UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
LM-56 Classe delle lauree magistrali in SCIENZE DELL'ECONOMIA

Tesi di laurea

Le crisi economico finanziarie internazionali: un'analisi storico-economica

The International financial and economic crisis: historical and economic analysis

Relatore:
Prof. CALDARI KATIA

Laureando:
SMOLARI FRANCESCO

Anno Accademico 2015-2016

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.
Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

_____

Ai miei fratelli
Chiara, Stefano e Mauro

Sommario

Abstract 7

Introduzione 9

Capitolo 1 - La crisi del 1929 e la grande depressione 11

1.1 I “ruggenti” anni Venti 11

1.2 Una politica in favore del capitale 13

1.3 La politica fiscale di quegli anni 14

1.4 La politica monetaria della Fed e le disuguaglianze economiche 15

1.5 Euforia dei mercati azionari 16

1.6 I “giorni neri” del 1929 17

1.7 La crisi economica e la Grande Depressione 19

1.8 Espansione della crisi e ripercussioni 23

1.9 I canali di propagazione della crisi 24

1.10 Le reazioni delle autorità monetarie 24

1.11 Alcuni numeri della crisi 26

1.12 La recessione diventa internazionale 27

1.13 Gli effetti della crisi nel mondo 28

1.14 Una lettura della crisi 34

Capitolo 2 - La grande crisi del 2007 37

2.1 Alle radici della crisi 37

2.2 Gli investimenti produttivi 38

2.3 Gli andamenti commerciali globali 42

2.4 Il panorama statunitense 45

2.5 Il mercato immobiliare 48

2.6 Le reazioni del mercato e delle banche nazionali 54

2.7 Lehman Brothers 56

2.8 Espansione ed evoluzione della crisi 57

2.9 Da crisi finanziaria a crisi economica 58

2.10 Azioni adottate dalle Banche Centrali e nazionali 60

2.11 Le reazioni dei Governi nazionali 65

2.12 L’attacco all’Euro 67

2.13 Considerazioni sulla crisi del debito sovrano 70

2.14 L’impatto della crisi sui Paesi emergenti 72
2.15 I dati sulla disoccupazione e sul calo del PIL 74
2.16 Il ruolo del Fondo Monetario Internazionale e la sua evoluzione 76
2.17 Confronto tra la crisi del 1929 e quella del 2007 78
Capitolo 3 - La crisi asiatica del 1997 85
3.1 Considerazioni sui boom creditizi antecedenti le crisi 85
3.2 Il panorama asiatico 90
3.3 Le cause sottostanti la crisi 92
3.4 Thailandia: l’origine della crisi 101
3.5 Il contagio si allarga 106
3.6 Gli aiuti internazionali e le critiche al FMI 109
3.7 Alcune considerazioni sulla crisi e sul FMI 112
3.8 La bolla cinese dell’estate 2015 114
CONCLUSIONI 123
BIBLIOGRAFIA 131
SITOGRAFIA 140

ABSTRACT

This work is about the historical and financial analysis of four main economic crises: the “Great Crisis” of 1929 and the consequent Great Depression; the global crisis started in 2007 in the financial sector of subprime mortgages; the crisis of “Asian Tigers” in 1997 and a little description of the situation of instability in China started in 2015. This work aims at explaining the actions, the decisions and the mistakes of the main international organization and the governments involved. The choice to study these four particular cases is due to the common factors in terms of the conditions before the crisis and the social and economic aspects that characterize those countries. We are now experiencing the worst financial crisis since the Great Depression of the 30s. It has started in 2007, but it is just the ultimate phase of the evolution of financial markets under the radical financial deregulation process that began in the late 1970s. This evolution has taken the form of cycles in which deregulation accompanied by rapid financial innovation created serious situation of instability. As a result, financial markets have become ever larger and financial crises have become more threatening to society, which forces governments to implement ever-larger bailouts. This process has culminated in the global financial crisis described in Chapter 2.

This work focuses particularly on the structural flaws occurred in the financial system that have helped bring on the crisis and on main actions of international actors.

INTRODUZIONE

Questo lavoro si pone come obiettivo principale di esporre alcune delle maggiori crisi economico-finanziarie avvenute nell'ultimo secolo. Gli avvenimenti e gli attori principali che hanno sostanzialmente sconvolto il mondo bancario, finanziario, e in generale quello sociale, saranno oggetto di studio di questo lavoro, che racchiude, seppur brevemente, ma in maniera sistematica e critica, gli avvenimenti principali di quattro grandi crisi finanziarie internazionali: la grande crisi del 1929, la crisi delle "tigri asiatiche" del 1997, la crisi finanziaria globale del 2007 e qualche accenno alla crisi cinese del 2015. Negli ultimi trent'anni le crisi finanziarie internazionali si sono succedute a un ritmo preoccupante e hanno esibito delle caratteristiche nuove che le hanno rese particolarmente pericolose. Ogni crisi è stata caratterizzata da grandi pressioni sul *capital account* dei paesi colpiti e da importanti fughe di capitali.

Partendo da una descrizione del comportamento degli agenti economici e dalle relazioni finanziarie che si stabiliscono in un'economia capitalistica, si cercherà di analizzare quali furono i comportamenti e le scelte dei Governi nazionali e delle istituzioni internazionali. La trasformazione dell'economia mondiale procede molto rapidamente: non è un fatto di per sé nuovo, ma l'evoluzione non è mai stata così rapida come negli ultimi anni. Miliardi di persone sono uscite dalla soglia di povertà, ma altre milioni hanno perso il proprio lavoro. L'evoluzione che sta avendo il mondo negli ultimi decenni è forse paragonabile solo a quella che si è avuta con la prima rivoluzione industriale.

L'articolazione dell'elaborato dedica la prima parte all'analisi di quelli che furono i "Ruggenti anni Venti" negli Stati Uniti, per poi analizzare come si è arrivati alla famosa "Grande Crisi" esplosa nel 1929 e successivamente tramutatasi in Depressione. Non ci limiteremo ad analizzare solo ciò che avvenne negli Stati Uniti, ma anche le conseguenze che ebbero l'Europa e il Giappone, riportando i dati relativi al PIL, disoccupazione e calo della produzione.

La seconda parte si concentra sull'analisi della crisi economico-finanziaria scoppiata nel 2007 negli Stati Uniti, cercando di compiere un parallelo, per quanto possibile, con la crisi avvenuta alla fine degli anni Venti. Tale sezione, contiene una panoramica dell'economia statunitense a partire dalla fine degli anni '90, evidenziando come si arrivò allo scoppio della bolla speculativa. Sempre in questo secondo capitolo è contenuta una breve analisi del mercato dei mutui, in particolare i tristemente famosi *subprime* che, insieme agli strumenti derivati, crearono il panico sui mercati finanziari internazionali. La ricerca delle somiglianze e

differenze con la crisi del 1929 vuole essere un tentativo di evidenziare come gli errori compiuti più di ottanta anni fa, si siano ripetuti di nuovo.

La terza parte si focalizza sulle vicende avvenute nel Sud-Est Asiatico nel 1997 e sulle scelte compiuti dai governi nazionali e dalle grandi istituzioni internazionali. Partendo da una breve introduzione sulla crisi messicana del 1994, si descriveranno le conseguenze avvenute sui paesi colpiti come la Thailandia, Filippine, Indonesia, Malesia e Corea, che videro il proprio Prodotto Interno Lordo perdere numeri rilevanti; cui si deve aggiungere il "contagio" che colpì poi anche la Russia e altri Paesi del Sud America. In questo terzo capitolo risulterà evidente il grande potere degli investitori internazionali, che hanno il potere di muovere volumi enormi di capitali e di spostare gli equilibri economici mondiali; a tutto ciò si deve aggiungere il non adeguato sistema di controllo dei paesi citati, che non furono in grado di leggere i segnali proveniente dal mondo della finanza nel 1997.

Sempre nell'ultima parte, è dedicato un breve spazio a ciò che è avvenuto in Cina a partire dall'estate 2015: affidandoci più che altro alla cronaca internazionale, cercheremo di capire come la seconda economia più grande del mondo sia potuta entrare in un pericoloso stato d'incertezza e speculazione. Anche qui, come nel 2007 negli USA, il mercato immobiliare è stata la miccia che ha fatto scoppiare la bolla: le banche cinesi avevano offerto denaro a milioni di persone, anche senza i requisiti creditizi e, come avvenne negli Stati Uniti, l'innalzamento dei tassi di interesse ha provocato un blocco dei prestiti interbancari e l'insolvenza di milioni di debitori.

Si potrebbe dire che le crisi analizzate in questo lavoro non sono le uniche avvenute in questi anni, che la grande crisi petrolifera negli anni Settanta meriterebbe quantomeno un accenno, ma la nostra analisi si è voluta concentrare su quattro crisi che avessero dei fattori comuni: le condizioni socio-economiche prima della crisi, il ruolo degli attori nazionali ed internazionali e le conseguenze di tali interventi.

CAPITOLO 1
LA CRISI DEL 1929 E LA GRANDE DEPRESSIONE

1.1 I "ruggenti" anni Venti

Per cercare di descrivere al meglio cosa siano stati i primi due decenni del XX secolo, occorre partire dalla fine del primo conflitto mondiale che sconvolse il mondo e mise in ginocchio l'Europa.

Alla fine del 1918, con la vittoria degli Alleati, l'economia degli Stati Uniti ebbe un forte incremento, dovuto in particolar modo alla grande richiesta d'investimento, di merci e di servizi che provenivano dall'Europa per la ricostruzione delle proprie città[1]. Fra il 1919 e il 1929 la produzione americana crebbe del 78%, mentre il reddito medio pro capite passò da 553 a 716 dollari l'anno[2].

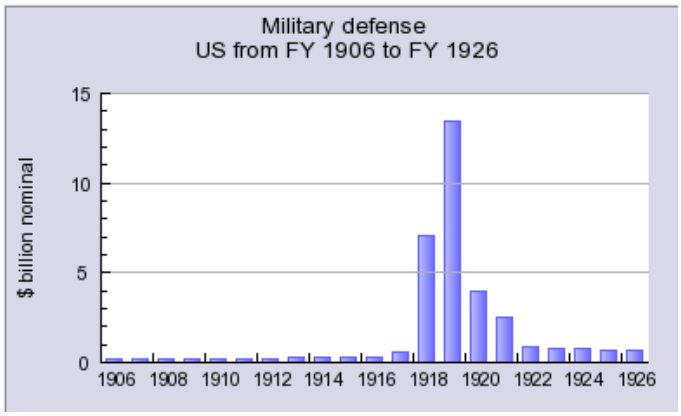

Grafico 1.1: spesa militare degli Stati Uniti (in miliardi di $) dal 1906 al 1926.
Fonte: www.usgovernmentspending.com (2015)

L'enorme spesa militare, come si può vedere dal Grafico 1.1, raggiunse il suo culmine nel 1918, arrivando a circa 14 miliardi di dollari. Tutto ciò permise agli USA di mettere in movimento non solo l'industria bellica, ma anche tutto ciò ad essa collegata: da quel momento, gli Stati Uniti divennero una delle principali forze armate a livello mondiale. Finita

[1] Da menzionare "*Il piano Dawes*" (dal nome del vicepresidente C.G. Dawes) che fu un piano di natura economica basato su due punti fondamentali: 1) la ripresa dei pagamenti tedeschi per i debiti di guerra attraverso rate crescenti e la riorganizzazione della Reichsbank, la Banca centrale tedesca; 2) il cambio della moneta in Germania, con la creazione del del Reichsmark. Attraverso questo piano, gli Stati Uniti sono riusciti ad esportare in Europa le loro merci e capitali in sovrapproduzione.

[2] R. BALZANI, A. DE BERNARDI, *Storia del mondo contemporaneo*, Pearson Italia, 2003, p. 136.

la prima guerra mondiale, gli USA avevano creato con l'Europa un legame di forte dipendenza. Questo perché gli Stati Uniti e tutti i paesi alleati, usciti vincitori dal primo conflitto mondiale, imposero pesanti indennità di guerra alla Germania attraverso l'accordo di Versailles del 1919[3]. L'enorme produzione americana era esportata e assorbita dal mercato internazionale, in particolare dall'Europa. Tutto ciò permise al mercato finanziario a stelle e strisce di crescere in maniera florida. Infatti, in America la produzione industriale, che era pari a 67 nel 1921, salì a 110 nel luglio del 1928 e 126 nel giugno del 1929[4].

Questa forte crescita fu il frutto anche degli investimenti sviluppati durante la fase bellica, che si tradussero interamente in crescita dei profitti, vista la lenta dinamica salariale e lo scarso potere contrattuale dei lavoratori.

Il boom dell'economia fu possibile grazie ad un aumento considerevole delle spese per ricavare petrolio e gas naturale (Grafico 1.2), che nel 1920 arrivò a toccare circa 650 milioni di dollari[5].

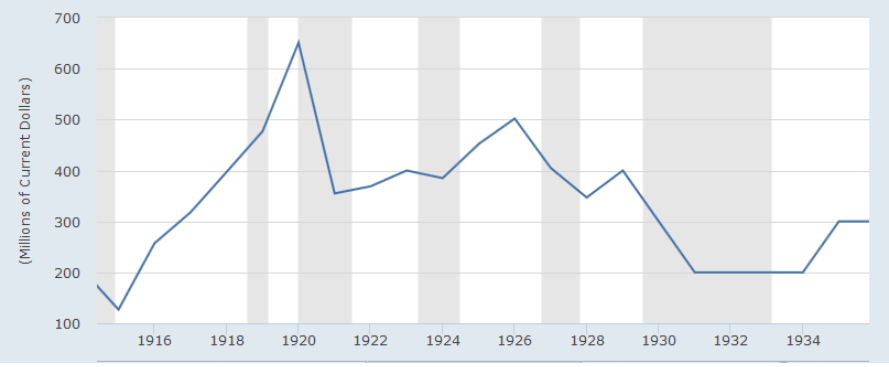

Grafico 1.2: : spesa in milioni di $ per petrolio e gas naturale negli Stati Uniti (1916 – 1934). Fonte: National Bureau of Economic Research (2015)

A sua volta la crescita dei profitti diede lo stimolo a nuovi investimenti e all'espansione della produzione, producendo innovazioni tecnologiche e incrementi di produttività, in una sorta di circolo virtuoso dal punto di vista imprenditoriale. Tale crescita era trainata dal settore industriale, all'interno del quale giocarono un ruolo fondamentale il settore automobilistico e il suo indotto (metallurgico, petrolifero, gomma), il settore edile, quelli dei beni di consumo

[3] La cifra da pagare risultava in circa 132 miliardi di marchi, tale cifra venne ridimensionata con l'accordo dei debiti esteri germanici del 1953. Solamente nel 2010 la Germania concluse di pagare il proprio debito imposto dal trattato.

