tempo di guerra. Quindi la Gran Bretagna divenne un mercato poco favorevole agli acquisti e, al contrario, si rivelò ottimale per le vendite. La conseguenza fu che l'oro fuggito dalla Gran Bretagna affluì negli Stati Uniti e questa possiamo definirla un'aggravante della crisi, la quale sarebbe potuta essere evitata se ci fossero state condizioni poco favorevoli per acquisti e investimenti, ovvero tassi d'interesse bassi e prezzi delle merci alti. Fu così che la Borsa di New York cominciò a crescere perché ci fu un notevole afflusso di capitali che venivano investiti in titoli pubblici. Alla fine del 1927 il valore dell'indice industriale⁴ era 245, contro i 106 di 3 anni prima. Si iniziò a diffondere però un clima di isolazionismo, obiettivo perseguito dalla corrente repubblicana (tendenzialmente più conservativa) che consiste nel fissare dazi doganali più costosi per proteggere le proprie merci dagli stati europei. All'interno di questa oasi americana si possono individuare diverse contraddizioni che vanno a dare un contributo maggiore per la comprensione della società di quel periodo. La prima è sicuramente rappresentata dalle disuguaglianze economiche e sociali che per mezzo di qualche dato possiamo esplicitare. Lo 0,1% controllava il 42% del reddito complessivo del paese e il 60% delle famiglie percepiva un reddito inferiore ai 2000 \$ annui al tempo considerata la soglia della povertà. Disuguaglianze sociali che aumentarono in maniera esponenziale a causa anche dell'isolazionismo con l'istituzione di diverse sette, tra tutte il Cu Clus Clan famosa per episodi deplorabili e raccapriccianti nei confronti

⁴ Indice industriale è l'indicatore che risulta dalla media aritmetica, non ponderata, dei prezzi di venticinque di quelle che il New York Times considera buone azioni. Viene citata la media "industriale" perché le azioni industriali furono maggiormente soggette alla speculazione e alla volatilità.

della minoranza etnica afro-americana. Una seconda contraddizione può essere quella rappresentata dall'isolazionismo fortemente voluto dalla matrice repubblicana che ha trovato una sorta di opposizione nella crisi di sovrapproduzione causata da un eccesso di offerta sulla domanda. Il governo americano stanziò una serie di aiuti economici ai paesi europei mirati alla compravendita di prodotti che risultavano eccedenti della domanda americana. Una terza contraddizione interna all'economia statunitense era rappresentata dal sistema finanziario perché non furono stabiliti dei limiti che potessero frenare l'euforia degli investitori statunitensi. Da annoverare la scelta della Federal Reserve di imporre bassi tassi di interesse che facilitavano la richiesta di credito da parte di famiglie e imprese. Malgrado tutto ciò, gli anni Venti in America furono un periodo prospero. La produzione e l'occupazione erano elevate e in aumento, i salari non ebbero una crescita simile all'occupazione, ma i prezzi erano comunque stabili.

1.2 LA SPECULAZIONE

Come abbiamo detto, gli Stati Uniti vissero un periodo di enorme prosperità al quale si collega il concetto di fiducia che milioni di investitori riponevano nella stabilità economica e strutturale del paese. Fiducia che possiamo definire come l'elemento principale all'interno di una utopica catena e oggetto di una trasformazione che la vede tramutata prima in euforia e poi in finzione.

1.2.1) Il boom immobiliare in Florida

Procedendo con ordine dobbiamo citare innanzitutto il boom immobiliare in Florida. Perché proprio in Florida? Questo stato posto nel sud-est degli Stati Uniti possedeva un clima invernale migliore di New York e inoltre registrava uno sviluppo delle telecomunicazioni non indifferente, ma soprattutto presentava redditi più elevati, elemento imprescindibile per ogni tipologia di boom. Così la Florida divenne un'attrazione economica, un luogo dove le persone erano in cerca di guadagni facili, perché infatti gli acquirenti non avevano intenzione di abitarci ma di comprare e rivendere per due, tre, quattro volte il prezzo originario. Quindi l'obiettivo non era tanto la proprietà di un bene quanto invece la prospettiva di un aumento di prezzo. La negoziazione riguardava l'«impegnativa» ovvero il diritto di acquistare il bene a un prezzo stabilito; questo diritto si otteneva mediante un pagamento del 10% sul prezzo di compravendita stabilito. Se il valore del bene trattato aumentava, lo speculatore poteva sfruttare il vantaggio di vendere l'impegnativa e il bene, con il beneficio di guadagnare la plusvalenza risultante dall'aumento di valore del lotto. Tuttavia nei primi mesi del 1926 cominciò a venir meno l'afflusso di nuovi compratori e ciò generò la scomparsa del pretesto della continua crescita dei prezzi. Da citare anche i due uragani che strapparono via centinaia di vite, senza però mai abbattere il morale di chi voleva far credere che la Florida era viva più che mai. Nonostante questo tentativo disperato, nel 1928 le operazioni bancarie a Miami scesero a \$ 143.364.000, circa un centesimo di quelle che si erano registrate nel 1925.

1.2.2) Perché i prezzi dei titoli azionari salgono?

Esistono diverse valide ragioni per cui negli anni Venti si assistette ad un aumento dei prezzi delle azioni: quella più plausibile può essere ricondotta al fatto che gli utili societari erano in aumento, così come le prospettive. Questa crescita si registrò negli ultimi sei mesi del 1924, fino al 1925; nel 1926 ci fu un periodo di regresso dovuto anche ai due uragani per poi riprendere da aprile e questa crescita continuò fino a tutto il 1927. Il presente studio si occupa di analizzare dati riguardanti le medie aritmetiche non ponderate dei prezzi di venticinque azioni ritenute, dal New York Times, solide, attendibili e con un mercato attivo. Entrando nello specifico, nel Maggio 1924 la media dei prezzi era 106, alla fine dell'anno era di 134, alla fine del 1925 era di 181 mentre nel 1926 subì una serie di oscillazioni e una piccola diminuzione dopo gli uragani, per poi subire una pronta crescita. Un'altra ragione era costituita dal fatto che non c'erano abbastanza titoli per tutti, cioè c'era un eccesso di domanda e quindi questo faceva aumentare i prezzi perché i titoli acquistavano un valore di scarsità. Il successivo aumento di titoli non è da attribuire alla sola intenzione di accontentare gli speculatori ma perché, in ogni caso, persisteva l'interesse a sfruttare il periodo favorevole alla raccolta di denaro per i fini societari. Un buon indice rappresentativo della misura speculativa era sicuramente il volume dei crediti dei borsisti che dall'inizio del 1926 fino al 1928 era aumentato esponenzialmente, arrivando a toccare i sei miliardi. Possiamo attribuire questa crescita ad una superba strategia attuata nel mercato azionario da Wall Street, ovvero i titoli/azioni su margine. Si tratta di un meccanismo in cui le banche forniscono fondi

agli agenti di cambio: questi, successivamente, li forniscono ai clienti che poi acquistano i titoli su margine. La particolarità di questi strumenti finanziari è che non si ottiene la proprietà definitiva del titolo ma soltanto il diritto di proprietà; in questo modo ci si libera dell'onere di dover tirare fuori il prezzo d'acquisto, affidando non solo i titoli all'agente di cambio, ma anche un margine di copertura in aggiunta per garantire il prestito che cresceva proporzionalmente all'incertezza. Stiamo parlando di un meccanismo ingegnoso perché chiaramente questi fondi riaffluiscono nelle casse delle banche, ma al contempo “malvagio” perché consente un maggior afflusso di speculatori. La motivazione dietro a questo ingente afflusso di speculatori sta negli alti tassi d'interesse che promettevano cedole molto attraenti calcolate sul 5% prima, 12% alla fine del 1928. Non dimentichiamoci però che l'obiettivo ultimo di ogni speculatore sta nella rivendita a un prezzo maggiore di quello di acquisto. La suddetta operazione è l'arbitraggio di cui anche le banche decisero di sfruttare: prendevano a prestito denaro dalla Federal Reserve Bank al 5% per poi prestarlo sul mercato al 12%.

1.2.3) Holding e Investment Trusts

Dalla seconda metà degli anni Venti si vennero a creare numerose occasioni per arricchirsi quindi è possibile affermare che il periodo fosse favorevole a ogni tipo di attività. Per questo si assistette alla fondazione di moltissime nuove società grazie

all'emissione di nuovi titoli azionari che erano mirati a finanziare un'ondata di fusioni. Nel caso dei servizi pubblici (gas, elettricità, acqua) lo strumento più usato era la holding. La Treccani definisce la holding come una società finanziaria che detiene una parte, o la totalità, del capitale di altre imprese al fine di controllare la gestione finanziaria, industriale e commerciale. In sintesi la holding acquistava il controllo delle compagnie di gestione e raccoglieva il denaro necessario attraverso l'emissione di azioni. Il capolavoro di architettura speculativa su cui porre attenzione fu l'investment trust⁵, l'odierna società d'investimento che vendeva *in primis* azioni ordinarie, privilegiate e anche obbligazioni per poi investire il ricavato nell'acquisto di un portafoglio di azioni di altre società già esistenti. Queste vendite erano indirizzate a clienti i cui diritti erano limitati alla sola partecipazione al fondo comune d'investimento perché non possedevano alcun diritto di voto, quindi non potevano prendere alcuna decisione e dovevano sottostare alla direzione dell'amministrato. Questa forma strutturale si sviluppò a partire dal 1921, anno in cui se ne contavano circa quaranta per poi subire una concreta evoluzione in termini numerici grazie ad una serie di pubblicazioni e articoli di giornale. Quando parliamo di investment trust, ci viene in mente il principio della leva finanziaria, il cui meccanismo consente di acquistare o vendere asset per importi maggiori del capitale posseduto, con l'effetto di aumentare il rendimento dell'investimento. Tuttavia, un uso errato di questo strumento può portare enormi perdite essendo calcolata su capitali che vengono chiamati «gonfiati». Per esempio supponiamo di avere un portafoglio finanziario dal

⁵ J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo, Etas Kompass, 1966*, Milano, p.74.

valore di 150 milioni di dollari, i cui asset (azioni ordinarie, obbligazioni e azioni privilegiate) hanno valore pari a 1/3. Se si fossero investiti questi 150 milioni, il valore del portafoglio, dopo pochi mesi, sarebbe cresciuto del 50% e quindi la consistenza patrimoniale avrebbe raggiunto 225 milioni di dollari. Ma visto che il valore delle azioni privilegiate e delle obbligazioni rimane inalterato⁶, essendo questi asset rappresentati da un valore fisso derivante da un reddito specificato, sono le azioni ordinarie che aumentando di 75 milioni, ovvero il 50% calcolato sul valore iniziale del portafoglio, arrivano a 125 milioni di dollari. Ora se immaginassimo che queste azioni ordinarie siano detenute in portafoglio anche da un altro trust, si registrerebbe un aumento del 700/800%. E' questa la "formula magica" dell'azione della leva finanziaria e qui risiede la ragione per cui prima si è parlato di capitali "gonfiati". Ora, tenendo conto che questa operazione veniva resa praticamente gratuita dall'azione della leva, visti gli ingenti guadagni, è facile comprendere perché ci fu una corsa precipitosa a patrocinare investment trusts che avrebbero, a loro volta, patrocinato altri investment trusts.

⁶ Si suppone fosse così anche se in quei tempi esistevano numerosi diritti di conversione.

1.3) LA FEDERAL RESERVE

In questo paragrafo andremo ad analizzare la struttura, le funzioni e gli strumenti di politica monetaria della Federal Reserve che possono essere attuate per far fronte ai primi accenni di crisi. Come sappiamo, gli anni Venti furono un periodo di relativa tranquillità, caratterizzato da grande prosperità e progresso in campo economico. La sua istituzione segnò un punto di svolta per tutto il sistema bancario perché l'intenzione era quella di creare un'istituzione in grado di garantire la stabilità economica e finanziaria del Paese. Innanzitutto, occorre delineare il periodo storico della sua attuazione così da essere a conoscenza di tutte le vicende caratterizzanti l'epoca storica.

1.3.1) Costituzione, funzioni e struttura

La Federal Reserve System, la Banca Centrale degli Stati Uniti d'America, fu istituita il 23 Dicembre 1913 tramite l'approvazione del Federal Reserve Act a opera del presidente Wilson, ma iniziò ad operare solo nel 1916. Era composta da un sistema di dodici banche federali che operavano in un determinato distretto degli Stati Uniti. Con il Federal Reserve Act, gli obiettivi della Fed riguardavano il massimo livello di occupazione, la stabilità dei prezzi e la moderazione della volatilità dei tassi

d'interesse a lungo termine. In seguito grazie all' Humprey-Hawkins Act del 1978, la Fed ampliò il suo raggio d'azione, potendo così operare su obiettivi come il tasso di crescita dell'economia, la stabilità del sistema finanziario e del tasso di cambio. Analizzeremo in seguito la funzione principale di prestatore di ultima istanza. Parlando della struttura, possiamo esplicitarla nella seguente composizione:

- Un'agenzia governativa centrale ovvero il Board of Governors;
- Dodici Federal Reserve Bank responsabili dell'operato effettuato nello specifico distretto degli USA;
- Dodici membri del Federal Open Market Committee⁷.

⁷ Questo comitato ha il compito di dirigere le operazioni di mercato aperto che è uno degli strumenti più importanti a favore di ogni Banca Centrale necessario per decidere e controllare il livello di moneta in circolazione nel sistema.

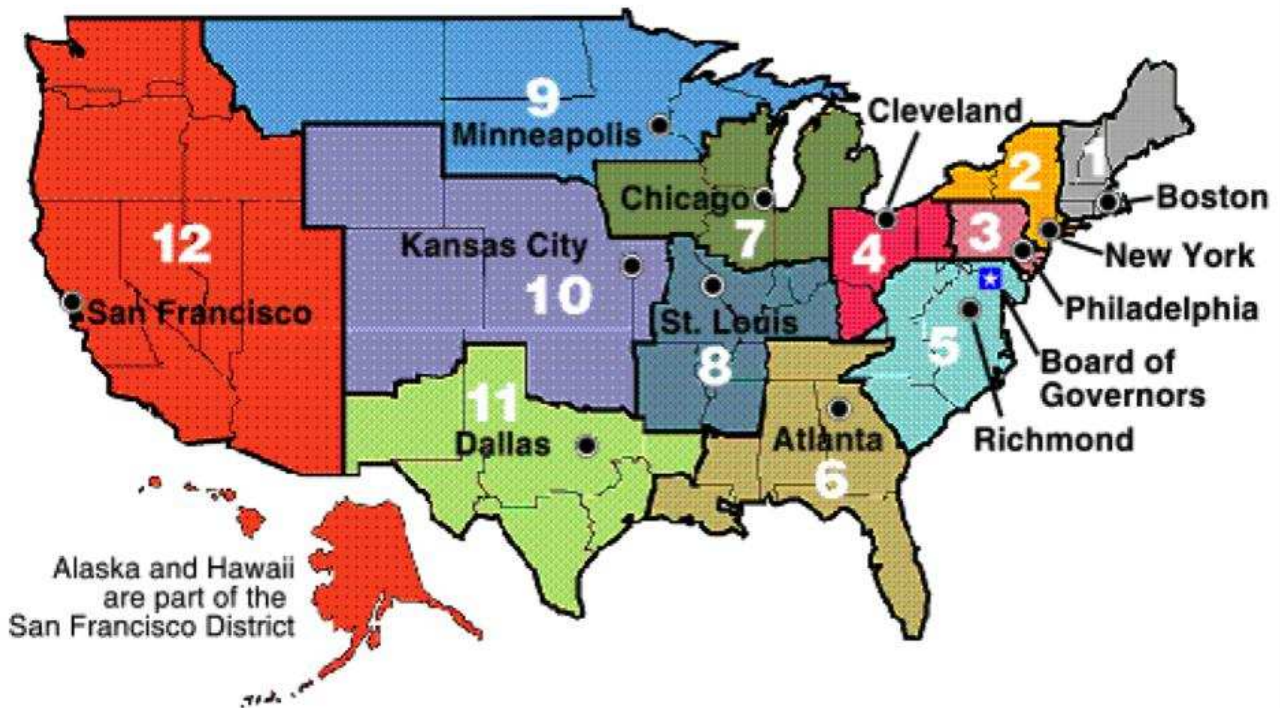


Figura 1.1 Sistema della Federal Reserve Bank negli Stati Uniti

1.3.2) Strumenti di politica monetaria di una banca centrale

In aggiunta alla manovra sul tasso d'interesse sono stati introdotti diversi strumenti, uno in particolare, le operazioni a mercato aperto. Ora poniamo attenzione all'eventualità in cui la banca centrale aumenti i tassi d'interesse: ciò significa che ha appena attuato una politica monetaria restrittiva che consiste nel rendere più svantaggioso l'accesso al credito alle varie unità economiche. Quindi con tassi più elevati, si dice che il costo del denaro è più alto e perciò le banche saranno meno propense a concedere prestiti o mutui a fronte di un maggior rischio di insolvenza del debitore ed è per questo che tendenzialmente si abbassano i consumi. Vedendo la domanda ridursi e il costo dei prestiti aumentare, le imprese saranno più propense a

ridurre gli investimenti, a rallentare la produzione e abbassare i prezzi. Politica che è stata applicata nel periodo che precede la grande depressione, ma anche nel periodo post covid; infatti stiamo analizzando due periodi che presentano analogie generate dalla presenza, in entrambi, dell'inflazione. Ricordiamo però che questa politica consiste in piccoli aumenti di tasso e che le decisioni attinenti ad una eventuale prosecuzione o terminazione, devono essere rese note al pubblico. Questa innovazione risulta essere un altro strumento, il Forward Guidance che può essere utilizzato al fine di condizionare le aspettative dei mercati e di essere il più trasparente possibile in termini di fiducia. Lo schema base della FG si delinea su quattro modalità⁸: tendenze, tempi, quantità e risultati, elementi che vanno resi noti nel comunicato di ogni banca centrale. Infine, ultimo strumento tra i più noti, è la vendita di titoli della Banca Centrale sul mercato aperto, adoperabile nei momenti in cui si vuole porre un freno agli investimenti e al consumo proprio perché il fine ultimo è quello di “bloccare” la liquidità. Analizzeremo in seguito il ruolo svolto dalla Fed.

⁸ P. ALESSANDRINI, *Economia e politica della moneta*, Il Mulino, Bologna, 2021, p.374.

CAPITOLO 2

IL CROLLO

2.1) CAUSE E SVILUPPO DELLA CRISI

Si parla di evoluzione della crisi perché questo fenomeno chiaramente non ebbe un'andatura stabile ma subì numerose oscillazioni. Molti pensano che dal 1928 le cose cambiarono, visto il volume della speculazione che andava formandosi. In questo paragrafo andremo a spiegare gli eventi principali che hanno contribuito alla flessione della borsa e andremo a valutare l'operato della Fed.

2.1.1) Eventi e ruolo svolto dalla Fed

Come abbiamo detto, il 1928 segna un cambiamento perché segnò il preciso momento in cui iniziò la fuga di massa verso la finzione, elemento essenziale dell'orgia speculativa. I primi mesi furono tutto sommato tranquilli; a marzo poi, la media industriale segnò un aumento di 25 punti. E' qua che si sviluppa l'illusione speculativa incentivata da grandi personaggi come John Raskob e Andrew Mellon. Il

primo era membro del Cda della General Motors e sarebbe poi diventato presidente del comitato nazionale democratico. Egli, girando l' Europa, parlò favorevolmente delle prospettive per le vendite di automobili e della conseguente crescita in borsa. Il secondo, essendo Segretario al Tesoro degli Stati Uniti, emanava una sicurezza maggiore nell'affermare che la prosperità sarebbe continuata a lungo se tutti avessero contribuito. Inoltre l'elezione di Hoover alla carica di segretario del commercio aveva dato via ad un aumento negli acquisti senza precedenti. In realtà, Hoover sapeva dei rischi che si nascondevano dietro alla speculazione e perciò aveva provato a mettere in atto le sue idee ma trovò l'opposizione dell'allora presidente degli USA Coolidge, e della Federal Reserve Board. Ad ogni modo, la speculazione correva. Alla fine del 1928 l'indice del New York Times era passato da 245 a 331 e in aggiunta a questo le radio, tra gli elementi cardine della speculazione, erano salite da 85 a 420. Era ormai evidente che gli alti capi del governo volevano correre questi rischi: auspicavano che il boom continuasse dal momento che vi erano coinvolti i propri affari. Facendo un passo indietro, appare doveroso chiarire una delle cause principali che si celavano dietro all'espansione del 1927. Nel capitolo precedente si era parlato della svalutazione della sterlina del 1925, fortemente voluta da Churchill attraverso il ritorno al Gold Standard. Tale operazione aveva avuto esito negativo e quindi c'era stato un afflusso di oro dall' Europa agli USA. Così nella primavera del 1927, Montagu Norman, governatore della Banca d'Inghilterra, Hjalmar Schachy, governatore della Reichsbank e Charles Rist, vicesegretario della Banca di Francia convinsero la Fed ad attuare una politica volta a scoraggiare questo afflusso di oro

verso gli Stati Uniti. Questa mossa fu definita da Adolph Miller, un membro del Federal Reserve Board, come «*la più grossa e ardita operazione mai intrapresa dal Federal Reserve System*»⁹. Tale politica si attuava in due punti¹⁰:

- riduzione del saggio di sconto dal 4 al 3,5% ;
- acquisto di una innumerevole quantità di titoli pubblici.