[4] R. BOSIO, *Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica*, EMI, 2010, p.21.

[5] In Europa, le regioni francesi dell'Alsazia e della Lorena (al confine tra Francia e Germania) sono ricche di risorse minerarie. In particolare nel nord-ovest di Meltz sono concentrate i più grandi depositi di ferro d'Europa.

durevoli legati alla nuova industria massificata, il consumo di massa (automobili, elettrodomestici, radio grammofoni, apparecchi radio) e i consumi di beni lusso. Questa alta produttività, dovuta anche alla razionalizzazione dei processi produttivi attraverso l'adozione di un'organizzazione del lavoro scientifica (il cosiddetto *Taylorismo*[6]), permise di mantenere inalterati prezzi e salari favorendo investimenti e quindi di conseguenza la produttività. Questo boom dei consumi non era però connesso ad un relativo aumento dei salari (che durante questo periodo rimasero sostanzialmente gli stessi). L'apparente situazione di floridezza nascondeva però elementi di crisi che l'economista J.K. Galbraith così descriveva[7]:

1) una cattiva distribuzione del reddito che concentrava in un 5% di privilegiati un terzo del reddito globale;

2) una cattiva struttura delle aziende finanziarie e industriali che favoriva la speculazione;

3) una cattiva struttura del sistema bancario eccessivamente frammentato e con i diversi istituti troppo collegati fra loro;

4) un eccesso di prestiti a carattere speculativo verso l'estero e nel complesso una politica doganale che accentuando le misure protezionistiche, spingeva gli stati europei, per cercare di pareggiare la bilancia commerciale nei confronti degli USA a ridurre l'importazioni dall'America, togliendo mercati soprattutto ai prodotti agricoli americani;

5) un "cattivo stato della scienza economica" che favoriva politiche di pareggio del bilancio e di non intervento dello stato nell'economia;

Questi elementi, legati all'esistenza di risparmi cumulati e all'assenza di limiti alle attività speculative, crearono le condizioni ideali per un ampio ricorso al credito da parte degli investitori, che spinsero questi ultimi, insieme alle banche, alla speculazione in Borsa.

1.2 Una politica in favore del capitale

Procediamo ora ad analizzare le politiche che sono state adottate, da parte del governo americano, a favore del capitale. Bisogna innanzitutto menzionare il fatto che, i primi tre presidenti del periodo post-bellico sono stati tutti repubblicani (Harding, Coolidge e Hoover), i quali agirono in favore delle grandi imprese, favorendo soprattutto il settore industriale,

---

[6] Da FREDERICH W. TAYLOR (1856 – 1915), ingegnere statunitense che ideò l'organizzazione scientifica del lavoro, basata sulla razionalizzazione del ciclo produttivo secondo criteri di ottimalità economica, raggiunta attraverso la scomposizione e parcellizzazione dei processi di lavorazione nei singoli movimenti costitutivi, cui sono assegnati tempi standard di esecuzione. (Fonte: Enciclopedia Treccani).

[7] J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, Bollati Boringhieri, 1972.

quello bancario e finanziario. In favore del grande capitale intervenne anche la Corte Suprema, che adottò misure giurisdizionali, per esempio nel campo dell'anti-trust, portandolo ai minimi termini[8], sostenendo che gli accordi commerciali e i cartelli non violavano la legislazione anti-trust a condizione che rimanesse un minimo di concorrenza[9]. Nel processo di accumulazione del capitale che accompagnò gli anni Venti, si ebbero molti fallimenti e fusioni, a vantaggio dei grandi gruppi industriali e finanziari. Durante il 1927 venne condotta una manovra sui tassi di interesse: essi furono abbassati dal 4 al 3,5% al fine di "*esercitare un'azione di stimolo sugli investimenti azionari e di contribuire così al superamento dei sintomi di recessione che si erano manifestati in vari settori dell'economia american*a"[10]; in questo modo si voleva scoraggiare il flusso di capitali europei verso gli Stati Uniti. Per contro, venne adottata una politica di aumento del tasso di sconto nell'agosto del 1928, portandolo al 6%, quando cominciarono a vedersi all'orizzonte i rischi nel settore finanziario[11]. Durante quell'anno c'è da sottolineare un fatto molto rilevante: i flussi dei prestiti americani verso l'Europa, in particolare verso la Germania, diminuirono drasticamente. Avvenne allora che i capitali vennero "*indirizzati verso l'investimento azionario, innescando quel processo speculativo che si sarebbe drammaticamente concluso nell'ottobre del 1929*"[12].

1.3 La politica fiscale di quegli anni

Per quanto riguarda il tema fiscale, Harding (in carica dal 1920 al 1923) e Coolidge (presidente dal 1923 al 1929) ridussero drasticamente le tasse sul reddito, chiudendo la manovra iniziata con l'entrata in guerra nel 1916, caratterizzata da una forte pressione fiscale, legata alle esigenze straordinarie di finanziamento: l'aliquota massima sul reddito venne innalzata al 25% nel 1925, con la motivazione che un'alta aliquota sui redditi alti avrebbe rallentato l'economia e ridotto il gettito fiscale complessivo. Accanto a queste misure, vi era la volontà di ridurre rapidamente il debito creatosi durante la guerra, così venne adottato un forte contenimento della spesa pubblica (che nel 1929 arriverà al 3% del PIL). Tale manovra era giustificata a livello politico, soprattutto durante il mandato Coolidge, dalla tesi secondo cui lo stato non deve intromettersi negli affari privati delle imprese: "*The chief business of the*

[8] Le tre principali normative che disciplinano la politica antitrust negli Stati Uniti sono lo *Sherman Act* (approvato nel 1890), il *Clayton* e il *Federal Trade Commission Act* (1914).

[9] Si veda a riguardo, DENNIS W. CARLTON, JEFFREY M. PERLOFF, *Organizzazione industriale* – Seconda ed., McGraw-Hill Companies, 2005, pag. 591.

[10] G. PROCACCI, *Storia del XX secolo*, Mondadori, 2014, p. 148.

[11] Ibidem.

[12] Ibidem.

American people is business"[13] secondo le parole del Presidente.

1.4 La politica monetaria della Fed e le disuguaglianze economiche

Parallelamente allo sviluppo del settore industriale, Harding e Coolidge favorirono la crescita del settore bancario, finanziario e assicurativo. Sul fronte monetario, la Federal Reserve adottò una politica di espansione del credito, con una politica di bassi tassi d'interesse, basse riserve obbligatorie e crescita della base monetaria. La facilità di credito e l'espansione dell'economia reale si ripercossero inoltre positivamente sui mercati finanziari, i quali realizzarono in quegli anni forti guadagni. Nel frattempo, "*i prestiti all'industria da parte delle banche restavano invariati mentre si aumentavano del 178% quelli nel settore immobiliare, del 67% quelli speculativi e del 121% quelli privati*"[14]. Attraverso queste operazioni, il denaro veniva trasferito principalmente a Wall Street e non all'industria, aumentando contemporaneamente la liquidità, ma senza che la nazione potesse beneficiare di tale operazione.

Il boom economico (ma solo per alcuni settori) creò una netta separazione tra i livelli economici degli americani. Poco prima dello scoppio della bolla, il decile superiore della popolazione possedeva circa il 50% del reddito nazionale (un livello molto più alto di quello europeo degli stessi anni)[15]. A causa della sovrapproduzione, i terreni agricoli persero tra il 30 e il 40% del loro valore tra il 1920 e il 1929. Di conseguenza, la quota del reddito nazionale spettante agli agricoltori scese dal 15 al 9% durante gli anni Venti. Più della metà degli americani in quegli anni viveva sotto la soglia di povertà. Sul fronte opposto, le persone che dichiaravano un reddito superiore ai 500.000 $ passarono da 156 nel 1920 a 1.489 nel 1929, un tasso di crescita senza precedenti fino a quel momento, che riguardava tuttavia meno dell'1% della popolazione nazionale. Nonostante queste disuguaglianze, il reddito nazionale medio aumentò del 23% tra il 1923 ed il 1929[16].

---

[13] Discorso tenuto dal Presidente Coolidge nel 1925 all'associazione dei direttori di giornale, in A. SHLAES, *L'uomo dimenticato,* Feltrinelli, 2011.

[14] P. STUDENSKI, H. KROOS, *Financial History of the U.S.*, Beard Books, 2004, p. 336, 340.

[15] T. PIKETTY, *Il capitale nel XXI secolo*, Bompiani, 2013.

[16] E. BENETAZZO, *Duri e puri. Aspettando un nuovo 1929*, La Riflessione, 2005, p.45.

1.5 Euforia dei mercati azionari

A questi squilibri economici, si aggiunse un fattore psicologico non irrilevante: la convinzione che fosse possibile arricchirsi in maniera semplice, grazie ad attività speculative. La possibilità di guadagnare con questa attività, attirava anche parte della popolazione con un reddito modesto, disposta a pagare alle banche che elargivano credito, interessi molto alti pur di tentare facili guadagni. In questo clima favorevole per le imprese, la borsa crebbe a tassi sostenuti tra il 1928 e il 1929. La crescita dei corsi azionari era inoltre sostenuta dai tassi d'interesse ancora bassi, dalla facilità di accesso al credito e dall'assenza di norme che limitavano la capacità di prestito delle banche, che consentivano dunque operazioni di carattere speculative in borsa.

La crescita dei profitti industriali, accompagnata da aspettative ottimistiche circa l'andamento futuro dell'economia, creò un clima di euforia sui mercati, rafforzato dalle dichiarazioni di importanti economisti e esponenti del mondo finanziario e industriale[17]. Tuttavia, la crescita del mercato finanziario alimentò un eccessivo volume di acquisti a credito. La ricerca di guadagni senza limiti degli investitori, allettati dalla prospettiva di ingenti profitti, li portò ad indebitarsi molto per finanziare le proprie azioni speculative. Basti pensare che, "*durante l'estate del 1929, i prestiti ai mediatori di borsa crebbero di circa quattrocento milioni al mese, arrivando ad un totale di sette miliardi in autunno, pari a quasi sette volte rispetto ai primi anni venti*"[18]. Le banche di New York prendevano denaro a prestito dalla Fed al 5%, per darlo successivamente in prestito per comprare azioni ad un tasso che poteva arrivare perfino al 12%[19]. Quando il prezzo delle azioni superò il valore del sottostante, la Federal Reserve intervenne ammonendo le banche commerciali di non rivolgersi più alla Banca Centrale per "*accordare prestiti speculativi o mantenerli*"[20]. Proprio a causa dei timori di un eccesso speculativo di Wall Street, nel 1928, la Fed decise di invertire la politica monetaria, alzando i tassi d'interesse.

Vennero fondate società esclusivamente finanziarie ("*investments trusts*"[21]) con il solo

---

[17] Tra cui, Irving Fisher che il 17 ottobre 1929 affermava "*I valori di borsa hanno raggiunto quello che sembra essere un plateau alto permanente. Non credo che avremo, né presto né mai, una caduta di 50 o 60 punti dai livelli attuali. Mi aspetto che il mercato delle azioni sarà un ottimo affare, più alto nei prossimi mesi*", in R. BOSIO, *Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica*, EMI, 2010, p. 22.

[18] C.A. KUPCHAN, *La fine dell'era americana. Politica estera americana e geopolitica del ventunesimo secolo*, Vita e Pensiero, 2003, p. 96.

[19] J.K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, Bollati Boringhieri, 1972, pag. 89-90.

[20] Ibi, p. 59.

[21] Si tratta di un fondo di investimento, che si realizza attraverso una società per azioni quotata, la quale è

scopo di acquistare le azioni e rivenderle ad un prezzo superiore. Si costituirono così immense ricchezze che rappresentavano un capitale esclusivamente azionario, senza una contropartita di produzione; il volume dei titoli in movimento passò da 433 a 757 milioni, il valore globale di quotazione in Borsa dei titoli negoziati allo *Stock Exchange* passò da 27 a 67 miliardi di dollari.

1.6 I "giorni neri" del 1929

Il mercato americano, basato sulla domanda di beni di consumo durevoli, soprattutto in presenza di una ridotta crescita della base di consumo, era destinato però a saturarsi. Questo fenomeno era in parte compensato, in un primo momento, dal persistere dei consumi di beni di lusso, la cui base era però ridotta, e dalle esportazioni verso l'Europa. La ripresa economica europea e la necessità dei governi del vecchio continente di equilibrare la bilancia dei pagamenti con gli USA, ridusse il quantitativo di esportazioni americano. A questo si deve collegare una progressiva crisi nel settore agricolo, colpito dalla concorrenza internazionale e afflitto da una costante caduta dei prezzi. Questi segnali di crisi sono stati però nascosti alla fine degli anni '20 dalla incredibile crescita dei titoli azionari. La crescita sostenuta di quegli anni aveva creato una corsa agli investimenti in borsa che in un primo momento avevano sostenuto l'espansione produttiva, ma in un secondo momento avevano assunto caratteri puramente speculativi favoriti dal basso costo del denaro e attirando capitali anche dall'Europa. Questo processo non fece altro che gonfiare sempre di più il valore delle azioni, allontanandolo dal valore reale, in un momento in cui l'economia stava rallentando, esponendo la borsa al rischio del tracollo. Nel settembre 1929, "*solo le banche di New York erano esposte per sette miliardi di dollari verso Wall Street, ma nonostante i presagi, la Fed non avvertì il governo del crack imminente, lasciando comunque ai soci il tempo di disimpegnarsi dal mercato azionario già all'inizio dell'anno*"[22].