Il risultato fu logico: migliaia di individui si precipitarono ad investire sui mercati e ad acquistare azioni ordinarie grazie all'acquisto da parte della Federal Reserve. Inoltre, come citato in precedenza, questo era il periodo favorevole per l'istituzione delle holding e degli investment trust con il principio della leva valido proprio per le azioni ordinarie. Procedendo in questa direzione, ci si stava sempre più avvicinando al crollo della borsa. Basti pensare che normalmente il volume dei prestiti a breve termine si aggira intorno ad un miliardo di dollari, eppure in quel periodo questo indice attendibile che misura la soglia della speculazione segnava 7 miliardi. Si arriva così al 1929, anno che segna la fine della carica di Coolidge il quale però affermò che la situazione era assolutamente solida. Egli, in realtà, era incline all'idea di far ricadere la responsabilità sul Board. In riferimento agli strumenti finanziari citati precedentemente, la Federal Reserve mise in atto un piano di vendita di titoli pubblici per assorbire la liquidità in eccedenza nel mercato. All'inizio del 1928 i titoli in portafoglio della Fed ammontavano a 617 milioni; in seguito, dopo la manovra, erano rimasti titoli per un valore complessivo di 228 milioni. Sicuramente fu una mossa lodevole e molto impegnativa, ma non ebbe gli effetti sperati visto che fu interrotta

⁹ J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, Etas Kompass, 1966, Milano, p.39.

¹⁰ J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, Etas Kompass, 1966, Milano, p.39.

negli ultimi mesi, perché si pensava che il boom fosse sotto controllo. L'altro strumento era la manovra sul saggio d'interesse. All'inizio del 1929 il saggio di sconto, applicato dalla Federal Reserve Bank di New York alle banche aderenti, era del 5%, mentre il saggio praticato da queste ultime sui prestiti concessi oscillava dal 6 al 12 %. Quindi le banche "vendendo" liquidità a un tasso maggiore, ottenevano un certo margine di guadagno e perciò si volle limitare l'utilizzo dell'arbitraggio. Quindi solamente con un aumento del tasso d'interesse, le banche sarebbero state meno propense a domandare credito alla Federal Reserve. Nonostante questo, il Consiglio dei Governatori era contro l'innalzamento del tasso dal 5 al 6% proposto dalla Fed di New York, perché si sarebbe provocato un conseguente aumento dei tassi applicati ai commercianti, ai consumatori e per di più non si sarebbero poste le basi per frenare uno speculatore, il quale sarebbe stato comunque disposto a pagare di più visto che poi avrebbe guadagnato con il capital gain. Solo nell'estate del 1929, venne messa in atto questa manovra ma l'effetto non ebbe gli esiti sperati perché il mercato stava continuando ad espandersi. Nel marzo del 1929, a Wall Street giunsero notizie che la Federal Reserve si stava riunendo ogni giorno, comprese le domeniche, e quindi il 25 marzo, visto che dagli organi alti proveniva solo silenzio, le persone cominciarono a vendere. Le banche iniziarono a concedere meno prestiti a breve termine e il tasso prestato ai borsisti salì al 14%. Il giorno dopo la situazione peggiorò: 8.246.740 azioni furono vendute e i titoli principali persero in media 20/30 punti. Sembrava che la borsa stesse per crollare proprio quel giorno, ma tale evento fu scongiurato da Mitchell. Riassumendo le vicende che si susseguirono da qui fino a settembre, si può

dire che il discorso tenuto da Mitchell per scongiurare la crisi non fu un episodio sporadico, dal momento che a partire da quell'episodio, frequentemente, personaggi dal calibro di Mitchell cercarono di attenuare l'ondata di vendite per evitare il definitivo crollo. Per esempio Irving Fisher affermò che era in atto una recessione del prezzo dei titoli, specificando che ciò non avrebbe mai portato ad un tracollo. Sempre Mitchell sosteneva che era opportuno lasciare che il mercato si aggiustasse da solo: in questo modo la situazione si sarebbe risolta. In realtà, contrariamente alla matrice pro-speculativa, anche altre persone con una certa risonanza ed autorevolezza, come Basbon, consigliavano la vendita di azioni e l'acquisto di oro¹¹. Tutto ciò, in fin dei conti servì solo a rimandare la crisi dal momento che, come vedremo, in settembre e ottobre ci fu il crollo della borsa e da lì le vite di milioni di persone cambiarono per sempre.

2.1.2) I mesi della crisi

Tra tutti gli eventi che caratterizzano tale periodo, è stato possibile individuarne uno a causa del quale il mercato non manifestò più la sua fiducia di un tempo. Il 3 settembre 1929, come da consuetudine, vennero registrate 4.438.910 vendite di azioni nell'Exchange di New York. Nonostante ciò il mercato era ancora attivo visto che la

¹¹ Basbon arrivò a pronosticare con estrema precisione che le medie Dow-Jones avrebbero perso tra i sessanta e gli ottanta punti; inoltre gettò anche un velo di terrore preannunciando che le fabbriche avrebbero chiuso e che quindi tutte le famiglie avrebbero dovuto fronteggiare le conseguenze disastrose della crisi.

maggior parte delle azioni più importanti conobbe una crescita dei prezzi. Crescita dei prezzi che da lì in poi si ebbe molto raramente ed è per questo che il 3 settembre viene ricordato come il giorno in cui finì la grande corsa al rialzo degli anni Venti. Il mese di settembre era contraddistinto essenzialmente da numerose oscillazioni che non facevano altro che alimentare la discontinuità verso il basso. Insomma la fine stava arrivando. Il 19 ottobre segna l'inizio di quelli che saranno i giorni fatidici del crollo della borsa di Wall Street. Le motivazioni sono le seguenti: 3.488.100 azioni furono vendute, ma più importanti furono i primi segnali che denotavano la scarsità di denaro. I giornali del giorno dopo diedero alla luce tre osservazioni di cui una molto importante ma con un'accezione negativa: i titoli avevano perso così tanto valore che non costituivano più una garanzia sufficiente e quindi gli agenti di cambio chiesero il versamento di un margine maggiore, motivo per il quale si produsse un numero così elevato di vendite. Si arrivò così ai giorni che precedono il cosiddetto Giovedì nero, giorni in cui si registrarono come al solito milioni di vendite e in cui sembrava non si potesse fare più nulla. Giovedì 24 ottobre, ricordato come l'inizio della crisi, registrò quasi 13 milioni di vendite di azioni che trovarono un secondo acquirente solo a prezzi, per così dire, ridicoli. L'incertezza si stava facendo sempre più incalzante e così tutti vendevano per evitare perdite che li avrebbero portati al tracollo. Le borse di Chicago e di Buffalo avevano chiuso. Negli uffici della J. P. Morgan & C, i presidenti delle banche più importanti si riunirono e decisero che sarebbe stato di fondamentale importanza mettere in comune le risorse disponibili per sostenere il mercato. Ai cronisti, Thomas Lamont, dirigente della Morgan, dichiarò

che questa rovinosa situazione era dovuta a un riassetto tecnico del mercato¹². Dopo questa uscita di Lamont, i prezzi ripresero a salire e con questo, riprese a salire anche l'euforia, la voglia di non farsi sfuggire un nuovo rialzo. Ma ci fu anche un altro retroscena da evidenziare: Richard Whitney, noto come agente di sala della Morgan, acquistò 200.000 \$ di azioni replicando questa operazione anche in altre banche. Così alla fine della giornata, gli industriali dell'indice NYT scesero soltanto di 12 punti e questa minima perdita accomunò anche le altre azioni. In realtà il vero e proprio crollo doveva giungere e arrivò ben presto. Lunedì 28 ottobre fu ricordata come la giornata in cui la situazione iniziò a precipitare; gli industriali dell'indice NYT persero 49 punti. A differenza di pochi giorni prima, nessuno era più certo che le banche sarebbero intervenute per impedire il dilagarsi del panico. Martedì 29 Ottobre passa alla storia come la giornata più rovinosa in ambito finanziario: 33 milioni di vendite di azioni caratterizzarono quella giornata e così come il giorno prima i prezzi delle azioni scesero notevolmente. Inoltre, come ormai da un po' di tempo, il ticker era in ritardo di due ore e mezza, infatti alla chiusura solo 16.410.030 azioni erano state registrate come vendute. Alcuni investment trusts, come la Blue Ridge, non erano nemmeno riusciti a rivendere le proprie azioni e ciò aveva portato alla perdita di oltre 2/3 del loro valore iniziale. Possiamo affermare, perciò, che da pilastri dell'economia americana, gli investment trusts subirono decisamente gli effetti del crollo anche perché il principio della leva aveva iniziato ad agire in senso

¹² J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, Etas Kompass, 1966, Milano, p.125.

inverso, provocando milioni di perdite¹³. Per questo gli investitori cominciarono a vendere le azioni ma questo fu reso impraticabile perché ormai più nessuno voleva quelle azioni. Perciò, gli investitori per evitare di andare in contro a perdite maggiori, decisero di vendere azioni di buona qualità ma questo meccanismo non faceva altro che diminuire i loro prezzi.