In sei anni il *Dow Jones Industrial Average* quintuplicò il valore raggiungendo un massimo il 3 settembre 1929 a 381,17[23]. Dopo aver raggiunto questo picco, la bolla finanziaria era pronta a scoppiare, in attesa solo dell'ultima azione della Fed, con l'aumento al 6% del tasso di sconto. Dopo alcune settimane, a causa della difficoltà di recuperare denaro, i

---

progettata per generare profitti per i propri azionisti, investendo in azioni di altre società. Per maggiore chiarezza: http://am.jpmorgan.co.uk/investment-trusts/explained/what-is-an-investment-trust.aspx

[22] E. MULLINS, *The secrets of the Federal Reserve*, 1983, p. 96.

[23] R. BOSIO, *Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica*, EMI, 2010, p.23 (fonte: Dow Jones Industrial Average Historical Data, scaricato da http://www.liqudimarkets.com).

banchieri di New York cominciarono a richiedere la restituzione dei prestiti a brevissima scadenza, mentre gli operatori cominciarono a liquidare i propri pacchetti azionari per realizzare i guadagni ottenuti: il 24 ottobre ne furono scambiati 13 milioni[24]; il 29 si arrivò a 16 milioni[25].

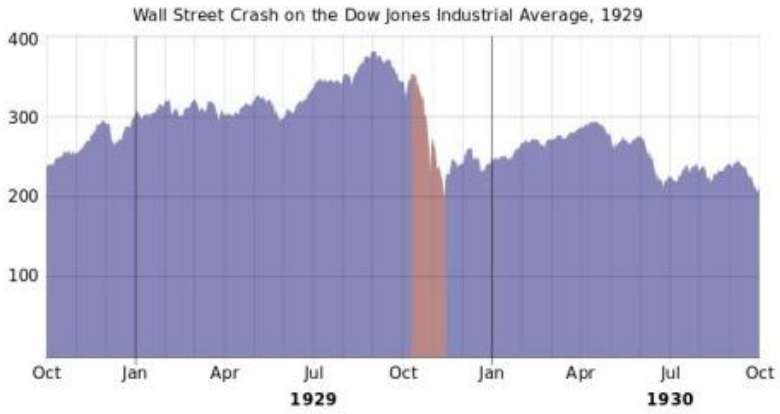

Figura 1.3: indice di borsa di Wall Street (129-1930).
Fonte: ***Dow Jones Industrial Average.***

Quel famoso 24 ottobre, il tristemente noto "giovedì nero" (venerdì per le piazze europee), la perdita delle quotazioni si fece più consistente, accompagnato da una forte crescita nel volume degli scambi. In modo coordinato, i più grandi banchieri americani cominciano a comprare importanti *blue chips*[26] a prezzi superiori a quelli di mercato, nel tentativo di invertire le aspettative, come avevano già sperimentato con successo durante la crisi del 1907. Intervennero in particolare, William Durant (il fondatore della *General Motors* e della *Chevrolet*, oltre che della *Durant Motors*), la famiglia Rockefeller e altri giganti industriali e finanziari nella speranza di infondere fiducia[27]. Il risultato però fu solo temporaneo. Alla riapertura dei mercati, il 28 ottobre (noto come "lunedì nero") si ebbe una caduta dell'indice di borsa del 13%. Tale caduta fu il risultato di una serie di avvenimenti: il ritiro di valuta straniera, il restringimento del mercato del credito, dal ritiro dei prestiti agli

[24] P. LEON, *Storia economica e sociale del mondo. Guerre e crisi 1914-1947*, Tomo secondo, Laterza, 1979, pp. 342 e 345.
[25] M. PASETTI, *Storia dei fascismi in Europa*, Archetipo Libri, 2011, p. 37.
[26] Termine usato in borsa per indicare le società ad alta capitalizzazione azionaria. Tali azioni appartengono ad aziende di grandi dimensioni, con forte stabilità. L'acquisto di azioni *blue chip* può rappresentare una garanzia di fronte all'instabilità della borsa. Gennaio 2009, fonte: www.ilsole24ore.com.
[27] "*Nel crack dell'ottobre 1929, i Vanderbilt persero 40 milioni di dollari, J. P. Morgan tra i 20 e i 60, i Rockefeller l'80% del proprio patrimonio*", in M. BLONDET, *Gli autori del crack*, 2007, www.effedieffe.com.

agenti di borsa e dalle voci, sempre più insistenti, di una possibile contrazione del prezzo delle azioni.

La riapertura della borsa il giorno seguente, riprese con la vendita incontrollata di titoli azionari. Molti di essi non trovarono compratori disposti ad acquistarli, e il loro valore sprofondò a meno di un dollaro. Oltre a questo, "*le catene di prestiti che avevano alimentato il boom speculativo furono ritirate e il mercato venne giù come un castello di carte*"[28]. La domanda che potrebbe sorgere è: quanti erano gli americani a quell'epoca a possedere azioni? Secondo J.K. Galbraith, "*forse un milione e mezzo su una popolazione di centoventi milioni*"[29], ma come mai allora gli effetti furono così devastanti? Innanzitutto, come discusso in precedenza, l'economia americana soffriva di una sovrapproduzione che non riusciva a smaltire e, in aggiunta, i salari e i prezzi non tenevano il passo dell'offerta. In tale contesto già di per sé debole, il crollo generato da Wall Street ebbe effetti immediati sull'economia reale. Le banche ridussero drasticamente il credito e molte di esse nel corso di breve tempo fallirono: basti pensare che solo nel 1930 fallirono 1352 banche[30], mentre tra il 1930 e il 1933 circa 9000 istituti di credito dichiararono bancarotta[31]. Il caso più clamoroso fu quello della *Bank of United States* di New York, nella quale avevano depositato i propri risparmi oltre 400.000 risparmiatori. Il suo fallimento colpì più di un terzo della popolazione della Grande Mela[32].

1.7 La crisi economica e la Grande Depressione

Come si è discusso nella prima parte di questo capitolo, l'intervento militare in Europa e soprattutto i primi anni del dopoguerra permisero agli USA di rimandare una crisi di sovrapproduzione che era ritenuta possibile da molti analisti già prima dello scoppio del conflitto[33]. Il forte intervento finanziario degli Stati Uniti nella ricostruzione e nella riconversione industriale del dopoguerra spiega anche l'impatto enorme che la crisi del 1929 ebbe su tutti i paesi europei, che avevano ricevuto crediti dalla potenza americana, e su alcuni

---

[28] C.A. KUPCHAN, *La fine dell'era americana. Politica estera americana e geopolitica del ventunesimo secolo*, Vita e Pensiero, 2003, p. 98.
[29] J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, Bollati Boringhieri, 1972, pag. 100.
[30] C.A. KUPCHAN, *La fine dell'era americana. Politica estera americana e geopolitica del ventunesimo secolo*, Vita e Pensiero, 2003, p. 98.
[31] S. STRANGE, *Denaro impazzito. I mercati finanziari: presente e futuro*, Edizioni di comunità, 1999, p. 130.
[32] R. BOSIO, *Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica*, EMI, 2010, p. 30.
[33] Vedi. J.M. KEYNES, *La teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, 2006.

paesi latinoamericani (come Messico, Cuba, Cile e Bolivia, già largamente dipendenti dagli investimenti statunitensi).

La causa scatenante di questa crisi fu la speculazione nel mercato finanziario. Speculazione che trova il suo *alter ego* nella sovrapproduzione che colpì il sistema economico americano in partenza. Ciò era dovuto principalmente alla crisi agricola, perché il governo americano non sapeva più dove collocare le eccedenze, visto che i redditi agricoli non permettevano di assorbire la produzione in eccesso; a questo si deve aggiungere che vi fu una ripresa dell'agricoltura in Europa che, grazie ai nuovi protezionismi, acquistò sempre meno grano dagli Stati Uniti, ricominciando a produrlo *in loco*. C'è da considerare però il fatto che vi erano stati degli altri segnali premonitori: segnali ammonitori arrivarono già nel 1927, con una contrazione del 22% della produzione automobilistica[34], ma anche nel settore dell'edilizia, dove l'indice complessivo della produzione era calato al di sotto della media degli anni 1923-25[35].

Attraverso la speculazione nel mercato finanziario, gli agenti di borsa compravano azioni per conto di clienti che speculavano sul rialzo di titoli che garantivano facili guadagni. L'indiscriminato rialzo del valore dei titoli di borsa era del tutto sganciato dall'economia reale ed era alimentato da flussi di capitale, nazionale ed internazionale, a scopo speculativo. L'idea di potersi arricchire grazie alle speculazioni finanziarie in borsa, spesso non legate a effettive attività produttive, fece gola a migliaia di investitori. Il "gioco" sotto il quale si stava creando la gigantesca bolla consisteva nel fatto che, per acquistare dei titoli non serviva versare l'intera quota del loro valore effettivo, ma bastava un anticipo spesso solo del 30-50% (detta margine), lasciando i titoli comprati in garanzia[36]; l'investitore calcolava "*di poter rivendere le azioni acquistate a credito a un costo che avrebbe largamente coperte le spese del prestito […]*[37]".

Tuttavia molti investitori e gli economisti più avveduti avevano cominciato a percepire che in alcuni settori, principalmente in quelli agricolo, edile, manifatturiero e siderurgico, la crescita degli indici di borsa non corrispondeva all'economia reale che tendeva a ristagnare proprio a

---

[34] G. PROCACCI, *Storia del XX secolo*, Mondadori, 2014, p. 149. L'autore riporta i dati del crollo del mercato dell'auto: 440.000 vetture vendute fino all'agosto del 1929, per poi arrivare alle 92.500 del dicembre dello stesso anno.

[35] Ibidem.

[36] A riguardo, fu di Keynes l'idea di tassare le transazioni finanziarie, in modo da punire la speculazione a breve termine e favorire invece gli investimenti: "*L'introduzione di una sostanziale tassa di trasferimento del governo su tutte le operazioni potrebbe rivelarsi la forma più utile disponibile al fine di mitigare il predominio della speculazione negli stati Uniti*", da *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, cap. 12.

[37] J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, Boringhieri, 1972, p. 336.

causa della già citata sovrapproduzione di merci. Il 24 ottobre del 1929 la bolla scoppiò: furono vendute al ribasso ben 12.894.650 azioni[38]. Migliaia di *brokers* vennero presi dal panico e in quei giorni si registrarono numerosi suicidi tra gli speculatori e i mediatori di borsa. Ma il fondo venne toccato il mercoledi successivo, con più di sedici milioni di azioni vendute[39]. Questo crollo finanziario toccherà il suo apice nel 1933, quando i valori azionari raggiungeranno un valore inferiore dell'85% a quelli del 1929[40].

La speculazione però non fu l'unica causa del grande crollo. Parte della crisi fu dovuta alla caduta dei prezzi dei prodotti agricoli avvenuta in conseguenza dell'enorme accumulazione delle scorte rimaste invendute a seguito del miglioramento della produzione agricola dei paesi europei; non era raro in quegli anni vedere tonnellate di grano e di caffè rovesciate in mare o date alle fiamme nel tentativo di far risalire i prezzi. L'accumulo delle scorte che impedì agli agricoltori, fortemente indebitati, di corrispondere alle banche gli interessi per le somme avute in prestito e la speculazione, furono alcune delle cause che portarono allo scoppio della crisi. La domanda sostenuta di beni di consumo (in maggior parte durevoli, tendenti quindi alla "saturazione" del mercato) favorì la formazione di una capacità produttiva che era sproporzionata rispetto alle reali possibilità di assorbimento del mercato interno. A questo problema, il governo reagì in due modi: 1) sviluppando il credito ai privati, incentivando l'acquisto immediato, anche a costo di gravare, a lungo termine, sui redditi; e 2) aumentando le esportazioni (attraverso misure protezionistiche), specie nel vecchio continente, accompagnate da elevate barriere doganali in patria, fino a creare uno stretto rapporto di interdipendenza con la ripresa europea. L'Europa, insomma, otteneva finanziamenti dagli Stati Uniti, che sua volta ne alimentava lo sviluppo con le importazioni[41].

Il crollo dell'ottobre 1929 fu l'inizio di una depressione che sarebbe durata parecchi anni. Secondo Galbraith, i fattori principali di tale depressione vanno cercati soprattutto in cinque punti:

"*1. la fortissima sperequazione nella distribuzione del reddito negli U.S.A., con pochi ricchissimi e molti poverissimi;*

2. uno scarso senso della legalità nelle imprese americane: la composizione del management delle "società per azioni" era inquinata da speculatori, truffatori,

---

[38] J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, BUR, 2009, p. 102.

[39] R. BALZANI, A. DE BERNARDI, *Storia del mondo contemporaneo*, Mondadori, 2003, p. 137.

[40] Ibidem.

[41] Aa Vv, da Accademia delle Scienze dell'URSS, *Storia universale* - vol IX, Teti Editore, 1975, trascrizione a cura del CCDP.

imbroglioni;

3. una cattiva struttura del sistema bancario: troppe piccole banche destinate a fallire alle prime difficoltà finanziarie;

4. lo stato traballante della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. A rendere inevitabile il crollo si aggiungeva il basso livello della cultura economica degli imprenditori e degli operatori finanziari, nessuno dei quali aveva lontanamente intravisto il baratro verso cui si stava precipitando"[42].

Il mancato controllo degli speculatori e dei giocatori di borsa e la resistenza della Banca Centrale a innalzare il tasso di sconto (l'unico intervento, come abbiamo visto, fu di portare il 6 agosto 1929 il tasso dal 5% al 6% con gli effetti sopracitati) ebbero l'effetto di far continuare la speculazione finanziaria per mesi in una situazione di effettivo ristagno dell'economia.