2.1.3) Cause del crollo

Prima di elencare tutti quei fattori che possono essere definiti cause della crisi, dobbiamo dire che l'economia si era indebolita già molto prima del tracollo: gli indici della Federal Reserve per l'attività industriale raggiunsero il picco in giugno mentre altri indicatori, come i salari, le vendite e il materiale trasportato, rallentarono in ottobre a crisi già inoltrata. Possiamo ora procedere a indicare le cause partendo dalla disegualianza economica o meglio dire la cattiva distribuzione di reddito. Sostanzialmente i ricchi continuavano ad arricchirsi, mentre i poveri diventavano sempre più poveri. I ricchi tendevano a risparmiare le loro entrate e a investire questo denaro in beni di lusso o in azioni, mentre le classi più povere domandavano soprattutto beni primari come il cibo. Questo però provocava un'instabilità nel lato

¹³ Se l'effetto semplice della leva finanziaria (ROI-ROD) diventa negativo, allora si producono perdite e a quel punto si ottengono informazioni riguardo la convenienza o meno a ricorrere all'indebitamento.
A. MANELLI, R. PACE, *Finanza di impresa, De Agostino, Novara, 2009*

della domanda aggregata perché infatti quando poi scoppiò la crisi, tra tutte le problematiche risultanti, c'era il fenomeno della sovrapproduzione che si era originata per via dell'eccesso di offerta di beni essenziali, ovvero scorte che erano state prodotte. Sebbene le classi povere sostenevano in qualche modo questa domanda, allo scoppio della crisi ciò non fu più possibile. Perciò quelle scorte di beni che erano state prodotte, rimasero invendute e questo aggravò ancora di più la domanda aggregata che non fu più sufficiente a sostenere l'economia durante la grande depressione. Si era innescato un effetto a catena perché allo scoppio della crisi, molte aziende fallirono e si trovarono di conseguenza obbligate a licenziare il personale: ciò provocò una contrazione del reddito e quindi minor consumo. Altra causa può essere rinvenuta nella cattiva struttura societaria, in particolare delle holding e degli investment trusts. Questi ultimi correvano il rischio derivante dal principio della leva il quale poteva sì produrre ingenti guadagni, ma anche ingenti perdite. A riguardo delle holding, come sappiamo, controllavano le compagnie di gestione tramite l'emissione di obbligazioni che venivano sottoscritte da queste compagnie di gestione come forma di investimento. Le compagnie di gestione pagavano i dividendi ai propri azionisti tramite gli interessi che incassavano per la detenzione di obbligazioni. Quindi se le holding non riuscivano a soddisfare il pagamento degli interessi, le compagnie di gestione non potevano onorare di conseguenza il pagamento dei dividendi ai propri azionisti. Ciò effettivamente avvenne e portò al crollo di tutta la struttura che si tentò di salvare attraverso una riduzione degli investimenti: questo, a sua volta, provocava una riduzione degli utili.

Per di più, le entrate furono accantonate per far fronte al pagamento dei debiti e risulta quindi evidente come questo tentativo di salvataggio abbia contribuito ancora di più al fallimento e al conseguente collasso del sistema.

Una terza causa può essere individuata nella debolezza della struttura bancaria¹⁴. All'epoca c'era una concentrazione di capitale detenuto solo da grandi banche e quindi se si fossero venute a creare problematiche a livello finanziario (come effettivamente successe poi), l'intero sistema bancario sarebbe potuto crollare. C'era di mezzo la questione del credito facile che però non può essere considerata una vera e propria causa, dal momento che nel corso della storia ci sono stati altri periodi in cui ciò era possibile. Possiamo dire il "credito facile" ha posto le basi del boom in quanto esso prevede una procedura non rigida e diversa da quella contemporanea che al contrario si basa su tutta una serie di verifiche per prevenire il rischio di default del debitore.

Possiamo includere tra le cause anche lo stato incerto della bilancia dei pagamenti¹⁵. Gli Stati Uniti durante la prima guerra mondiale fecero le veci del paese creditore per eccellenza. Anche nel periodo successivo alla guerra continuarono ad esportare beni e servizi e per questo la bilancia dei pagamenti pendeva verso le esportazioni. Le banche statunitensi finanziavano, tramite aiuti economici, i paesi europei che stavano vivendo un periodo complicato con la nascita delle prime dittature e delle conseguenti politiche protezionistiche. Conseguentemente a ciò gli Stati Uniti divennero il paese maggiormente competitivo in termini di esportazioni riguardanti

¹⁴ J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo, Etas Kompass*, 1966, Milano, p.195.

¹⁵ La bilancia dei pagamenti è un documento contabile che registra, da un lato, i flussi monetari provenienti dall'estero e, dall'altro, i flussi monetari verso l'estero verificatisi in un determinato periodo di tempo.

beni e servizi. Contestualmente c'erano paesi che compravano più di quanto vendevano¹⁶. Questa eccedenza, in larga parte, fu coperta da cessioni d'oro agli Stati Uniti ma non poteva continuare a lungo. Le soluzioni che potenzialmente potevano essere prese in considerazione dai paesi debitori erano tre:

- aumentare le esportazioni verso gli Stati Uniti;
- diminuire le importazioni;
- venir meno agli obblighi dei passati prestiti.

Hoover eliminò subito la prima soluzione attraverso l'aumento delle tariffe e dei dazi doganali approvati nel 1930 ma questo portò a una diminuzione delle esportazioni americane. Questo atto fu approvato per incentivare e stimolare l'economia domestica e la domanda aggregata americana, ma il problema della bilancia dei pagamenti rimase irrisolto.

Infine si può considerare come altra causa il misero stato dell'informazione economica: questo è oggetto di una delle critiche di Galbraith dettata dalla presenza di asimmetria informativa tra chi è in possesso di informazioni complete e chi no.

¹⁶ Nel 1926 il saldo tra export e import era di 375 milioni mentre nel 1928 raggiunse un miliardo di dollari.

2.2) IL MECCANISMO DEL SISTEMA ECONOMICO

Ora andremo ad analizzare quello che è il meccanismo del sistema economico, le sue unità economiche e quindi il suo funzionamento che è in qualche modo influenzato dall'instabilità intrinseca che porta con sé il capitalismo. Il presente paragrafo si occuperà anche di esaminare la logica che guida i profitti e investimenti.

2.2.1) Le tre posizioni finanziarie

Può essere d'aiuto, per una miglior comprensione, citare quelle che erano le tre posizioni finanziarie vigenti assunte dalle varie unità economiche. Prima di iniziare questa disamina, è necessario fornire una panoramica del concetto di reddito lordo da capitale delle imprese, considerato un elemento cardine per il pieno apprendimento del meccanismo di crisi. Esso è uguale ai profitti lordi prima del pagamento delle imposte più l'interesse pagato sui debiti delle imprese.

Il reddito lordo da capitale è quindi la variabile chiave per investigare se e come la struttura finanziaria e dei vincoli che essa impone, possa sopravvivere nel tempo.

Per far sì che ciò avvenga, il reddito lordo da capitale atteso dovrebbe essere maggiore degli impegni totali di pagamento nel tempo dei debiti presenti nei libri contabili o che debbono esservi inclusi, affinché questo reddito da capitale sia

ottenibile¹⁷. Tale grandezza rispecchia la produttività dei beni capitali, l'efficacia della direzione, l'efficienza del lavoro e il comportamento dei mercati e dell'economia. La struttura del debito, invece, è l'eredità delle condizioni e delle decisioni di finanziamento passate. All'interno del sistema economico si distinguono tre posizioni finanziarie: coperta, speculativa e ultraspeculativa. La posizione coperta si ha quando il reddito lordo da capitale eccede di un determinato margine di sicurezza gli impegni di pagamento. Avendo fatto accenno al margine di sicurezza, è opportuno fornirne una definizione: può essere considerato come la differenza tra valore intrinseco dell'azione e prezzo di mercato dell'azione stessa. Va da sé che questo margine esisterà solo se la differenza sarà positiva¹⁸.

Attenendoci alla sola posizione coperta, se si capitalizzano le entrate date dai tassi d'interesse e gli impegni di pagamento, allora dalla differenza tra queste due componenti otterremo un risultato positivo perché il valore capitalizzato delle entrate sarà sempre superiore al valore capitalizzato degli impegni di pagamento. Ci sarà bancarotta solo quando le entrate saranno minori rispetto alle uscite perché questa condizione non può essere scardinata da innalzamenti di tassi d'interesse. Invece un'unità si trova in posizione speculativa quando, in alcuni periodi, sono gli impegni di pagamento di debiti ad eccedere il reddito lordo da capitale atteso¹⁹. Ciò avviene solo in certi periodi, perché l'investimento effettuato può riguardare attività rischiose e volatili, ma gestibili attraverso la copertura della differenza negativa tra entrate e

¹⁷ H. P. MINSKY, *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Einaudi, Torino, 1984, p.48.

¹⁸ Quindi tale grandezza rappresenta una garanzia in grado di giustificare l'acquisto perché se esiste un margine di sicurezza, allora l'investitore sarà protetto, dal momento che acquista un'azione ad un prezzo inferiore rispetto al suo valore intrinseco.

¹⁹ H. P. MINSKY, *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Einaudi, Torino, 1984, p.50.

costi effettuata mediante debito a breve. Per esempio quando un investitore acquista delle opzioni, può correre il rischio che il valore dell'attività sottostante non aumenti e quindi avrà effettuato solo il pagamento del premio iniziale senza però aver ottenuto un guadagno. La differenza con la posizione coperta è che in quest'ultimo caso l'operato delle unità dipende anche dal regolare funzionamento del mercato. Nello specifico, se aumentano i tassi d'interesse allora si dovranno rifinanziare le loro posizioni debitorie dal momento che si vengono a generare costi maggiori.

Infine abbiamo la posizione ultraspeculativa che si riferisce ad un'unità che decide di assumersi rischi estremamente elevati con l'obiettivo di ottenere guadagni altrettanto elevati. Questa posizione consiste nell'andare a soddisfare impegni di pagamento di debiti attraverso altri debiti che non generano reddito, ma incrementano ancora di più l'ammontare del debito in essere. Sono unità contraddistinte dalla particolare condizione in cui gli impegni di pagamenti dell'interesse non sono coperti dall'eccedenza delle entrate sui costi. Questa unità scommette su un profitto che possa essere in grado di compensare le perdite accumulate inizialmente; si dice che specula al rialzo. Così come nella posizione speculativa, tassi d'interesse alti e crescenti fanno aumentare il debito e possono trasformare posizioni finanziarie speculative in posizioni finanziarie ultraspeculative. Sono proprio queste posizioni finanziarie ad alimentare i boom speculativi che a loro volta alimentano la crescita dei prezzi delle attività. Il problema risiede nella crescita dei tassi perché questa manovra va ad abbattere il prezzo e quindi il margine di sicurezza, ma anche ad impedire di conseguenza il tanto desiderato apprezzamento. Ancora, i boom

speculativi possono essere causati da quelle situazioni in cui una parte degli impegni di pagamento viene coperta da un eventuale apprezzamento. Nella crisi del '29 gli speculatori speravano di guadagnare solo dagli aumenti di prezzo: non fu un caso che all'innalzamento dei tassi, essi continuarono comunque ad acquistare. Da ricordare il fatto che, all'aumento dei tassi, non corrispose una pronta diminuzione dei prezzi a causa di molteplici fattori come le politiche monetarie e fiscali in essere inadeguate e la rigidità dei prezzi.