La prima guerra mondiale, oltre a causare gravi perdite umane, distrusse anche l'equilibrio monetario all'interno dell'Europa. Infatti, fino all'immediato scoppio del conflitto, le monete dei vari Stati occidentali avevano raggiunto un valore di parità legale (c.d. *Gold standard*), ma durante la prima guerra mondiale molti Stati avevano ecceduto nell'emissione di carta moneta, che si era svalutata, ad eccezione degli Stati Uniti che mantennero inalterata la convertibilità in oro del dollaro, con il quale le altre monete dovettero poi confrontarsi. Ma la crisi, oltre che borsistica, industriale, agricola e commerciale, fu anche una crisi bancaria. Infatti sia l'industria che l'agricoltura si erano fortemente indebitate con le banche. Durante gli "anni ruggenti", le banche avevano ecceduto nei prestiti, nella previsione di una restituzione regolare e nella fiducia nei risparmiatori che avrebbero dovuto accrescere i loro depositi. Ma con la crisi, un enorme numero di imprese non fu più in grado di pagare i debiti alle scadenze programmate. Nei mesi successivi alla scoppio della bolla, la Fed "*invece di abbassare i tassi di interesse per creare nuovo credito continuò a contrarre l'offerta di monetaria acuendo la crisi*"[43], tanto che tra il 1929 ed il 1933 l'offerta monetaria si ridusse di un ulteriore 33%. Tale azione, venne vista da Milton Friedman, uno tra i più grandi economisti americani, come diretta a procurare la crisi: "*La Federal Reserve causò sicuramente la Grande Depressione poiché tra il 1929 ed il 1933 contrasse di oltre un terzo la quantità di moneta circolante*"[44], tali dati sono confermati anche dal "*Report on the availability of Bank Credit in the Seventh*

[42] J. K. GALBRAITH, *Il grande crollo*, BUR, 2009.

[43] D. PACE, *La moneta dell'utopia*, Lulu.com, 2014, p. 165.

[44] Intervista rilasciata da M. Friedman ad una emittente radiofonica nazionale nel gennaio 1996.

Federal Reserve District", del 1935.

1.8 Espansione della crisi e ripercussioni

La stretta monetaria compiuta dalla Fed, fece crollare i prezzi dell'economia reale. La prima azione compiuta dalle imprese americane fu il licenziamento di milioni di lavoratori, per cercare di reagire al taglio della produzione e alla diminuzione del credito bancario. A questo si aggiunse un impoverimento generale della popolazione, tanto che "*nel 1932 circa un quarto della popolazione non aveva un reddito regolare*"[45] e il reddito nazionale "*diminuì del 28% tra il 1929 e il 1932*"[46]. L'economia statunitense crollò, e il prodotto interno lordo calò di circa un terzo tra il 1929 e il 1933[47]. La produzione industriale scese del 50%, e nel 1933 i disoccupati erano circa 15 milioni (tra il 25 e il 33% della forza lavoro)[48]. Il commercio internazionale si ridusse di un quarto, mentre i movimenti di capitali e migratori quasi si azzerarono[49].

La caduta della borsa colpì quella fascia di media borghesia (circa 1,5 milioni di famiglie) che avevano sostenuto la crescita negli anni '20 con il consumo di beni durevoli. Questo diede inizio ad una spirale negativa di avvenimenti: il crollo dei consumi comportò una politica di ridimensionamento da parte delle industrie con licenziamenti di massa che ridussero ulteriormente la domanda anche in altri settori già deboli, come quello agricolo e nelle industrie produttrici di generi di consumo. Alla crisi nel settore produttivo e finanziario si collegò anche quella nel settore bancario: molte banche, come si è descritto in precedenza, avevano investito risparmi vincolati a breve termine nel finanziamento a lungo termine o in attività speculative; il crollo della borsa comportò un'ondata di panico, una corsa al ritiro dei capitali da parte dei clienti e ad una crisi di liquidità di molte banche, molte delle quali furono costrette a fallire, trascinando con loro, oltre che i risparmiatori, le imprese che avevano finanziato. A subirne le conseguenze furono proprio le industrie di beni di consumo durevoli come quelle dell'auto che dovettero tagliare le loro commesse verso aziende appartenenti alla

---

[45] P. BRENDON, *The dark valley: A panorama of the 19*30*s*, Knopf, , 2000, p. 86.

[46] A. COVA, *Economia, lavoro e istituzioni nell'Italia del Novecento,* Vita e Pensiero, 2002, p. 681.

[47] C.A. KUPCHAN, *La fine dell'era americana. Politica estera americana e geopolitica del ventunesimo secolo*, Vita e Pensiero, 2003, p. 98.

[48] R. BOSIO, *Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica*, EMI, 2010, p. 31.

[49] Ibidem.

stessa filiera, abbassare i salari (con grave pregiudizio dei consumi) e ridurre il personale[50]. La contrazione dei consumi provocò l'espandersi della crisi dal settore industriale a quello agricolo, provocando danni ad un settore primario già fortemente indebolito.

1.9 I canali di propagazione della crisi

L'effetto depressivo del crollo borsistico sull'economia reale passò per vari canali. La letteratura specialistica sottolinea in particolare l'importanza dell' "*effetto ricchezza*"[51], che portò ad una drastica riduzione dei redditi da capitale delle famiglie americane, le quali, di conseguenza, ridussero i loro consumi, provocando a loro volta una brusca caduta della domanda e il conseguente calo della produzione e dell'occupazione. La caduta della domanda è stata causata dai fallimenti industriali e bancari, dalla caduta degli investimenti (sia per la crisi bancaria, sia per le aspettative negative sull'andamento generale dell'economia), dalla perdita di posti di lavoro e alla contrazione del credito.

Le conseguenze del crollo dei mercati passarono per lo più attraverso il canale bancario, in forma innanzi tutto di crisi di liquidità, che non per il canale delle famiglie (molte delle quali avevano già sperimentato una significativa riduzione dei loro redditi durante gli anni Venti, con l'inasprirsi delle disuguaglianze economiche e delle condizioni di lavoro). La crisi di liquidità, a sua volta, si trasmise al settore produttivo come crisi degli investimenti: prima di tutto come difficoltà sempre maggiore da parte delle imprese di ottenere i fondi necessari alle attività produttive e, successivamente, come crisi di fiducia, perché il peggioramento delle aspettative degli imprenditori circa l'andamento futuro dell'economia scoraggiavano gli investimenti e l'attività produttiva in genere. Le due maniere attraverso le quali gli Stati Uniti 'contagiarono' l'Europa furono il ritiro dei capitali americani e la crescente concorrenza esercitata dai prodotti USA su quelli europei in seguito ai forti ribassi verificatisi in seguito alla crisi.

1.10 Le reazioni delle autorità monetarie

Secondo l'impostazione liberista, i fallimenti bancari, come i fallimenti di qualsiasi altro tipo di impresa, costituiscono un aspetto economicamente necessario allo sviluppo capitalistico, come processo di selezione economica degli istituti bancari più solidi, ai danni di

---

[50] Cfr., B.A. WIGMORE, *The crash and its aftermath: a history of securities markets in the United States*, 1929-1933, Greenwood Publishing Group, 1985, p. 230.

[51] Detto anche "*effetto Pigou*", avviene quando, in conseguenza di uno shock che causa una riduzione dei prezzi, la ricchezza del pubblico aumenta per via dell'aumentare della liquidità che la riduzione dei prezzi provoca.

quelli più deboli. Accanto a questo elemento ideologico, la crisi bancaria fornì l'occasione al governo americano di accelerare il processo di concentrazione del capitale a favore dei grandi gruppi bancari e industriali e, contemporaneamente, di consentire alla Fed di regolare i conti con le banche non aderenti al sistema della Federal Reserve stessa e non rispondenti dunque alla supervisione e ai principi regolamentari da questa stabiliti[52].

Anno	*PNL*	*P*	*Tasso di inflazione*	*Tasso di interesse*	*Tasso di interes-se reale*	*BM Δ%*	*M1 Δ%*	*M1/BM*	*M1/P*	*M2 Δ%*
1929	100,0	100,0	0,0	4,4	4,4	3,5	1,0	4,0	26,6	0,4
1930	87,7	97,4	−2,6	2,2	4,8	−5,2	−3,3	4,1	26,4	−1,9
1931	73,5	88,7	−9,0	1,2	10,2	12,5	−6,3	3,4	27,2	−6,6
1932	56,3	79,7	−10,2	0,8	11,0	6,3	−12,6	2,8	26,5	−15,6
1933	53,9	75,4	−5,3	0,3	5,6	6,7	−5,7	2,5	26,4	−10,6
1934	63,1	78,0	3,4	0,3	−3,1	−16,4	9,8	3,3	28,0	6,6
1935	70,0	80,1	2,6	0,1	−2,5	0,5	18,4	3,9	32,3	13,7

Legenda: PNL = prodotto nazionale lordo a prezzi correnti (1929 = 100); P = livello dei prezzi al consumo (1929 = 100); Tasso di inflazione = variazione % dell'indice dei prezzi al consumo; Tasso di interesse nominale medio sui titoli pubblici a 3-6 mesi; BM = Base Monetaria; M1 = circolante + depositi; M1/BM = moltiplicatore monetario; M1/P = saldi monetari reali; M2 = M1 + depositi a tempo).

Fonte: elaborazioni su dati tratti da Historical Statistics – US Department of Commerce, 1975 (PNL a prezzi correnti: serie F 1; Livello dei prezzi P: serie E 113; BM: serie X 422 + X 423; M1: serie X 414; M2: serie X 415). Board of Governors of the Federal Reserve System, Banking and Monetary Statistics, 1943: Tasso di interesse nominale (su titoli pubblici a 3-6 mesi).

Tabella 1.1: Stati Uniti: Indicatori nominali e variabili monetarie e finanziarie, in E. P. MARELLI, M. SIGNORELLI, *Politica economica: le politiche del nuovo scenario europeo e globale*, Giappichelli Editore, 2015, p. 45.

Sul piano monetario, fino al 1933, si ebbe una quasi totale stabilità dei saldi monetari reali, il che ci segnala una "*tardiva adozione di una politica monetaria espansiva da parte della Federal Reserve*"[53]. Da sottolineare anche come, in conseguenza della deflazione, "*si determinarono (inevitabilmente) tassi di interesse reali postivi (oltre il 10% nel 1931-32) nonostante i tassi di interesse nominali molto bassi (ma, necessariamente, non negativi)*"[54]. Alcuni studiosi, tra cui Friedman e Schwartz (1963), sostengono che la politica monetaria restrittiva adottata dalla Fed, ha influito negativamente sull'intensità e la durata della crisi economica americana.

[52] Ancora oggi, il sistema bancario americano si compone di due tipi di banche, le banche nazionali (*national bank*) e le banche statali (*state bank*), le prime regolate dal tesoro americano (più precisamente dall'*Office of the controller of the currency*, un'agenzia del Tesoro), le seconde regolate solo dal governo dello stato in cui hanno sede. Alcune banche statali appartengono inoltre alla *Federal Reserve* e sono da questa regolate. Le altre, a partire dal 1933, sono regolate dalla *Federal deposit insurance corporation*, un'impresa governativa, istituita con la riforma *Glass-Steagall* del 1933, che assicura i depositi bancari.

[53] E.P. MARELLI, M. SIGNORELLI, *Politica economica: le politiche del nuovo scenario europeo e globale*, Giappichelli, 2015, p. 46.

[54] Ibidem.

Sul fronte fiscale e sociale, Hoover (in carica dal 1929 al 1933) proseguì con la politica liberista dei presidenti che lo precedettero, tagliando ulteriormente la spesa pubblica e le tasse (in particolare, quelle sui *capital gain*) e irrigidendo la politica anti-immigrazione. A difesa degli interessi dei grandi capitalisti, Hoover incentivò la formazione di grandi consorzi industriali e bancari, nel tentativo di affrontare la crisi senza chiamare direttamente in causa gli interventi statali. In quegli anni venne costituita l'agenzia federale *Reconstruction Finance Corporation*, che nel corso del 1932 erogò prestiti per circa 1500 milioni di dollari a banche, ferrovie e compagnie assicurative che si trovavano in difficoltà[55].

1.11 Alcuni numeri della crisi

Nell'economia reale, i primi anni trenta sono caratterizzati da una considerevole caduta della produzione e dell'occupazione negli Stati Uniti e in gran parte del mondo. Il 1932 fu uno degli anni più neri per l'economia americana: la produzione industriale tra marzo 1931 e giugno 1932 scese da un indice 87 (1929=100) a un indice 59, i contratti edili da un indice 77 a un indice 27, le importazioni da 205 milioni di dollari a 112[56]. Tra il 1929 ed il 1933, il Prodotto Nazionale Lordo si ridusse in termini reali del 30%[57].

Anno	*PNL*[1]	*Crescita economica Δ% PNL*[2]	*Disoccupati (in migliaia)*	*Tasso di disoccupazione (%)*	*Occupati (in migliaia)*	*Δ% Occupazione*	*Fallimenti bancari*
1929	100,0		1.550	3,2	46.207		659
1930	90,1	– 9,9	4.340	8,7	44.183	– 4,4	1.350
1931	83,2	– 7,7	8.020	15,9	41.305	– 6,5	2.293
1932	70,8	– 14,8	12.060	23,6	38.038	– 7,9	1.453
1933	69,5	– 1,9	12.830	24,9	38.052	0,0	4.000
1934	75,8	9,0	11.340	21,7	40.810	7,2	57
1935	83,3	9,9	10.610	20,1	41.673	2,1	34

Legenda: [1] PNL = livello del Prodotto Nazionale Lordo in termini reali (1929 = 100); [2] la crescita economica è misurata dalla variazione % annua del prodotto nazionale lordo in termini reali.

Fonte: elaborazioni su dati tratti da Historical Statistics – US Department of Commerce, 1975 (PNL a prezzi 1958: serie F 3; Disoccupati: D 85; Tasso di disoccupazione: D 86, Occupazione: D 5; Tasso di inflazione per il calcolo del tasso di interesse reale: E 135). Board of Governors of the Federal Reserve System, Banking and Monetary Statistics, 1943, p. 283 (numero di banche sospese nella loro attività).

Tabella 1.2: Stati Uniti: indicatori e variabili "reali" (1929-1935) in E.P. MARELLI, M. SIGNORELLI, *Politica economica: le politiche del nuovo scenario europeo e globale*, Giappichelli, 2015, p. 45.

[55] G. PROCACCI, *Storia del XX secolo*, Mondadori, 2014, p. 155.
[56] Ibidem.
[57] E.P. MARELLI, M. SIGNORELLI, *Politica economica: le politiche del nuovo scenario europeo e globale*, Giappichelli Editore, 2015, p. 44.

La disoccupazione salì rapidamente fino a raggiungere le 13 milioni di unità circa nel corso del 1933[58], con picchi particolarmente elevati nei centri industriali. Migliaia di fallimenti bancari impedirono alle famiglie di incassare i propri risparmi e alle imprese di proseguire gli investimenti. La crisi del settore agricolo si aggravò ancora di più, con una caduta dei prezzi del 50%, mentre le ipoteche sulle proprietà contadine erano arrivate in alcuni stati all'85%[59].

Sul fronte sociale[60], esplose il fenomeno dei senzatetto, che toccò centinaia di migliaia di persone e portò alla nascita di vere e proprie baraccopoli (chiamate significativamente *Hooverville*, a sottolineare le responsabilità del Presidente). Considerando gli indicatori nominali e le variabili monetarie e finanziarie (cfr. tabella 1.2), si deve rilevare che "*il prodotto nazionale lordo a prezzi correnti crollò di circa il 50% tra il 1929 e il 1933, mentre la deflazione del 1930-33 ridusse di circa il 25% il livello dei prezzi al consumo*"[61]. Le misure protezionistiche adottate in difesa dei prodotti nazionali si dimostrano controproducenti e condussero ad un brusco rallentamento del commercio internazionale[62] (politiche all'insegna della *Beggar thy neighbour policy*[63]). Il valore totale del commercio mondiale passò da 67,1 miliardi di dollari del 1928, a 23,3 del 1934[64].

1.12 La recessione diventa internazionale

Già a partire dal 1928, l'euforia della borsa americana aveva fatto spostare enormi

---

[58] Ibidem.

[59] Ibidem.

[60] Solo nel 1932 venne approvato *l'Emergency Relief Act*, in base al quale il Governo Federale si impegnava ad integrare l'assistenza su base locale.

[61] E.P. MARELLI, M. SIGNORELLI, *Politica economica: le politiche del nuovo scenario europeo e globale*, Giappichelli, 2015, p. 45.

[62] L'amministrazione Hoover tentò di attenuare le conseguenze della crisi con varie iniziative. Per mezzo della "*National Credit Association*", trasformata nel gennaio del 1932 in "*Reconstruction Finance Corporation*" (con un capitale di 3 miliardi e mezzo di dollari), essa finanziò le compagnie industriali e ferroviarie, cercando di salvarle dalla bancarotta. Un'altra organizzazione governativa, il "*Federal Farm Board*", ebbe l'incarico di sostenere il livello dei prezzi della produzione agricola. Dopo aver ricevuto dalle casse statali 500 milioni di dollari, questo ufficio, nel corso di un anno e mezzo, accumulò oltre 250 milioni di staie di grano e circa 1,3 milioni di balle di cotone, senza però riuscire nel suo scopo fondamentale. Nella seconda metà del 1931 l'ufficio diede inizio alla vendita delle scorte accumulate, causando uno stato di completa disorganizzazione del mercato, un ulteriore danneggiamento dei farmers e un aggravamento della crisi nell'agricoltura. Infine, nel 1930, creò la "*Grain Stabilization Corporation*" e la "*Cotton Stabilization Corporation*" per sostenere i prezzi dei cereali e del cotone che erano in rapida caduta.

[63] Tradotto significa "rubamazzo", si tratta di una politica economica basata sull'utilizzo di strumenti che, pur favorendo apparentemente lo sviluppo economico interno, danneggiano gli altri paesi con i quali si hanno relazioni economiche (es.: politica di svalutazione monetaria domestica).

[64] F. GUARNIERI, *Battaglie economiche*, Il Mulino, 1988, p. 279.

investimenti dall'Europa, causando il rallentamento della crescita tedesca. La crisi della Germania, stato centrale nel sistema di flusso dei capitali ed investimenti in Europa, si ripercosse su tutto il sistema continentale. All'arresto del flusso di capitali si collegò la riduzione delle importazioni con l'ulteriore rafforzarsi delle barriere protezionistiche negli USA che portò ad una gravissima contrazione del mercato mondiale. In tutti i paesi industrializzati, con l'eccezione dell'URSS, la crisi si presentò con caratteristiche analoghe agli Stati Uniti: crollo della domanda, riduzione della produzione, licenziamenti, ripercussioni gravissime per l'agricoltura e gli altri settori che non trovavano più sbocchi per i propri prodotti. Nei paesi con una forte industrializzazione come la Germania, Francia e Gran Bretagna, "*consistenti riduzioni del reddito nazionale (dal 6 al 16%) furono determinate da massicce contrazioni della produzione industriale*"[65].

Tutti i paesi europei risentirono in varia misura del tracollo economico americano e delle misure protezionistiche da loro adottati, che provocarono, a cascata, l'adozione di soluzioni analoghe da parte degli stati europei in difesa delle loro industrie nazionali.

Tali effetti vennero amplificati dal fatto che la Francia, e soprattutto l'Inghilterra, si erano impegnate nel quinquennio precedente in una politica di stabilizzazione/rivalutazione delle rispettive monete (l'Inghilterra era tornata dal 1925 al *Gold Standard*, cioè a una piena convertibilità in oro della Sterlina). I principali paesi europei reagirono alla crisi in modo assai diversificato e contrassegnato, soprattutto nei primi anni '30, da uno scarsissimo coordinamento delle rispettive politiche economiche. Inoltre, per tutelarsi, gli USA, cominciarono a ritirare gli investimenti dal mercato internazionale al quale si aggiunse la "*Hawley-Smoot*", la dura tariffa doganale che gli Stati Uniti adottarono dal giugno del 1930, la quale ebbe caratteristiche duramente protezionistiche. Il diffondersi della disoccupazione, il blocco della produzione industriale, la crisi a cui andò incontro l'economia agraria, quella bancaria e monetaria portarono ad un fenomeno di proletarizzazione del ceto medio e al diffondersi della povertà, aprendo la strada alla crisi delle istituzioni e favorendo l'avvento delle dottrine nazionalsocialiste di Adolf Hitler in Germania. Ciò fece da apripista agli accadimenti che portarono poi alla seconda guerra mondiale.

1.13 Gli effetti della crisi nel mondo

Per conoscere quanto ha impattato la tremenda depressione del '29, utilizziamo le tabelle sul PIL di Angus Maddison. Tra i moltissimi dati disponibili prodotti dall'enorme

---

[65] A. COVA, *Economia, lavoro e istituzioni nell'Italia del Novecento,* Vita e Pensiero, 2002, p. 681.

lavoro di Maddison, che si possono reperire liberamente sul sito di "World Economics"[66], cercheremo ora di analizzare come il crollo dell'economia globale ha impattato sul PIL degli Stati Uniti, dei principali paesi europei e del Giappone:

Anno	USA	GER	UK	FRA	ITA	JPN
1930	-8.8	-1.4	-0.7	-2.9	-4.9	-8.7
1931	-7.7	-7.6	**-5.1***	-6.0	**-0.6**	**-0.7***
1932	-13.2	**-7.5**	+0.8	**-6.5**	+3.2	+6.8
1933	**-2.1***	+6.3*	+2.9	+7.1	-0.7	**+8.2**
1934	+7.7	+9.1	**+6.6**	-1.0	-0.4	-1.1
1935	+7.6	**+7.5**	+3.9	-2.5	**+9.6**	+1.0
1936	+14.2	+8.8	+4.5	+3.8*	+0.2*	+5.8
1937	+4.3	+6.0	+3.5	+5.8	+6.8	+3.2
1938	-4.0	+7.7	+1.2	-0.4	+0.7	+5.8
1939	**+8.0**	+9.4	+1.0	**+7.2**	+7.3	+15.0

Tabella 1.3: variazioni percentuali del PIL suddivisi per Paese e per anno.
Fonte: www.worldeconomics.com

Quelli evidenziati in rosso, sono gli anni del livello minimo di ricchezza nazionale dalla recessione del 1929, mentre in blu è evidenziato l'anno del recupero dei livelli del 1929. L'asterisco si riferisce all'anno di abbandono dello standard aureo. Come si può notare, i paesi che patirono meno la crisi economica, e che più velocemente recuperarono i livelli di ricchezza antecedenti la recessione, furono Giappone e Regno Unito. Per il Sol Levante e la

[66] http://www.worldeconomics.com/Data/MadisonHistoricalGDP/Madison%20Historical%20GDP%20Data.efp

Gran Bretagna la recessione finì già nel 1931 e in pochi anni ritrovarono una crescita economica costante. Il Regno Unito, che negli anni '20 aveva conosciuto un profondo declino, riuscì anche a riassorbire il gran numero di disoccupati che si erano creati in seguito alla recessione[67].

Andamento dell'occupazione nel settore industriale in vari paesi (indice 1929 = 100)

Anni	Italia	Germania	Gran Bretagna	USA	Francia	Giappone
1930	98	92	92	89	100	101
1931	89	80	85	76	92	100
1932	78	70	87	64	81	98
1933	79	73	91	69	79	101
1934	83	84	95	80	77	106
1935	94	89	97	85	73	111

Tabella1.4: andamento dell'occupazione nel settore industriale in vari paesi. Fonte: G. CANDELORO, *Storia dell'Italia moderna: il fascismo e le sue guerre*, Vol. IX, Feltrinelli, 1981, p. 266.

La crisi del '29 segnò anche la fine dello standard aureo. A poco a poco tutti i paesi sganciarono le proprie valute dall'oro per poter finanziare politiche espansive. Gli Stati Uniti si sganciarono nel 1933 mentre la Francia si staccò dallo standard aureo solo nel 1936 quando, a seguito di una fuga di capitali innescata dai provvedimenti del governo Blum, il franco si svalutò[68].

In Austria la crisi portò nel maggio 1931 alla chiusura della *Kredit-Anstalt* cui erano legate molte banche dell'Europa centrale. A tale evento, fece seguito la cessazione dei pagamenti ai clienti da parte delle principali banche tedesche.

L'Italia ebbe un percorso particolare. Inizialmente venne colpita in maniera marginale dal crack del '29 e ciò le permise di ritornare a crescere già nel 1932. Il biennio successivo però portò una lieve recessione. Nel 1935, anche per via della corsa al riarmo innescata dalla guerra d'Etiopia, l'Italia tornò definitivamente ai livelli del '29 registrando una forte crescita economica. Gli anni immediatamente antecedenti il secondo conflitto mondiale videro un'altalena tra anni di forte crescita e anni di stagnazione. Tra il 1930 ed il 1931, il reddito nazionale reale toccò nel nostro Paese il livello più basso e dal 1932 al 1934 si registrarono i più alti livelli di disoccupazione (nel febbraio del 1933 si contavano 1.300.000 disoccupati[69])

[67] Per maggiori dettagli, cfr. V. ZAMAGNI "*Dalla rivoluzione industriale all'integrazione europea: breve storia economica dell'Europa contemporanea*", Il Mulino, 1999.
[68] Cfr., G. BRACCO, A. CARRERAS, T.J. DAVIS, G.L. FONTANA, *Dall'espansione allo sviluppo: una storia economica d'Europa,* Giappichelli, 2005.
[69] G. CANDELORO, *Storia dell'Italia moderna: il fascismo e le sue guerre*, Vol. IX, Feltrinelli, 1981, p. 265.

che tornò a scendere solo nel 1935 con la guerra in Etiopia. L'Italia in realtà era già in uno stato di semi recessione (come abbiamo potuto vedere attraverso la tabella 1.3), in ragione delle scelte di politica economica del fascismo, in particolare la famosa "Quota 90", ovvero la rivalutazione della Lira rispetto alla Sterlina voluta da Mussolini nel 1926. Questa scelta danneggiò profondamente l'intero comparto industriale, rallentando il flusso delle esportazioni. Il sistema bancario non era adeguato a rispondere alla crisi e in più aumentava il fenomeno dell'assorbimento delle aziende da parte delle banche. Tale fenomeno diverrà drammatico nel biennio 1932-33, portando quasi al collasso del sistema bancario e industriale italiano (ad esso il governo risponderà con la creazione dell'IMI, dell'IRI e con le leggi bancarie del 1933 e soprattutto del 1936).

La crisi del '29 non risparmiò nemmeno la Russia che, seppure svincolata dall'economia del dollaro, subì un contraccolpo molto forte a causa "*della cessazione dei prestiti americani e dei ribassi dei prezzi dei prodotti agricoli che influirono sul primo piano quinquennale che contava molto sull'esportazione di questi per finanziare l'acquisto dei macchinari industriali dall'estero*"[70].

La crisi economica mondiale si manifestò in Giappone in forma molto acuta. Il valore totale della produzione industriale scese, nel 1931, del 32,4% nei confronti del 1929; il volume dell'industria estrattiva e dell'industria pesante fu quasi dimezzato. Tutto ciò fu influenzato negativamente da un errore del Governo giapponese: nel corso del 1930, dopo il crollo di Wall Street, "*vi fu il ritorno al sistema aureo*"[71] che influenzò pesantemente i prezzi (mentre come abbiamo visto, gli altri paesi stavano abbandonando il *Gold Standard* per permettere una libera fluttuazione della loro moneta). Questa decisione danneggiò gravemente l'esportazione della seta, infatti "*tra il 1929 ed il 1930 le esportazioni della seta si ridussero quasi della metà, passando da 781 a 417 milioni di yen*"[72], tali perdite fecero aumentare la pressione deflazionistica nel paese. La depressione che colpì il Giappone, fece le prime vittime nel settore primario, sofferente per i ribassi continui dei prezzi dei prodotti agricoli e "*della contrazione della domanda di seta grezza*"[73]. Il crollo del commercio mondiale, unito all'uso di barriere protezionistiche (tra cui il dazio *Smott-Hawley* che fece crescere le imposte

[70] Fonte: www.borsaitaliana.it, *La crisi del '29 – Parte Seconda*, 30/05/08.
[71] C.P. KINDLEBERGER, *I primi del mondo. Come nasce e come muore l'egemonia delle grandi potenze*, Donzelli, 2003, p. 257.
[72] Ibidem.
[73] F. GATTI, *Storia del Giappone contemporaneo*, Mondadori, 2002, p. 94.

sui beni giapponesi importati negli USA di circa il 23%) fece fallire molte piccole imprese[74].