2.2.2) Il funzionamento del sistema economico

Il funzionamento del sistema economico è sostanzialmente costruito sul concetto di investimento: questo è determinato dal prendere e dal dare in prestito, nonché dalle variazioni degli interessi azionari²⁰. Gli accordi di finanziamento entrano nel processo di investimento in una serie di momenti: la determinazione dei prezzi sia delle attività finanziarie che dei beni capitali da un lato, l'approvvigionamento di contante per la spesa degli investimenti dall'altra.

La moneta, pertanto, diventa fondamentale nella costruzione del rapporto tra finanziamento e tassi d'interesse, dove se aumenta la domanda di finanziamento segue un innalzamento dei tassi ed un accrescimento delle innovazioni finanziarie.

²⁰ H. P. MINSKY, *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Einaudi, Torino, 1984, p.10.

Le imprese, protagoniste del sistema economico, gestiscono i flussi di moneta, i quali raccontano:

- se le passate decisioni di investimento sono state corrette;
- se i fondi accumulati possono o non soddisfare gli impegni di pagamento in prossimità di scadenza;
- le condizioni e la determinazione dell'investimento e finanziamento.

L'andamento del sistema è quindi basato sulla criticità della relazione tra gli impegni di pagamento dei debiti delle imprese e le entrate delle imprese frutto delle attività produttive correnti e della soddisfazione dei contratti. Ancora, la relazione tra le entrate di contante e gli impegni di pagamento determina l'andamento dell'investimento e quindi dell'occupazione, della produzione e dei profitti.

La maggior parte delle attività di investimento è data da rapporti di finanziamento in cui il debito totale a breve termine aumenta, in quanto l'interesse delle somme di denaro prese in prestito precedentemente eccede il reddito ottenuto dalle attività. È quello che l'autore definisce "finanziamento speculativo", cioè le situazioni in cui alti tassi di interesse crescono in maniera rapida. Il proliferare di tale genere di forma di finanziamento porta, con alte probabilità, ad una situazione di crisi finanziaria o alla richiesta di interventi di rifinanziamento mirati al ripristino delle condizioni ottimali.

Nei periodi successivi non si sono poi verificate gravi depressioni solo per il ruolo svolto dalla Riserva Federale come prestatore di ultima istanza e per i disavanzi del settore pubblico.

Proseguendo a ricorrere a finanziamenti di breve termine, per finanziare i debiti precedentemente contratti, i tassi di interesse di breve e lungo termine aumenteranno, diminuendo così il valore dei beni capitali.

Ecco che si assiste all'innescarsi di un circolo vizioso: il minore valore di beni capitali conduce ad una diminuzione degli investimenti, i tassi di interesse crescono, facendo aumentare i costi dei finanziamenti, i profitti si riducono e il prezzo delle azioni si riduce.

Una drastica diminuzione dei profitti corrisponde ad un abbassamento delle disponibilità liquide, con conseguente difficoltà di imprese ed istituzioni a mantenere solida la posizione di solvibilità. Se siamo in presenza di un periodo caratterizzato da livelli di incertezza e euforia alti, allora potrebbe accrescersi la disposizione delle istituzioni finanziarie ad acquistare attività intraprendendo trasformazioni di portafoglio che riducono la liquidità. Se aumenta la domanda di investimenti, i tassi crescono e l'espansione potrebbe generare un'esplosione inflazionistica.

L'intervento quindi del prestatore di ultima istanza può evitare la situazione di crisi e di fallimenti a cascata.

2.2.3) Instabilità del sistema finanziario

In questo paragrafo si andranno a elencare e dare una spiegazione a tutti quei fattori che generano instabilità; si analizzeranno anche le situazioni che possono portare questa condizione.

A metà capitolo si erano citate le tre posizioni finanziarie, ognuna delle quali portava con sé una condizione più o meno determinante di questa instabilità. Si può dire con estrema sicurezza che se le unità economiche operano in una posizione coperta, allora non ci saranno gli estremi per parlare di instabilità. Tali unità si possono trasformare in unità che operano in posizione speculativa solo se il loro reddito peggiora. Invece le posizioni finanziarie speculative non solo sono suscettibili al deterioramento del reddito, ma anche alle condizioni dei mercati finanziari. Se i tassi si alzano, potrebbero trasformarsi in unità che operano in posizione finanziaria ultraspeculativa. Quest'ultima posizione determina instabilità perché la sua sopravvivenza dipende dai tassi di sconto, dai flussi di contante futuri e dalle aspettative correnti sui prezzi futuri dei beni capitali che a loro volta dipendono dai profitti prodotti in futuro. Quindi si può affermare che l'instabilità/fragilità del sistema è direttamente proporzionale all'aumentare delle posizioni speculative e ultraspeculative.

Keynes, nella Teoria Generale, cerca di spiegare l'instabilità finanziaria come se fosse una conseguenza della percezione incerta degli operatori al mercato²¹. Quindi i mercati non sempre riflettono la situazione economica reale, ma una determinante chiave sono le aspettative degli investitori. Egli afferma che l'euforia speculativa, che

²¹ Se aumenta l'incertezza, gli operatori potrebbero preferire la detenzione di moneta piuttosto che l'investimento in asset rischiosi in cui sarebbero stati fissati tassi più alti. Questo porta a una riduzione degli investimenti e di conseguenza accresce il rischio di una mancata progressione in termini di crescita economica e di occupazione. Se si fossero alzati i tassi anche sulle attività sicure, allora si sarebbero venute a creare forti pressioni sulle istituzioni finanziarie.

tanto caratterizzò gli anni Venti, è una variabile da considerare. Essa è in grado di sopravvalutare il reale valore della singola azione che verrà acquistata successivamente ad un prezzo “gonfiato”. Quando però queste aspettative non si realizzano, il panico può iniziare facilmente a dilagare e portare ad una vendita massiccia dei vari asset. Il capitalismo è intrinsecamente incline ai boom e alle crisi perché per poter finanziare il ritmo crescente dell’investimento, sono necessari tassi crescenti con tutte le complicità che abbiamo già descritto.

Ci sono diverse situazioni da analizzare: in un periodo economicamente tranquillo, c’è una maggior propensione a concedere prestiti e quindi ad investire: in conseguenza a ciò le imprese tendono ad indebitarsi sempre di più e il loro rapporto di indebitamento potrebbe aumentare rispetto ai profitti lordi. Se ciò avviene, l’impresa potrebbe avere difficoltà nell’andare a rimborsare il debito, e quindi considerando l’impatto che tutta la totalità delle imprese potrebbe avere, risulta evidente il motivo per cui il sistema diventa così fragile. L’economia capitalista, essendo intrinsecamente instabile, può presentare dei periodi di espansione e contrazione che si avvicendano all’interno di uno stesso ciclo. Se siamo in presenza di una assenza di denaro, ci potrebbe essere la necessità di vendere attività, ma se questo avviene, il prezzo scende e ciò può generare una crisi di deflazione da debito. Oppure se si verifica un eccesso di offerta di moneta, i prezzi aumentano, i tassi si riducono e questo produce un nuovo stimolo d’investimento²².

²² Questo è spiegato dall’equazione di Fisher: $M \times V = P \times Q$, se M aumenta più che proporzionalmente rispetto a Q e V rimane costante, allora per mantenere l’equilibrio, P tende a crescere.

Dopo l'analisi delle circostanze che generano instabilità, si può ora passare allo studio delle condizioni che caratterizzano la stabilità, i suoi attributi e i relativi vincoli. Ci sono due attributi fondamentali ai quali se ne può aggiungere un terzo. Il primo riguarda una necessaria presenza di una stretta correlazione tra flussi di contante contrattuali e abituali. I primi sono regolati da contratti e possono includere per esempio contratti di affitto o rate di un mutuo, quindi pagamenti e entrate regolari con scadenze e importi predefiniti. Invece i flussi abituali si riferiscono a quelle attività che comportano entrate e pagamenti che assicurano il compimento del ciclo operativo dell'impresa. Quello che l'autore intende dire con questo primo attributo è che ogni impresa deve predisporre di una corretta sincronizzazione tra i vari flussi di contante affinché possa adempiere ai propri obblighi consentendogli di mantenere l'equilibrio economico-finanziario. Il secondo attributo è rappresentato dal peso che hanno le attività che possono essere vendute e quindi convertite in contanti, e le attività che possono essere impegnate ovvero utilizzate come garanzia per ottenere dei finanziamenti. Per avere una rappresentazione migliore di quello che è il secondo attributo, possiamo ragionare in termini di importanza che hanno queste attività²³. Inoltre Galbraith suggerisce un'altra informazione importante, ovvero il valore contabile; se queste attività vengono vendute o impegnate al loro valore contabile, la situazione allora giova all'azienda mentre se il valore di mercato fosse inferiore rispetto al valore contabile significa che l'azienda si trova costretta a vendere un'attività a un prezzo minore - quindi genera una svalutazione - oppure potrebbe

²³ Tali attività determinano la solidità finanziaria dell'azienda perché danno una esplicazione sulla capacità dell'azienda di generare liquidità e di ottenere finanziamenti.

trovare difficoltà a richiedere finanziamenti alla cifra a cui corrisponde il valore contabile. Sempre relativamente alla stabilità, possiamo citare due vincoli che ogni organizzazione economica dovrebbe avere per garantire il corretto funzionamento ed equilibrio: solvibilità e liquidità. Si dice che un'unità è solvibile quando il suo valore patrimoniale netto è positivo²⁴. La solvibilità è la capacità di un'azienda a far fronte ai propri debiti di lungo termine. Quindi secondo quest'ottica, l'azienda dovrebbe prestare attenzione al rapporto tra debiti e patrimonio netto che misura l'ammontare del finanziamento tramite debiti rispetto ai mezzi propri. Anche la realizzazione di profitti può incidere nella solvibilità dell'azienda, in quanto essi possono essere destinati a coprire gli interessi passivi. Invece la liquidità consiste nella capacità dell'azienda a far fronte agli impegni di pagamento di breve termine; quindi occorre considerare di fondamentale importanza, per il concetto di liquidità, le attività liquide come la cassa, conti correnti e crediti esigibili a breve termine. La solvibilità e la liquidità sono due vincoli interconnessi perché una mancanza di liquidità può derivare da un problema di solvibilità. Potrebbe però verificarsi che per mancanza di contante quindi di liquidità, si decida di vendere attività, ma se si vendono attività si verifica una caduta dei prezzi e il valore patrimoniale netto crolla. In particolare la solvibilità potrebbe essere minacciata da una politica restrittiva introdotta dalla banca centrale, la quale quindi sarà costretta a rinunciare alla sua manovra.