In Inghilterra la crisi si manifestò fin dai primi mesi del 1930 con un crollo delle esportazioni, una forte diminuzione della produzione industriale (tra il 1929 e il 1932 si ridusse dell'11,4%[75]) e una crescita considerevole della disoccupazione. Tra il 1930 e il 1933 il numero di disoccupati raggiunse i 2,5 milioni[76]. Il governo laburista nel 1931 reagì sospendendo la convertibilità della Sterlina in oro. Nei fatti le esportazioni inglesi non cessano di diminuire fino al 1932, per poi stabilizzarsi e conoscere un discreto incremento dal 1935, in corrispondenza di un leggero miglioramento della situazione economica che si consoliderà ulteriormente nel corso degli anni seguenti. Le costruzioni navali scesero all'88%, l'industria meccanica al 70%[77]; l'industria tessile funzionava al 33-40% al di sotto delle sue possibilità. La Gran Bretagna, forte dei rapporti privilegiati con i paesi del Commonwealth, provò ad uscire dalla crisi aumentando ulteriormente gli scambi commerciali con questi paesi, in cambio di una certa liberalizzazione nei rapporti politici. Tale strategia permise di attutire, anche se moderatamente, gli effetti della crisi, attraverso la riduzione dei dazi doganali all'interno del Commonwealth e la difesa dei prodotti inglesi sul mercato globale. Tutto questo, però, costò all'impero britannico la concessione del diritto di autogoverno ai sei *Dominions* allora esistenti: il Canada, l'Australia, l'Unione sudafricana, la Nuova Zelanda, Terranova e lo Stato libero di Irlanda. Analogamente a quanto avvenne negli Stati Uniti, venne istituita la *Banker's Industrial Development Company*[78], con capitale interamente sottoscritto dal governo.

La situazione della Francia appariva diversa: nel 1930, la crisi non sembra avere avuto gravi ripercussioni. In Francia era diffusa la piccola e media proprietà contadina, e ciò la rendeva meno esposta ai rischi derivanti dalle fluttuazioni della congiuntura. La Banca di Francia aveva accumulato ingenti quantità di oro e i disoccupati che ricevevano il sussidio statale non raggiungevano che qualche migliaia. Ma già nel 1931, a causa della svalutazione della Sterlina inglese, il Paese appariva in difficoltà nel commercio internazionale e vide successivamente diminuire, nell'ordine, i prezzi, la produzione e l'impiego. Fu la svalutazione della moneta britannica che inflisse un duro colpo all'economia francese: le esportazioni

---

[74] C.A. KUPCHAN, *La fine dell'era americana. Politica estera americana e geopolitica del ventunesimo secolo*, Vita e Pensiero, 2003, p. 102.
[75] A. COVA, *Economia, lavoro e istituzioni nell'Italia del Novecento,* Vita e Pensiero, 2002, p. 681.
[76] G. SOFRI, *Gandhi e l'India*, Giunti, 1995, p. 19.
[77] Cfr., F. BERTINI, *Risorse, conflitti, continenti e nazioni,* Firenze University Press, 2006, p. 102.
[78] Cfr., R.S. SAYERS, *The bank of England, 1891-1944*, CUP Archive, 1976, p. 229.

cessarono di essere competitive e gli indici della produzione cominciarono a diminuire, mentre aumentarono quelli della disoccupazione[79]. Quest'ultima arrivò a toccare nel 1934 le 334.000 unità, mentre nel 1935 si arrivò a 500.000[80]. Tra il 1930 e il 1935, il reddito dei contadini francesi si ridusse più della metà, mentre la produzione industriale diminuì del 17,5% nel 1931[81]. È solo dal 1938 che la Francia si lasciò alle spalle la crisi, grazie anche all'effetto di rilancio delle accresciute spese militari, quando ormai la seconda guerra mondiale era alle porte. In Francia, la crisi venne affrontata con una politica deflazionistica, di compressione della spesa pubblica e dei consumi.

Dalla metà degli anni '20 la Germania aveva conosciuto una leggera ripresa economica, frutto tra l'altro del riscaglionamento del pagamento dei debiti di guerra e di un significativo afflusso di capitali americani. Gli eventi americani del 1929-30 portarono, come abbiamo visto, ad un rapido ritiro di questi capitali. Il fallimento della banca *Danat* e della *Dresdner Bank*, unitamente a quello dell'austriaco *Kredit Anstalt* destabilizzano l'intera Europa centrale. Nel 1933 sei milioni di tedeschi erano senza lavoro[82] e la produzione industriale crollò del 40,8%[83] tra il 1929 e il 1932. Negli anni di cancellierato di Bruning (1930-1932) il Governo si dimostrò incapace di fare fronte alla crisi, anzi, il licenziamento di migliaia di impiegati e funzionari assieme all'incapacità di mettere a punto una politica anticiclica, contribuì ad aggravare la crisi. Decine di migliaia di piccole imprese e banche vennero assorbite dalle grosse banche e dai monopoli, causando un'ulteriore concentrazione del potere economico e politico nelle mani di un gruppo di monopolisti.

Per quanto riguarda la Germania, c'è da sottolineare che proprio a causa della crisi economica, la destra nazionalista riuscì a far guadagnare a Hitler l'appoggio del ceto medio. In molti furono affascinati dal programma estremista del partito nazista, che proponeva il superamento del momento sfavorevole attraverso un ritorno allo spirito germanico, che sarebbe stato, tra le altre cose, capace di vendicare i torti subiti nel corso e al termine della prima guerra mondiale. La reazione autoritaria alla crisi apriva anche alla possibilità di un nuovo conflitto, inteso, dal punto di vista economico, come l'occasione per rilanciare l'industria internazionale.

---

[79] G. PROCACCI, *Storia del XX secolo*, Mondadori, 2014, p. 156.
[80] G. SOFRI, *Gandhi e l'India*, Giunti, 1995, p. 20.
[81] Ibidem.
[82] Ibi, p. 19.
[83] A. COVA, *Economia, lavoro e istituzioni nell'Italia del Novecento,* Vita e Pensiero, 2002, p. 681.

1.14 Una lettura della crisi

Arrivati a questo punto, bisogna evidenziare il fatto che la discussione sulle cause dell'origine della crisi americana è ancora aperta tra gli esperti, ma tutti tendono a sottolineare l'importanza di alcuni fattori, quali la riduzione dei tassi d'interesse sollecitata dai paesi europei, la crescita incontrollata di Wall Street, l'incapacità del presidente Hoover di contrastare la crisi e le colpe della Federal Reserve. Nel corso di questa analisi sono risultati abbastanza chiari i limiti e le insufficienze delle risposte dei principali paesi europei alla crisi. Alcuni stati, come analizzato precedentemente, (tra cui l'Inghilterra) hanno deciso di uscire dal sistema del *GoldSstandard*, altri (tra cui Francia, Italia, Belgio, Olanda, Polonia) decisero di rimanervi. Scelte politiche ed economiche che hanno portato a risultati anche molto eterogenei tra di loro. In certi casi (Francia, Italia, Germania nazionalsocialista) vennero applicate, con risultati differenti, ricette economiche 'interventiste'. C'è poi da sottolineare il fallimento della conferenza di Londra del 1933[84], la quale non ottenne i risultati sperati.

Si può quindi affermare che la disgregazione dell'Europa in più aree monetarie e commerciali, l'eterogeneità delle risposte date alla crisi da parte dei governi e delle istituzioni e l'assenza di una coerente politica economica anticrisi, abbiano aggravato e in certi casi prolungato gli effetti della crisi originata negli Stati Uniti. Alcuni studiosi infatti ritengono che "*la politica, non il mercato, fu la causa principale dello shock di 80 anni fa*"[85]; la lettura di questa crisi e della successiva recessione, ci mostra come già a quel tempo i mercati finanziari fossero deboli e mal vigilati, e quanto velocemente essi possano cadere. Ma ci mostra poi come un'economia globalizzata ed interconnessa possa diffondere sia sviluppo, prosperità e ricchezza, ma anche generare gravi povertà, e che le ristrettezze economiche possono avere effetto sia sulla politica nazionale che internazionale. Ci viene inoltre mostrato che all'origine della depressione vi fu un "*insuccesso dei tentativi, […] di realizzare un'effettiva cooperazione internazionale, sia a livello economico-finanziario sia a livello politico*"[86]. Tra le nazioni quindi non vi era la volontà di cooperare, ma ogni stato ricercava la soluzione più rapida ed efficace per uscire dalla stagnazione, senza cercare una cooperazione.

---

[84] Conferenza tenutasi a Londra nel giugno del 1933, cui parteciparono i rappresentanti di 66 nazioni, per discutere sulle modalità per uscire dalla Depressione economica in cui si trovava l'economia mondiale, dare nuovo slancio al commercio internazionale e per cercare di stabilizzare il quadro monetario.

[85] A. ALESINA, *La crisi del 1929 e le sue false morali*, Il Sole 24 Ore, 20 maggio 2009.

[86] G. PROCACCI, *Storia del XX secolo*, Mondadori, 2014, p. 149.

Tra gli economisti che cercarono la causa del problema negli errori di gestione della politica economica, John Maynard Keynes è senz'altro quello che più di ogni altro ha ricercato il ruolo che ha avuto la politica fiscale. Secondo l'economista inglese, le politiche fiscali restrittive causano un rallentamento nella crescita del reddito e dell'occupazione[87]. La soluzione keynesiana ad una fase di ristagno economico consiste nell'applicazione di politiche fiscali di tipo espansivo (soprattutto attraverso l'aumento della spesa pubblica, ma anche attraverso tagli alle tasse).

Ad enfatizzare il ruolo della politica monetaria invece sono in particolar modo gli economisti liberisti. Per molto tempo, l'interpretazione liberista della crisi è stata dominata dalla concezione austriaca (i cui principali esponenti sono stati Ludwig von Mises e Friedrich August von Hayek), che vedeva negli errori di politica monetaria, commessi durante gli anni venti, la principale causa di un squilibrio sviluppatosi all'interno dell'economia reale. Gli economisti austriaci, in linea con l'interpretazione keynesiana, individuano la causa della crisi negli squilibri prodotti nell'economia reale[88]. Il problema della politica monetaria condotta dalla Fed e dalle istituzioni negli anni venti, è consistito infatti nell'aver ostacolato il libero funzionamento dei mercati, producendo uno scostamento tra lo sviluppo della struttura produttiva e la dinamica della domanda espressa dai consumatori. Contro questa interpretazione, negli anni sessanta, il fronte liberista sviluppò un'interpretazione incentrata sugli squilibri finanziari, piuttosto che su quelli dell'economia reale. In particolare, la scuola monetarista (affermatasi grazie al contributo di Milton Friedman e Anna Schwartz) attribuiva gravi responsabilità alla Federal Reserve, non tanto nella condotta della politica monetaria prima dello scoppio della bolla, quanto nella gestione della crisi, una volta che questa si era manifestata.

Il problema, in altri termini, non sarebbe nella sfera reale – come sostengono, con opposte motivazioni, Keynes e Hayek – bensì in quella finanziaria. Gli anni Venti non sarebbero dunque stati un periodo nel quale si accumularono gli squilibri reali che avrebbero poi portato alla depressione degli anni Trenta, bensì sarebbero caratterizzati dalle ordinarie oscillazioni dell'economia reale, le quali tuttavia, dopo il crollo dei mercati, si sarebbero

---

[87] Si vede a riguardo, J. M. KEYNES*, La teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, 2006.

[88] Queste e altre opinioni sono ben esplicitate in *Governi distruttori di ricchezza. La teoria austriaca del ciclo economico*, di L. VON MISES, Armando Editore, 1997.

trasformate in una lunga fase depressiva, a causa degli interventi sbagliati della Federal Reserve.

Per concludere, riportiamo un estratto del discorso tenuto nel 2002, quando Ben Bernanke, allora nel *board* dei governatori della Fed, affermò durante un discorso in occasione del novantesimo compleanno di Milton Friedman: "*Vorrei dire questo a Milton e Anna [Schwartz]: per quel che concerne la Grande Depressione, avevate e avete ragione, è stata nostra responsabilità. Chiediamo perdono. E grazie a te, Milton, non commetteremo più lo stesso errore*"[89]. Purtroppo, la Fed aveva già dato inizio al calo del tasso di interesse a ridosso dell'attacco delle Torri Gemelle, che avrebbe portato alle conseguenze riportate nel capitolo successivo.

[89] Discorso tenuto in onore di Milton Fiedman, all'Università di Chicago, Illinois, 8 Novembre 2002.

CAPITOLO 2
LA GRANDE CRISI DEL 2007

2.1 Alle radici della crisi

Una delle domande più ricorrenti che sono state fatte negli ultimi anni è stata "ma c'erano i segnali di questa crisi?". La risposta è sì.

Alcuni segnali erano arrivati "*fin da giugno-luglio 2007 negli USA"*[90], dove alcuni fondi di investimento erano falliti a causa delle troppe perdite accumulate. A luglio poi il "*credit spread, ossia il premio a rischio sui prestiti bancari (rispetto ai tassi sui titoli di stato) era decisamente aumentato rispetto a giugno"*[91], inoltre c'erano già "*alcune avvisaglie di un credit crunch già a marzo 2007"*[92]. Ma già tra il 2000 e il 2005, cominciarono ad aumentare le preoccupazioni a livello internazionale sulla rischiosità del sistema finanziario statunitense. Vi era piena consapevolezza[93] che il debito privato delle famiglie statunitensi costituiva una seria fragilità per il sistema economico, tanto più in presenza di una probabile futura risalita dei tassi di interesse.

Esiste ancora adesso l'idea che la crisi attuale sia stata scatenata da una "*crisi dei mutui subprime*". È dunque meglio precisare che sebbene questa sia stata *anche* una crisi finanziaria, e in particolare modo innescata dal fallimento di questo particolare tipo di mutui immobiliari ipotecari concessi a clienti al di sotto (*sub*) dello standard dei clienti *prime* (coloro i cui redditi sono abbastanza elevati da rendere del tutto normale il pagamento della rata), essa affonda le sue radici in un preciso funzionamento del capitalismo contemporaneo[94]. Il culmine della crisi è un tipico "*Minsky moment",* per usare un'espressione tornata in auge, dal nome dell'economista che più di tutti ha cercato di interpretare l'instabilità economica e le crisi finanziarie[95].