²⁴ H. P. MINSKY, *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Einaudi, Torino, 1984, p.205.

2.3) CONSEGUENZE DEL CROLLO

Le conseguenze del crollo della borsa di Wall Street furono a dir poco drammatiche; tralasciando per un attimo e riprendendo in seguito tutte le conseguenze riguardanti l'ambito economico, non possiamo non citare i numerosi suicidi che si verificarono negli Stati Uniti a partire dal 1929 fino al 1934. I dati riportano 1331 suicidi in ottobre, 1344 in novembre, questo solamente nel 1929²⁵. Sotto c'è una tabella riportante il numero dei suicidi per 100.000 abitanti in due zone: una è la maggioranza del paese e l'altra è l'area di New York.

NUMERO DI SUICIDI PER 100.000 ABITANTI		
1925-34		
Anno	Per l'area di registrazione *	Per New York City
1925	12.1	14.4
1926	12.8	13.7
1927	13.3	15.7
1928	13.6	15.7
1929	14.0	17.0
1930	15.7	18.7
1931	16.8	19.7
1932	17.4	21.3
1933	15.9	18.5
1934	14.9	17.0

* L'area di registrazione è la parte del paese (la maggioranza di esso) in cui le cause di morte sono debitamente registrate. I dati sono presi da *Vital Statistics: Special Reports, 1-45, 1935*, Washington (Dipartimento del commercio, Ufficio censimento) 1937.

Figura 2.1 Numero di suicidi per 100.000 abitanti 1925-34

Inoltre molti economisti ritengono che il crollo ebbe effetti ben più rilevanti sulle malversazioni che sui suicidi. La malversazione è quel reato commesso da chi

²⁵ J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, Etas Kompass, Milano, 1966, p.150.

impiega indebitamente somme di denaro o cose altrui. Ciò veniva praticato sia da chi giocava in borsa, sia da funzionari e impiegati dello Stato. Nei periodi di depressione, aumentarono i controlli sul denaro e vennero disposte delle revisioni di conti e grazie a questa maggior prudenza, tutti i casi di malversazione vennero scoperti.

Le conseguenze che andremo ad analizzare fanno parte del filone della grande depressione, periodo di crisi che si susseguì quasi per un decennio, caratterizzato da notevoli fattori negativi come fallimenti bancari, deflazione e riduzione del commercio legale. In questo paragrafo andremo ad analizzare ciascuno di questi fattori e anche le politiche che vennero messe in atto dal governo degli Stati Uniti come forma di intervento. Con il crollo della borsa, tutto il sistema bancario e societario andò in ginocchio, perché oltre alle ripercussioni che ogni sistema istituzionale dovette affrontare, tutti i guadagni ottenuti dalle negoziazioni in borsa furono persi e questo aggravò notevolmente le difficoltà interne.

Ci fu un'erosione della fiducia, che da elemento determinante dell'euforia speculativa divenne un fattore negativo per gli investment trusts. La gente non si fidava più delle istituzioni che avevano registrato perdite per via dell'effetto della leva finanziaria e questo faceva tendere il loro comportamento al risparmio. La scarsa fiducia generalizzata promuoveva un alto rischio di contaminazione in termini di fallimento: infatti nei mesi della crisi si verificarono centinaia di fallimenti a catena delle banche a causa anche della cosiddetta corsa agli sportelli.

Nel momento in cui gli investitori percepivano dei rischi, si generava un'ondata di panico finanziario che li faceva precipitare immediatamente in banca a richiedere il proprio denaro e questi venivano seguiti anche da depositanti di altre banche.

Le banche furono travolte da fallimenti causati dal default dei vari debitori che avevano richiesto prestiti per operare in borsa, ma nel momento in cui avvenne il crollo, ci fu una perdita di valore data dalla diminuzione dei prezzi che impedì gli investitori di rimborsare le banche. Quindi molte banche fallirono²⁶, quelle che rimasero in vita decisero di non concedere più con la stessa facilità i prestiti e questo colpì soprattutto le imprese che quindi non riuscirono più a promuovere i loro progetti d'investimento per incentivare la crescita economica. Come sappiamo la domanda che viene finanziata mediante debito corrisponde all'investimento.

L'investimento produce profitto, ma se la conseguenza di una crisi finanziaria è la riduzione della domanda di finanziamento, allora anche i profitti si riducono. Alcune imprese, a causa della diminuzione della domanda e delle mancate concessioni di finanziamenti, iniziarono a fallire o anche a ridurre la produzione ma ciò provocò una devastante esplosione di disoccupazione causata dall'elevato numero di licenziamenti. Ci fu perciò una diminuzione del reddito proveniente anche dalle perdite borsistiche che erano state conseguite dalle famiglie, le quali avevano investito i loro risparmi nel mercato azionario. Sappiamo che se la domanda diminuisce, i prezzi crollano originando deflazione che a sua volta limita la crescita di salari. Il periodo negativo si prolungò fino al 1933, quando Franklin Delano

²⁶ Nei primi sei mesi del 1929, 346 banche fallirono con una massa di depositi complessiva di quasi 115 milioni di dollari), *J. K. GALBRAITH, Il grande crollo, Etas Kompas, Milano, 1966, p.195.*

Roosevelt (presidente degli USA dal 1933 al 1943) per cercare di risolvere le dannose conseguenze, annunciò il New Deal.

Celebre è la frase di Roosevelt che è in linea con il suo piano: *“la sola cosa di cui dobbiamo aver paura è la paura stessa, l’irragionevole ingiustificato terrore senza nome che paralizza gli sforzi necessari a convertire la ritirata in progresso”*.

Il new deal è un programma di politica economica volto a riaffermare ed alimentare la domanda aggregata, che metteva al primo posto il ruolo dello Stato. Esso doveva porre fine all’inazione del governo americano, il quale invece iniziò a ricoprire un ruolo fondamentale nell’economia per incentivare lo sviluppo del Paese. Secondo Roosevelt, il fenomeno della disoccupazione doveva essere risolto il prima possibile perché dal 1929 stava mietendo numerose “vittime”. Questo poteva essere risolto attraverso lo stanziamento di fondi che dovevano essere reinvestiti nella costruzione di edifici o infrastrutture (dighe, ponti, strade) che avrebbero poi garantito nuovi posti di lavoro. Per esempio, capolavoro simbolo del successo di Roosevelt, fu la stipula del Tennessee Valley Authority Act, un atto che diede vita all’azienda che oggi è considerata la più grande della nazione intera, in termini di fornitura di energia elettrica. Questa novità risollevò tutta la valle del Tennessee che ai tempi del ’29 fu una delle zone più colpite dalla Grande Depressione. Roosevelt attuò anche riforme per regolamentare il settore industriale: diminuì la concorrenza, tutelò maggiormente i diritti dei lavoratori attraverso i primi sistemi di garanzia che introdussero l’indennità di disoccupazione e di vecchiaia e poi predisposero degli aiuti per le famiglie con figli a carico. Terminò il proibizionismo e con questo riprese per

esempio la vendita di alcolici, fattore da non sottovalutare visto l'enorme contributo per le entrate dello Stato. Inoltre il programma includeva una nuova

regolamentazione del sistema finanziario promossa dal Glass-Steagall act nel 1933.

Tale riforma era incentrata su due punti:

-separazione tra le banche commerciali, che svolgevano le solite attività bancarie (raccolta di depositi) e banche d'investimento autorizzate solo alle attività di investimento;

- prevenire eventuali corse allo sportello per ridurre il rischio di panici finanziari.

L'obiettivo era quello di evitare che gli effetti di un eventuale fallimento

dell'intermediario intaccassero le banche commerciali e quindi impedire l'effetto a

cascata su tutto l'orizzonte bancario. La logica era stata pienamente azzeccata infatti

quando tale provvedimento fu abrogato nel 1999, la crisi dei mutui subprime dilagò

proprio per l'assenza di una qualche tipo di regolamentazione rintracciabile per

esempio in quella del Glass-Steagall act.

CAPITOLO 3

POTREBBE RIPETERSI?

Quello che ora il presente studio andrà ad esaminare sarà la prospettiva storica del periodo post-seconda guerra mondiale, il cambiamento del sistema economico e i motivi per i quali non si è più assistito a nessuna crisi finanziaria fino al 2008 o

meglio fino al 1966, anno in cui la crisi fu evitata in seguito all'intervento della Federal Reserve.

3.1) LA PROSPETTIVA STORICA

Come da suddetta introduzione, l'analisi verterà sul periodo successivo alla seconda guerra mondiale, precisamente il ventennio dal 1948 al 1966. In sostanza si tratta di un arco temporale relativamente tranquillo, caratterizzato da tassi di inflazione modesti, bassi tassi di disoccupazione e crescita economica apparentemente rapida²⁷. Per tutta la ricchezza che si era accumulata dopo la guerra, sarebbe potuta esplodere una spirale inflazionistica che invece fu evitata dal ricordo e dall'esperienza negativa di venti anni prima.

Ci fu invece una crescita graduale, incentivata dal conservatorismo che imprese, famiglie e istituzioni finanziarie tendevano a seguire; queste talvolta quasi esitavano a chiedere prestiti, c'era in generale una maggiore prudenza che era in contrasto con l'euforia che aveva portato quella speculazione malata osservata in precedenza.

La domanda interna comunque aumentò, ma fu sostenuta in primis dalle politiche fiscali espansive (aumento della spesa pubblica) e dalle regolamentazioni. Sicuramente la speculazione non fu limitata solo dall'esperienza vissuta nella Grande depressione ma anche dal già citato Glass-Steagall act.

²⁷ H. P. MINSKY, *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Einaudi, Torino, 1984, p.5.

All'inizio degli anni '60 si cominciò a percepire che il peggio era passato e che la paura era un solo lontano ricordo. Perciò le unità economiche, in seguito all'allentamento delle regolamentazioni, iniziarono a promuovere una spesa finanziata con il debito e quindi il rapporto tra debiti e redditi salì, andando nuovamente a appesantire la struttura finanziaria e a porre le basi per una nuova crisi. Considerando anche il periodo storico contraddistinto da tensione geopolitiche (Guerra Fredda e conflitto in Corea), la finanza pubblica era decisamente sotto pressione.

Infatti secondo Minsky, l'aumento dei finanziamenti mediante debito comporta un leverage crescente per le imprese, che è senza alcun dubbio un aspetto che a lungo termine porta estrema fragilità in seguito alle variazioni dei tassi d'interesse. L'aumento dei finanziamenti è caratteristica preponderante dei periodi di crescita economica ed è per questo che Minsky parla di paradosso della tranquillità. Minsky, inoltre, si rivela a favore dell'intervento dello stato ed è contrario ad una politica di laissez faire intrapresa volontariamente per esempio dalla Federal Reserve negli anni che precedevano la crisi del 1929.

La dottrina economica vuole che l'intervento pubblico dello Stato abbia a cuore diversi punti:

- sostenere la domanda effettiva;
- sostenere i profitti lordi delle imprese;
- evitare crisi di liquidità tramite l'emissione di titoli pubblici.

Tutto questo deve essere accompagnato da una solida ed adeguata politica monetaria della Banca Centrale, anche se queste tipologie di interventi non riescono a controllare l'occupazione e la stabilizzazione dei prezzi. Esamineremo meglio in seguito il ruolo di prestatore di ultima istanza svolto dalla Banca centrale.

3.2) IL CAMBIAMENTO DEL SISTEMA ECONOMICO

Prima di elencare le differenze tra economie appartenenti a periodi diversi, è importante spiegare la concezione che Minsky aveva riguardo il concetto di disavanzo del settore pubblico. Tale grandezza economica si viene a formare nei momenti in cui le spese del governo superano le entrate. Quindi stando a questa definizione, sembrerebbe raffigurare qualcosa di negativo; in realtà per Minsky il disavanzo è rappresentato come una grandezza in grado di contribuire al mantenimento della stabilità economica. Questo si viene a produrre quando per esempio lo Stato decide di aumentare la spesa pubblica in risposta a una domanda aggregata bassa, a tassi di disoccupazione elevati o più in generale a periodi di recessione economica. Il settore pubblico assume lavoratori, acquista prodotti e effettua spese per trasferimenti²⁸. Aumentando la spesa pubblica o anche riducendo le tasse, la domanda aggregata viene stimolata perché i consumi o gli investimenti aumentano. Chiaramente non si può eccedere in questo tipo di intervento espansivo dal momento che si potrebbe incorrere nel rischio di una crescita del debito pubblico.

²⁸ H. P. MINSKY, *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Einaudi, Torino, 1984, p.66

Ora avendo sottolineato tale aspetto, che come vedremo sarà distintivo nell'economia del secondo dopoguerra , possiamo evidenziare alcune differenze sotto tre punti di vista:

- 1) nell'economia del secondo dopoguerra, il disavanzo del settore pubblico è molto più grande;
- 2) esiste un ampio debito pubblico con la crescita del disavanzo e questo pone un limite alla liquidità;
- 3) la Federal Reserve è più preparata e pronta ad intervenire come prestatore di ultima istanza, funzione che impedisce il crollo delle attività finanziarie e di conseguenza una crisi finanziaria²⁹.

Il testo di Minsky “Potrebbe ripetersi”, riporta dei dati riguardanti il cambiamento di alcune misure economiche dal 1929 al 1962.

²⁹ H. P. MINSKY, *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Einaudi, Torino, 1984, p.9.

Tabella 2.

Rapporto passività-reddito. Settore delle società non finanziarie e settore dei consumatori (1922-29 e 1948-62).

	1922	1929	1948	1957	1962
Rapporto passività-reddito delle società	5,701	6,082	3,56	4,97	4,66
Rapporto passività-reddito dei consumatori	0,3811	0,6214	0,273	0,561	0,694

Tabella 3.

Tassi di crescita dei rapporti passività-reddito. Settore delle società non finanziarie e settore dei consumatori (1922-29 e 1948-62).

	Intervalli			
	1922-29	1948-57	1957-62	1948-62
Settore delle società non finanziarie	0,9	3,8	-1,3	1,9
Settore dei consumatori	7,2	8,4	4,3	6,9

Fonti per le tabelle 2 e 3: 1922, 1929: R. GOLDSMITH, *A Study of Saving in the United States*, Princeton University Press, Princeton 1956, tabelle N-1, W22, W31; 1948, 1957: FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Flow of Funds/Savings Accounts 1946-60*, Supplemento 5, dicembre 1961, tabelle 4 e 8; 1962: «Federal Reserve Bulletin», aprile 1963, *Flow of Funds/Savings Tables*.

Figura 3.1 Rapporto passività-reddito (1922-29 e 1948-62)

Figura 3.2 Tassi di crescita dei rapporti passività-reddito (1922-29 e 1948-62)

I rapporti passività-reddito sia delle società non finanziarie sia delle famiglie crebbe durante le espansioni avvenute tra il 1922-1929 e tra il 1948-1962. Dato da sottolineare è il maggior rapporto del debito-reddito delle famiglie nel 1962 piuttosto che nel 1929; il motivo è l'aumento dell'indebitamento privato delle famiglie.

Non solo, risulta evidente anche il maggior tasso di crescita del settore delle società non finanziarie nel secondo e quarto intervallo piuttosto che l'intervallo 1922-29.

A partire dal 1956, le banche iniziarono a scambiarsi liquidità tra di loro tramite le cosiddette transazioni overnight. In sostanza le banche che presentavano un eccesso

di liquidità potevano prestare liquidità a brevissimo termine (una notte) a banche con difetto di liquidità. Soprattutto, in presenza di riserve libere negative³⁰, le banche che depositavano avrebbero dovuto pagare un certo interesse, invece con queste transazioni, esse ottenevano un guadagno. Al contrario, per le banche che presentavano un difetto di liquidità, questo sistema delineò una strategia non incentrata sulla vendita di attività o sulla richiesta di denaro presso la sua banca della Federal Reserve.

Il tasso d'interesse interbancario non è mai maggiore del tasso di sconto per diversi motivi:

-la Banca Centrale tende a fissare tassi più alti così che il costo sia maggiore e venga quindi scoraggiato questo canale di finanziamento. Richiedere liquidità alla banca centrale può essere percepito come una forma di difficoltà e il livello di fiducia tra le banche potrebbe diminuire;

-sempre la banca centrale, essendo la prestatrice di ultima istanza, fissa volontariamente un tasso di sconto maggiore per spingere le banche ad operare nel mercato interbancario e dare priorità al suo canale di finanziamento in caso di emergenza.

Per di più c'è stato il passaggio dal modello bancario "originate and hold" al modello "originate and distribuite". La differenza sta nella responsabilità che le banche decidono di assumersi in termini di rischio di insolvenza dei debitori. Le banche non

³⁰ Le riserve libere sono le riserve in eccesso meno le somme prese a prestito dalle banche della Federal Reserve. In genere, le Banche centrali possono incentivare l'utilizzo delle riserve libere fissando tassi d'interesse positivi, altrimenti con tassi d'interesse negativi, vengono stimolati utilizzi alternativi dal momento che stanno a indicare presenza di costi per le banche.

svolgono più un ruolo di selezioni dei progetti di investimento, ma scaricano questi rischi attraverso cartolarizzazioni oppure decidono di coprirsi tramite gli strumenti derivati. Cioè, mentre prima la banca che originava prestiti, li manteneva in bilancio fino alla scadenza, ora la banca seleziona i vari debitori, ma poi trasferisce ad altri il prestito andando a recuperare la liquidità che era stata precedentemente conferita. Quindi senza il modello “originate and hold” e senza la suddivisione tra banche commerciali e di investimento prevista dal Glass-Steagall act, l’economia trovò terreno spianato per incorrere in nuove crisi come quella del 2008.

Solo dopo la crisi del 2008, venne ripristinata questa distinzione con la nuova impostazione del narrow banking che si oppose alla banca universale che presupponeva, oltre all’unione tra la funzione creditizia e monetaria, anche delle misure volte alla deregolamentazione il cui obiettivo era semplicemente l’efficienza dei mercati e degli intermediari.

Così De Grauwe nel 2008 si impose ristabilendo il modello del narrow banking che sostanzialmente si attuava in cinque punti³¹:

- 1) gli intermediari finanziari devono scegliere tra lo status di banche d’investimento e di banche commerciali;
- 2) le narrow banks sono banche commerciali che raccolgono depositi dall’Economia e da altre banche e possono trasformarli in prestiti con scadenze più lunghe.

In questo caso si parla sia della tradizionale funzione monetaria sia della funzione creditizia ma ristretta entro certi limiti;

³¹ P. ALESSANDRINI, *Economia e politica della moneta*, Il Mulino, Bologna, 2021, p.320.

- 3) le banche commerciali non possono intraprendere attività di investimento in azioni, derivati o altri prodotti finanziari strutturati;
- 4) queste attività finanziarie, dal momento che presentano un rischio maggiore, vengono riservate alle banche d'investimento;
- 5) le banche d'investimento devono finanziarsi con passività che hanno la stessa durata delle attività, per rispettare il principio della correttezza temporale.

3.3) IL RUOLO DI PRESTATORE DI ULTIMA ISTANZA

In questo paragrafo si andrà a citare l'importanza del ruolo di prestatore di ultima istanza, di come la Federal Reserve sia riuscita a proteggere l'economia da un altro disastroso crollo. Daremo ora un accenno alle cause della crisi creditizia del 1966 che è stata scongiurata in larga parte dal pronto intervento della Federal Reserve. Si può dire che la crisi è originata a partire dagli anni '60, quando era risorta quell'ebbrezza speculativa che aveva ridato vita a una spirale inflazionistica. Proprio in questi anni si è assistito alla creazione di due strumenti finanziari che contribuirono a generare un' inflazione crescente: certificati di deposito e carta commerciale.

Il primo si configura come una forma di deposito vincolato emesso dalle banche come forma di finanziamento e sottoscritto da investitori con l'aspettativa di un tasso d'interesse. Le banche aumentarono l'emissione di questi strumenti approfittando dei bassi tassi d'interesse per ottenere liquidità.

La carta commerciale è uno strumento di debito a breve termine utilizzato dalle imprese per finanziare fabbisogni di capitale circolante.