---

[90] Fonte: www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime* , Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008, p. 30.

[91] Ibidem.

[92] Ibidem.

[93] Il problema del debito privato americano è affrontato, ad esempio, nel manuale di macroeconomia A.B. ABEL, B. BERNANKE, *Macroeconomics*, Pearson Addison Wesley, 2005.

[94] Si veda un'attenta e approfondita analisi di F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009),* CEDAM, 2009., p. 37 e ss., il quale fa risalire la causa della crisi nell'interazione fra politica ed economia, "*ed in particolare alla volontà della prima di utilizzare gli elevati livelli di finanziarizzazione della seconda per evitare gli effetti connessi ad un inversione del ciclo".*

[95] Tra i lavori di Minsky, citiamo solamente la raccolta di saggi, *Can "It" happen again?*, M.E. Scarpe, 1982. Non a caso il paragone tra virgolette si riferisce proprio alla crisi del '29.

Come è stato fatto nel capitolo dedicato all'analisi della crisi del 1929, anche qui andremo alla ricerca di dati, fatti e azioni compiute dalle istituzioni nazionali ed internazionali, al fine di analizzare come abbia potuto scatenarsi una crisi tanto violenta quanto prolungata come quella che abbiamo vissuto. In questa prima parte, si vuole porre l'attenzione su due pilastri fondamentali del sistema capitalistico: l'investimento produttivo e gli andamenti commerciali globali.

2.2 Gli investimenti produttivi

L'investimento è un elemento fondamentale di un'economia di mercato globale che si basa sulla produzione industriale e sullo scambio di beni e servizi. Diventa quindi interessante ripercorrere le evoluzioni avvenute nel decennio conclusivo degli anni Novanta (anche attraverso una serie di alti e bassi borsistici). Se volessimo andare a ricercare una flessione delle economie di USA ed UE, bisognerebbe cominciare dagli anni Settanta. In quel decennio le due economie erano cresciute entrambe, in media, di circa il 3% annuo in termini reali. Ma nei primi anni del 2000, entrambe scesero all'1,5%[96]. Nel campo della produzione, gli USA negli anni Sessanta viaggiavano tra il 5 e il 6%, mentre nel 2010 è crollata al 2%, contemporanemante nei paesi europei, nello stesso periodo, si è passati dal 10% annuo a circa zero[97].

Per quanto riguarda la finanza, si potrebbe cominciare dal crollo della borsa del 1987 (il primo dopo l'abbandono del *Gold Exchange Standard*[98] con Alan Greenspan da qualche mese a capo della Fed su nomina di Ronald Reagan) e proseguire con la breve recessione durata otto mesi tra il 1990 e il 1991. A seguito di questi fatti, vi fu un periodo di ripresa eccezionale tra il 1995 e il 2000, quando venne registrato un tasso di crescita medio degli investimenti dell'ordine di più del 10% all'anno[99]. Questi dati trovano la loro fonte nelle ottimistiche aspettative delle imprese sui mercati, in particolare nel mercato azionario rappresentato dalle quotazioni di aziende operanti nel settore dell'informatica. Questa enorme crescita fecero

---

[96] I dati provengono dal *Bureau of economic analysis* del Congresso americano. Dalla versione online (http://monthlyreview.org/2012/05/01/the-endless-crisis).

[97] L. GALLINO, *Il colpo di stato di banche e governi*, Einaudi, 2013.

[98] Il sistema aureo (*Gold Standard*) è un sistema monetario nel quale la base monetaria è data da una certa quantità fissata di oro. Tale sistema fu sostituito dagli accordi di Bretton Woods del 1944, i quali rimasero in vigore fino al 1971, anno in cui gli USA abolirono la convertibilità del dollaro in oro, che decretò la fine del sistema aureo.

[99] Cfr. F. COLOMBINI, A. CALABRÒ, *Crisi globale e finanza innovativa: irrazionale creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito*, UTET, 2009, p.15.

dichiarare nel 1996 allo stesso Greenspan che si trattava di "*irrational exuberance"*[100], per descrivere un comportamento molto diffuso, ma allo stesso tempo ingiustificato, che sollevava enormi timori per una inevitabile caduta, altrettanto irrazionale ed esuberante[101].

Come previsto, tale castello crollò nel 2001 con una nuova recessione, anche questa fortunatamente di breve durata; tale crisi è diventata famosa come la bolla della "*New Economy"* o delle "*dot.com"*. Gli investitori avevano impiegato una grande quantità di capitale nelle quotazioni di migliaia di nuove compagnie del settore informatico: si diceva che "*le nuove tecnologie avessero cambiato tutto, e che le vecchie regole sui limiti che si frapponevano al profitto e alla crescita non si applicassero più*"[102]. Nell'esporre la sua teoria su tale bolla azionaria, Krugman descriveva accanto a questo primo fattore, "*la convinzione che l'epoca delle pesanti recessioni fosse definitivamente alle spalle*"[103], ovvero che fossimo all'inizio di un circolo vizioso che avrebbe portato le persone a sopravvalutare le capacità di crescita dell'economia.

Visto che le tecniche utilizzate per uscire dalla recessione del 1991 diedero origine alla ripresa del 1993, la Fed iniziò ad abbassare i tassi di interesse, attuando una politica monetaria di tipo espansiva, ovvero capace di rifornire il mercato di liquidità, intesa come moneta circolante. Un ulteriore fattore da considerare fu la deregolamentazione di Wall Street[104], avvenuta nel 1999 prima, con Bill Clinton, e negli anni 2000 poi, sotto la presidenza Bush. Questa permise in sostanza alle banche americane di "*assumere molti più rischi, ricorrendo all'indebitamento in misura superiore al passato*"[105]. Vennero allora adottati parametri molto larghi, che portarono i tassi addirittura a livelli negativi (in termini di tassi reali), passando dal 6,4% del dicembre del 2000, all'1,13% del dicembre del 2003[106]. Tale manovra aveva l'obiettivo di evitare conseguenze recessive del crollo del mercato, da un lato offrendo

---

[100] A. GREENSPAN, *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, discorso tenuto il 5 dicembre 1996.

[101] Cfr. l'analisi di R.J. SHILLER, *Euforia irrazionale: alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, 2009.

[102] P. KRUGMAN, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, 2009, p. 165.

[103] Ibi, p. 164.

[104] Deregolamentazione che sfocia nel 1999 con l'abrogazione dello *Glass Steagall Act*, legislazione varata all'indomani della crisi del 1929. Tale legge consisteva nella separazione tra banche commerciali e banche d'affari, venne abrogata da Bill Clinton. Tale azione permise la costituzione di gruppi bancari che al loro interno potevano esercitare sia l'attività bancaria tradizionale sia l'attività di banca d'investimento e assicurativa. Nello stesso anno fu introdotto il *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act* che ha ampliato la gamma delle attività praticabili dalle banche indipendentemente dalla loro dimensione.

[105] Cit., L. CAMPIGLIO, M. CARVELLI, G. DE PONTI, e altri autori, *Quale futuro per l'Europa?: percorsi per una rinascita*, BUR, 2014.

[106] Cfr. F. COLOMBINI, A. CALABRÒ, *Crisi globale e finanza innovativa: irrazionale creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito*, cit., p.16.

un'ampia riserva di liquidità agli operatori finanziari e dall'altro abbassando sempre più i rendimenti dei titoli a basso rischio. Tra gli avvenimenti sicuramente da ricordare, l'11 settembre 2001, a seguito dell'attacco terroristico alle Torri Gemelle e al Pentagono, si crearono grandi instabilità sui mercati americani. Il 17 settembre la Fed ridusse il tasso di interesse portandolo al 3% e spiegando che essa avrebbe continuato a rifornire i mercati di liquidità "*fino a che non si tornerà a condizioni di mercato più normali*"[107]; ad ottobre dello stesso anno, in concomitanza con lo scoppio della guerra in Afghanistan, il tasso si ridusse ulteriormente al 2,5%, a causa di "*grandi incertezze geopolitiche*"[108].

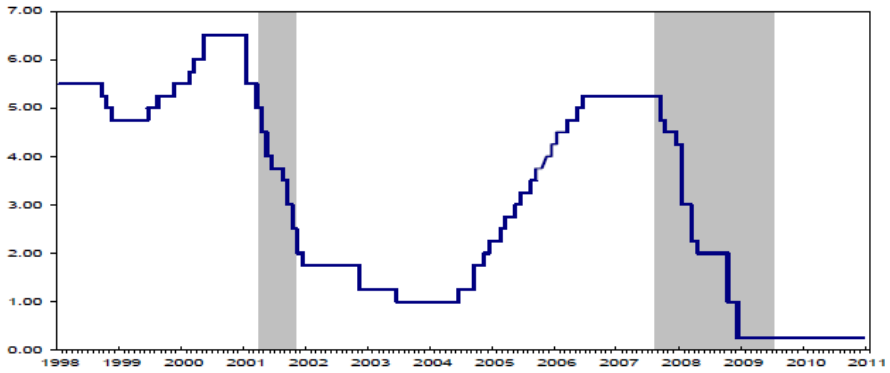

Grafico 2.1: andamento del tasso di interesse applicato dalla Fed. Le zone in grigio rappresentano le crisi finanziarie. Fonte: *The Conference Board (U.S. Leading Index)*

Tale strategia venne adottata anche in Europa dalla Banca Centrale Europea (BCE) e in Giappone (*Bank of Japan*), come si può osservare dal Grafico 2.2, anche se con modalità diverse. La manovra adottata dalla Fed aveva una finalità espansiva, "*in concomitanza dell'attacco alle Torri Gemelle e delle guerre che ne sono seguite in Afghanistan e in Iraq*"[109], mentre quella adottata dalla BCE era orientata a mantenere il livello dell'inflazione dell'area euro al di sotto del 2%. Come si può notare dal Grafico 2.2, il Giappone portò i tassi a livelli prossimi allo zero.

[107] M. PLATERO, M. DONADDIO, *Le radici della crisi nel crollo delle Torri*, Il Sole 24 Ore, 4 settembre 2011.
[108] Ibidem.
[109] M. BAGELLA, *L'euro e la politica monetaria – Seconda edizione*, Giappichelli, 2015, p. 150.

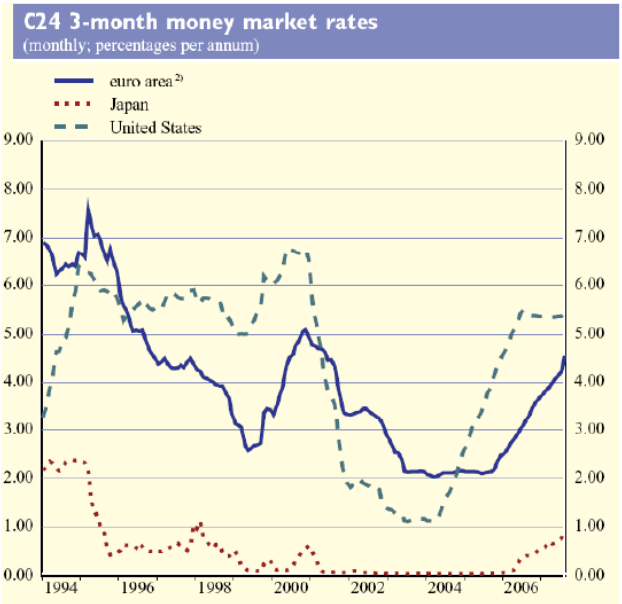

Grafico 2.2: Andamento dei tassi di interesse applicati negli Stati Uniti, Area Euro e Giappone. Fonte: ECB, *Monthy Bulletin*, September 2007, p. S44.

Si intuisce già da questi primi dati che queste manovre non stavano facendo altro che preparare la creazione di una nuova bolla finanziaria. La particolarità della manovra adottata da Greenspan è che essa non produsse inflazione, malgrado fosse normale aspettarsela in questi casi. Questo perché l'aumento della liquidità non andò ad incidere direttamente sulla domanda di beni di consumo. Le grandi quantità di denaro immesse dalla Fed invece, vennero indirizzate verso i titoli azionari e il settore immobiliare che, proprio per la loro natura di essere meno capaci di assorbire un rialzo della domanda troppo veloce, registrarono un notevole aumento dei prezzi. Quindi fu proprio la Fed "*in seguito alla crisi della New Economy , con il deliberato intento di attenuare gli effetti depressivi, a favorire quella sovrabbondanza di liquidità che ha finito per cercare sbocco nei mutui subprime*"[110], tale episodio lo si può riscontare anche nei venti anni precedenti. Fin dal crollo di Wall Street del 1987, passando poi alla crisi del debito brasiliano e russo, all'attacco alle Torri Gemelle del 2001, dove "*Greenspan ha sempre cercato, con manovre espansive, di prevenire le possibili flessioni del mercato, e di curare quelle effettive*"[111].

Gli operatori finanziari ebbero quindi la necessità di trovare altre possibilità di investimento, ma il mercato finanziario, a causa dello scoppio della bolla della *New Economy*, non poteva offrire molte soluzioni. I candidati principali all'investimento divennero allora le

[110] M. AMATO, L. FANTACCI, *Fine della finanza*, Donzelli, 2009, p. 109.
[111] Ibidem.

attività reali, con al primo posto gli immobili. La risposta degli operatori finanziari fu di avventurarsi in mercati sempre più rischiosi (come quelli dei mutui *subprime*) per cercare di ottenere un profitto. Ma prima di osservare il cambiamento del mercato immobiliare, continuiamo con l'analisi degli andamenti commerciali a livello mondiale.

2.3 Gli andamenti commerciali globali

L'altro elemento importante, come riportato in precedenza, sono stati gli andamenti commerciali internazionali. Il grafico 2.3 mostra il volume degli scambi (in dollari USA) dal 1970 fino al 2001. È facile osservare l'impressionante crescita avvenuta a fine degli anni Novanta relativa agli IDE (Investimenti Diretti Esteri), come altrettanto rilevante è la successiva caduta nel 2001 degli stessi. Questo dato serve per introdurre l'analisi seguente.