Si presenta come un pagherò cambiario non garantito ed è proprio questa assenza di garanzie che lo rende uno strumento esclusivamente emesso da grandi imprese. Il tasso d'interesse emesso a favore del creditore riflette il rischio dell'emittente che sarà quindi basso come conseguenza della grandezza e sicurezza trasmessa dalle imprese preposte per questa emissione. Tuttavia per contrastare l'inflazione, la Federal Reserve mise in atto una politica restrittiva e a causa di questo, le istituzioni che emettevano questi strumenti dovettero aumentare i tassi per mantenere ancora inalterata l'attrattività intorno a tali strumenti. Per quanto riguarda i certificati di deposito, l'aumento dei tassi incrementò il costo che le banche dovettero sostenere andando di conseguenza ad appesantire il bilancio. Per di più i depositanti non accettarono le condizioni imposte dalle banche e quindi decisero di non rinnovare i loro investimenti. Anche sulla carta commerciale, gli investitori richiesero tassi d'interessi più alti, ma ciò mise in difficoltà molte aziende, le quali per superare questo momento, si rivolsero alle banche per ottenere credito. Però anche le banche a causa della situazione sopra descritta, non ebbero i fondi per poter aiutare le imprese e tutto ciò non fece altro che aggravare la crisi. Perciò la Federal Reserve dovette aggiustare la sua politica restrittiva e decise di intraprendere misure volte all'immissione di maggior liquidità. Questa misura fu senz'altro fondamentale. E' proprio qui che si delinea il ruolo di prestatore di ultima istanza. E' questa la funzione

principale di qualsiasi Banca Centrale, rappresenta l'ultima soluzione a cui il sistema economico può affidarsi per evitare il peggio.

Un accorgimento su cui la Banca Centrale dovrebbe focalizzarsi è la tempestività, cioè attendere che le imprese non solvibili falliscano, ma intervenire prima che il panico dilaghi e abbatta anche le imprese solvibili. Un intervento troppo preventivo inflazionerebbe il sistema, mentre se fosse tardivo, risulterebbe inutile.

Per quanto riguarda la quantità della liquidità da immettere, ovviamente dipende dall'impatto della crisi e dai soggetti coinvolti. Kindleberger afferma che «troppo è meglio che troppo poco»³² poiché l'eccesso di liquidità può essere riassorbito in un secondo momento.

Secondo Bagehot³³, la banca centrale non deve avere limitazioni quantitative, bensì qualitative. Vediamo però quali sono oggi i limiti che ogni banca centrale deve considerare:

-limitazioni quantitative perché la liquidità da immettere deve essere dosata per evitare il sorgere dell'inflazione soprattutto in presenza di bassi tassi d'interesse;

-limitazioni qualitative perché la banca centrale non può addossarsi il rischio derivante da titoli di scarsa liquidità e logicamente se si abbassa la qualità, viene richiesta una quantità maggiore;

³² C. KINDLERBERGER, *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, Roma-Bari, 1991

³³ Bagehot fu un giornalista che trattò tematiche attinenti alla politica e all'economia. Egli ebbe il merito di aver ideato lo strumento del prestatore di ultima istanza, ma fu anche colui che invertì la tendenza dei banchieri a tesaurizzare le riserve proprio nel momento di estrema necessità.

-ultimo limite è rappresentato dalla disponibilità di titoli a garanzia che le banche devono offrire alla banca centrale in cambio di liquidità³⁴.

L'azione del prestatore di ultima istanza è comunque temporanea e effettuabile solo in casi di estrema necessità e urgenza. Viene svolta temporaneamente perché le istituzioni finanziarie potrebbero confidare eccessivamente nel sostegno offerto dalla banca centrale quindi si potrebbero venire a creare episodi di azzardo morale.

La sua attuazione richiede la presenza di urgenza perché la Banca Centrale deve riuscire a preservare la sua reputazione e credibilità di fronte al pubblico, in nome della sua funzione da prestatore di ultima istanza.

CONCLUSIONE

Dopo aver analizzato il crollo della borsa di Wall Street, le relative conseguenze e aver percorso i principali cambiamenti avvenuti nel sistema economico lungo il corso della storia, si può sostenere che non sempre “la storia ci insegna” può essere considerata un'affermazione veritiera e realistica.

Pur essendo due fenomeni avvenuti a distanza di quasi ottant'anni, la crisi del 1929 e quella del 2008 presentano dinamiche comuni come l'eccessiva fiducia ed euforia speculativa, e la mancanza di una regolamentazione adeguata. Tuttavia il pronto

³⁴ P. ALESSANDRINI, *Economia e politica della moneta*, Il Mulino, Bologna, 2021

intervento messo in atto dalla Banca Centrale Europea e dalla Federal Reserve per prevenire conseguenze irreversibili rappresenta qualcosa di innovativo a differenza del 1929, dove invece la speculazione perpetuò sulla stessa lunghezza d'onda, senza tenere conto dell'impatto devastante che si sarebbe dovuto affrontare. Nonostante l'attuazione di misure non convenzionali, come il quantitative easing volta all'acquisto di titoli pubblici qualitativamente scarsi, di cartolarizzazioni e dei vari strumenti derivati, l'intervento fu più complicato del previsto e si rese necessario un aiuto internazionale.

Nell'economia moderna, la Fed più volte ha attenuato l'allarme di crisi da deflazione da debito, infatti le politiche fiscali espansive da lei attuate, e gli stabilizzatori automatici, portano a massicci disavanzi del settore pubblico che vanno a sostenere la diminuzione di reddito aumentando i profitti³⁵. Una volta che l'economia si riprende dalla recessione, la ripresa potrebbe alimentare un boom inflazionistico.

Le crisi ci insegnano purtroppo che il sistema finanziario è intrinsecamente instabile e vulnerabile ai boom speculativi perciò essendo intrinseco il problema, quando le BC cercano di limitare l'espansione del capitalismo verso l'alto, non riescono ad attenuare il meccanismo, bensì lo interrompono. Con questa interruzione, i prezzi calano bruscamente portando a una riduzione della domanda di finanziamento perché la restrizione monetaria agisce attraverso tassi d'interesse crescenti, ma anche attraverso l'immissione di incertezza nel sistema. Ciò diminuisce gli investimenti, la domanda aggregata e pone fine alle aspettative inflazionistiche³⁶.

³⁵ H. P. MINSKY, *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Einaudi, Torino, 1984, p.106.

³⁶ H. P. MINSKY, *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Einaudi, Torino, 1984, p.119.

Ora che si è posta l'attenzione su queste ultime questioni di fondamentale importanza, ci si può concentrare su ciò che può essere utile per il futuro delle economie. Innanzitutto la deregolamentazione incalzante ha fatto sì che i boom speculativi trovassero terreno fertile su cui espandersi. Da non tralasciare è il comportamento intrapreso dall'essere umano: un comportamento senza alcun dubbio egoistico che è emerso e ha portato al collasso il sistema. Insomma sia le banche, sia gli individui avevano come scopo la massimizzazione del profitto e della prosperità aziendale. In entrambe le crisi il silenzio ha fatto da protagonista tra i capi preposti a mantenere il corretto funzionamento del sistema economico e ciò ha impedito di salvare il salvabile. Sicuramente dopo la crisi del 1929 qualcosa è cambiato in termini di responsabilità e interventi governativi potenzialmente attuabili, ma è grazie alla crisi del 2008 che si può affermare che l'essere umano è naturalmente portato a ripetere comportamenti passati. Di spicco è la frase³⁷ che John Kenneth Galbraith afferma proprio riguardo a questo: « *il problema dell'economia moderna non è tanto la mancanza nel capire i concetti economici, bensì la mancata conoscenza della storia* » .

³⁷ STARTING FINANCE, Instant finance, Gribaudo, Milano, 2023.

BIBLIOGRAFIA

- *J. K. GALBRAITH, Il grande crollo, Etas Kompass, 1966*
- *H. P. MINSKY, Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance, Einaudi, Torino, 1984*
- *P. ALESSANDRINI, Economia e politica della moneta, Il Mulino, Bologna, 2021*
- *A. MANELLI , R. PACE, Finanza di impresa, De Agostino, Novara, 2009*
- *C. KINDLERBERGER, Storia Delle Crisi Finanziarie, Laterza,1991*
- *STARTING FINANCE, Instant Finance, Gribaudo, Milano, 2023*

SITOGRAFIA

- Il crollo della borsa di Wall Street

<https://www.focus.it/cultura/storia/crollo-wall-street-inizio-della-fine>

- *Holding & Investment trusts*

<https://it.wikipedia.org/wiki/Holding>

<https://www.treccani.it/enciclopedia/holding>

- *Leva Finanziaria*

<https://www.forbes.com/advisor/it/investire/leverage-leva-finanziaria>

- *Federal Reserve*

https://it.wikipedia.org/wiki/Federal_Reserve_System

- *Bilancia dei pagamenti*

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bilancia-dei-pagamenti.html>

- *Margine di sicurezza*

<https://rankia.it/cose-il-margine-di-sicurezza-definizione-calcolo-ed-esempi/>

<https://agicap.com/it/articolo/margine-di-sicurezza/>

- *Posizione finanziaria ultraspeculativa*

<https://www.marcopassarella.it/wp-content/uploads/slide-lezioni-parte-4-varese.pdf>

- *New Deal*

[https://www.treccani.it/enciclopedia/new-deal_\(Dizionario-di-Storia\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/new-deal_(Dizionario-di-Storia)/)

<https://library.weschool.com/lezione/franklin-delano-roosevelt-new-deal-john-maynard-keynes-storia-riassunto-17774.html>

- *Tennessee Valley Authority*

https://it.wikipedia.org/wiki/Tennessee_Valley_Authority

- *Glass-Steagall act*

[https://www.treccani.it/enciclopedia/glass-steagall-act_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/glass-steagall-act_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

- *La spesa pubblica in disavanzo*

<https://www.marcopassarella.it/wp-content/uploads/slide-lezioni-parte-4-varese.pdf>

- *Modelli di business bancario*

[https://www.treccani.it/enciclopedia/business-bancario-modelli-di_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/business-bancario-modelli-di_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

- *Certificati di deposito*

<https://www.mediobanca.com/it/prodotti-emessi/certificati-di-deposito/cosa-sono-i-certificati-di-deposito.html>

- *Carta commerciale*

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/commercial-paper.html>

https://it.wikipedia.org/wiki/Commercial_paper