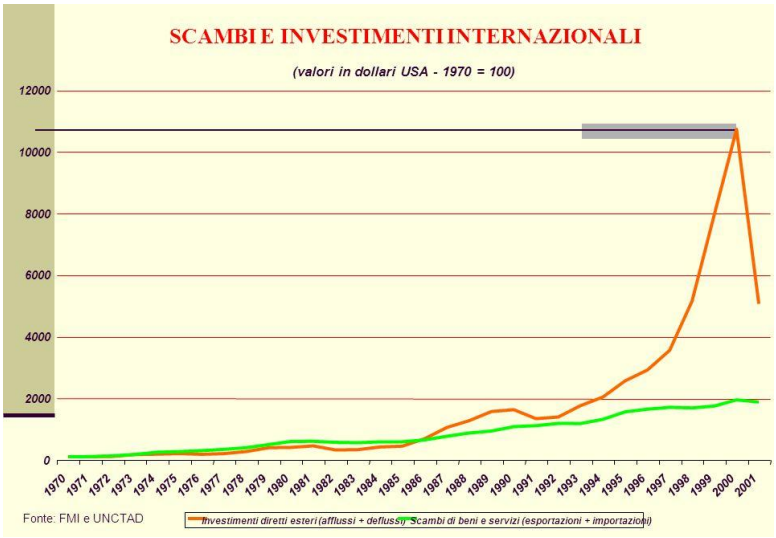

Grafico 2.3: Scambi e investimenti internazionali. Fonte: FMI e UNCTAD (2001).

È noto ormai che gli Stati Uniti, negli ultimi venti anni, hanno visto una diminuzione sempre maggiore delle proprie esportazioni (cfr. Tabella 2.1), a fronte di importazioni più consistenti provenienti *in primis* dalla Cina (senza dimenticare l'importanza del Medio Oriente). C'è poi da sottolineare che nel 1985 il deficit estero americano (corrispondente al 2,8% del PIL) era finanziato da governi esteri solo nella misura dell'8%, mentre nel 2006 il deficit corrispondeva al 5,2% del PIL ed era finanziato dall'estero per più del 30%[112]. Grandi capitali cinesi vennero investiti negli USA, influenzando verso il basso il tasso di interesse globale: in questo modo gli investitori non erano più soddisfatti dal ritorno sul capitale degli *asset* più

[112] J. ATTALI, *Breve storia del futuro,* Fazi Ed., 2007, p. 120.

sicuri e si misero alla ricerca di alti rendimenti promessi dai titoli della finanza (es. derivati, ecc.). Cominciò così una grande offerta, da parte degli istituti finanziari, di prodotti derivati che apparivano a basso rischio sia agli attori privati che pubblici.

Table 1. Global Current Account Balances, 1996, 2000, and 2004
(Billions of U.S. dollars)

Countries	1996	2000	2004
Industrial	**41.5**	**-331.4**	**-400.3**
United States	-120.2	-413.4	-665.9
Japan	65.7	119.6	171.8
Euro Area[1]	78.5	-71.7	53.0
Developing[2]	**-90.4**	**131.2**	**326.4**
Asia[2]	-40.6	86.8	179.5
China[2]	7.2	20.5	55.5
Hong Kong	-2.6	7.1	16.0
Korea	-23.1	12.3	27.6
Taiwan	10.9	8.9	19.0
Thailand	-14.4	9.3	7.3

Tabella 2.1: Global Current Account Balances, 1996, 2000 and 2004 (Billions of U.S. dollars).

Nel 1980 le attività estere lorde degli USA ammontavano a soli il 21% del PIL[113] e le passività al 19%[114]; gli Stati Uniti erano quindi un creditore netto. A partire dal 2003 invece, le attività estere degli Stati Uniti ammontavano al 71% del PIL e le sue passività al 96%[115]. Si tratta di un mutamento di ruolo della più grande potenza economica mondiale, che da produttore globale, si è trasformata in una società composta da consumatori che facevano pochissimo ricorso al risparmio. La minore propensione al risparmio delle famiglie era l'unico modo per tenere alto il livello della domanda, in questo modo gli americani accumularono in quegli anni un disavanzo strutturale nei conti con l'estero. Esaminando meglio questa tendenza, scopriamo che essa iniziò diverso tempo prima, tanto che "*il rapporto fra credito e prodotto interno lordo è aumentato del 150% del 1969 al 350% del 2007. Il credito ha sorretto i consumi e attirato importazioni con un impatto devastante sulla bilancia*

[113] P.R. KRUGMAN, M. OBSTFELD, *Economia internazionale – volume 2*, Pearson Addison Wesley, 2007, cit. "*a aprtire dal 1980, le attività e le passività estere degli Stati Uniti sono aumentate rapidamente. Le passività, tuttavia, sono aumentate più velocemente e hanno causato un aumento significativo del debito estero netto del paese"* p. 44.
[114] P.R. KRUGMAN, M. OBSTFELD, *op. ult. cit.*, p. 43.
[115] Ibidem.

commerciale americana. Al 2006 il deficit nel conto della partite correnti[116] *ha raggiunto quasi 800 miliardi di dollari*"[117]. Molti detentori internazionali di dollari erano fortemente incentivati a reinvestire nei mercati finanziari a stelle e strisce, "*fornendo così agli Stati Uniti le risorse per finanziare gli acquisti all'estero in eccedenza delle proprie capacità di esportare merci e servizi*"[118]. Il debito americano verso l'estero arrivò nel 2006 alla cifra record di 2500 miliardi di dollari, che equivaleva circa al 20% del PIL della più grande economia del mondo[119].

Per garantire tali investimenti nel corso del tempo, si doveva cercare di mantenere una grande stabilità nell'economia: questa è la direzione che intraprese la Fed nel corso degli anni e che ha avuto come conseguenza lo spostamento di eventuali fluttuazioni dell'economia reale sull'occupazione e sui salari reali. I mercati che furono inondati di liquidità, permisero un massiccio rientro dei dollari posseduti all'estero sui propri mercati finanziari, il che permise agli Stati Uniti di continuare a produrre poco, sempre che si riuscisse a mantenere elevata la domanda interna. Tale obiettivo venne raggiunto grazie ad un sempre più crescente indebitamento privato delle famiglie[120] (*overindebteness*), che a sua volta era sostenuto dalle manovre di politica monetaria espansiva e da una politica fiscale che non ha agito sui consumi interni per riequilibrare lo squilibrio che si era creato.

---

[116] Costituisce una delle due voci (l'altra è il conto capitale) della bilancia dei pagamenti, uno strumento attraverso il quale si misura il flusso di beni, di servizi e del capitale sia in entrata che in uscita di un paese che intrattiene rapporti commerciali internazionali. Il conto capitale è il saldo delle attività finanziarie (capitali, azioni) e reali (immobili, terreni). Il conto delle partite correnti è invece costituito da: bilancia commerciale (differenza in valore tra beni importati ed esportati), bilancia dei servizi (come sopra, ma riferita ai servizi) e bilancia dei trasferimenti (idem). Ai fini del nostro discorso, è chiaro il valore soprattutto della seconda parte.

[117] R. DUNCAN, *Bring back the link between gold and the dollar*, Financial Times, 23 novembre 2008.

[118] P. ONOFRI, *La crisi e i suoi cattivi maestri*, il Mulino, 2009, p. 69.

[119] F. TARGETTI, A. FRACASSO, *Le side della globalizzazione: storia politica e istituzioni,* Francesco Brioschi Ed., 2008, p. 259.

[120] G. AJASSA, *Lo sboom immobiliare americano rischia di ridurre la crescita europea,* www.LaRepubblica.it, 23 ottobre 2006; l'autore riporta che la Fed (nella sua pubblicazione periodica sul flusso di fondi tra i settori istituzionali) ha calcolato che il debito delle famiglie americane in quell'anno aveva raggiunto i 12,4 trilioni di dollari.

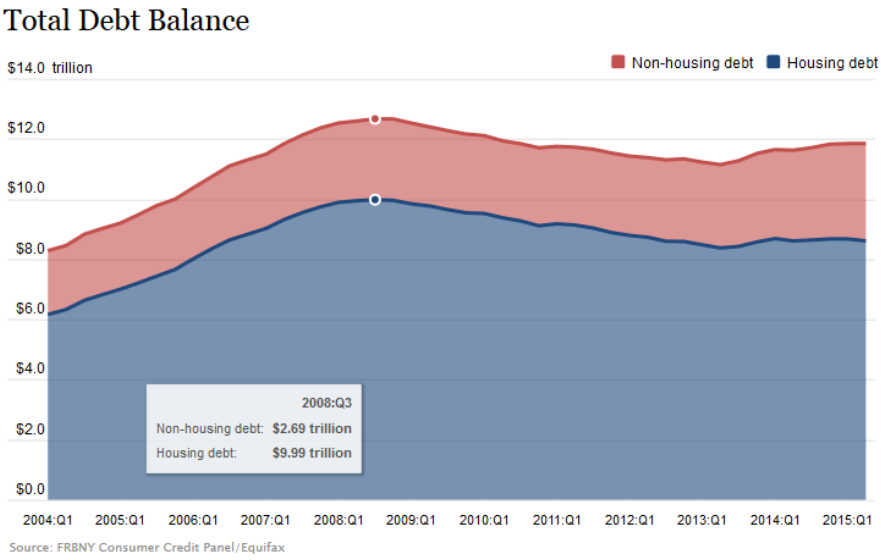

Grafico 2.4: bilancia totale del debito statunitense. Fonte: FRBNY (2015).

Concludendo questa prima parte, era quindi ragionevole aspettarsi che prima o poi questa crescita "drogata" andasse incontro alla fine. Nardozzi stesso la chiama "*Chimerica*", animale mitologico del terzo millennio, capace di volare da una parte all'altra del Pacifico creando dollari che venivano acquistati (andata) e poi reinvestiti in titoli (ritorno), almeno fino a quando "*il volo di Chimerica è terminato con uno schianto perché ha contribuito a gonfiare la finanza fino a farla scoppiare*"[121].

2.4 Il panorama statunitense

Prima di descrivere quale era il panorama socio-economico americano, risulta importante fare chiarezza sul ruolo della Bance Centrale Europea e della Federal Reserve. A differenza della Fed, l'obiettivo primario della BCE è quello di mantenere la stabilità dei prezzi, con l'obiettivo di salvaguardare la moneta unica. Come si può leggere dal protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea[122], questo è il principale obiettivo, a cui segue un sostegno per le politiche generali dell'Eurozona per la ricerca di una piena occupazione e di una crescita stabile. In tal senso, la BCE è stata

[121] G. NARDOZZI, *Addio "Chimerica", nuove basi per la ripresa*, Il Sole 24 Ore, 29 gennaio 2009.

[122] Il Protocollo sullo statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea, al Capo II articolo 2 recita "*[…] l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, esso sostiene le politiche economiche generali della Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2 del trattato",*disponibile al sito https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_statute_2.pdf

considerata una banca centrale "conservatrice"[123], ovvero un'istituzione che considera più importante la stabilità dei prezzi molto più che della stabilizzazione dell'occupazione e della crescita economica[124].

La Fed invece, ha come primo compito l'attuazione di politiche che portino ad un livello di disoccupazione più basso possibile, seguito dalla stabilità dei prezzi e da tassi di interessi moderati nel corso del tempo. Più questi tassi sono bassi, più le banche sono incentivate a chiedere soldi a prestito, in questo modo circola più denaro nel sistema economico. La difficoltà maggiore delle banche centrali consiste nel trovare il giusto tasso[125] per aumentare il denaro in circolo nella giusta misura che accompagni la crescita economica, senza però causare inflazione. Esiste una formula matematica, chiamata *Taylor Rule*[126], che serve a calcolare in un dato momento quale tasso d'interesse deve essere applicato da una banca centrale. Applicata fin dalla metà degli anni '80 per circa vent'anni, la *Taylor Rule* fu abbandonata in seguito alla bolla economica delle *dot.com* e poi a seguito degli attentati dell'11 settembre. Tra il 2000 e il 2001 la Fed portò il tasso di interesse dal 6,5% all'1,75%[127] (un abbassamento di circa 250 punti base sotto il livello suggerito dalla *Taylor Rule*[128]), inondando letteralmente il mercato americano di liquidità. Quando i tassi di interesse fissati da una banca centrale sono bassi, significa che è in circolo molto denaro: quindi è più facile ottenere prestiti e anche i tassi di interessi praticati ai clienti delle banche si abbassano[129].

---

[123] Cfr., P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria – Nona edizione,* il Mulino, 2012, p. 191, l'autore fa riferimento al fatto che le "*posizione strategica della Germania ha portato alla creazione di un BCE fortemente impegnata a mantenere la stabilità dei prezzi."*

[124] Per una lettura più approfondita, P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria – Nona edizione,* il Mulino, 2012.

[125] Il tasso di interesse della BCE è il cosiddetto "tasso refi" (chiamato anche "tasso per le operazioni di rifinanziamento" o "tasso ufficiale di riferimento - TUR"). Il tasso refi rappresenta il valore indicizzato che le banche sono tenute a pagare quando prendono in prestito denaro dalla BCE. Gli istituti bancari fanno ricorso a questa opportunità al momento in cui si trovano ad affrontare periodi di carenza di liquidità. I tassi di interesse interbancari quali l'indice Euribor sono assai sensibili alle variazione del tasso refi. Per questo motivo, il tasso di interesse della BCE costituisce un ottimo strumento di intervento sui valori del tasso di mercato. Il tasso di riferimento è anche il tasso di remunerazione dei depositi obbligatori che le Banche dell'Eurozona devono mantenere presso la BCE e il cui ammontare è correlato alle loro poste di bilancio. Fonti: www.euribor-rates.eu, www.borsaitaliana.it

[126] John Bryan Taylor, economista statunitense, che nel 1993 ha enunciato la famosa "Regola di Taylor", che serve per rappresentare il comportamento delle banche centrali nel determinare i tassi di interesse. Secondo tale regola, la Banca Centrale dovrebbe modulare il tasso di interesse a breve (ad esempio, nel caso della Fed, il tasso sui *Federal Fund*) in risposta agli scostamenti tra il tasso di inflazione e il tasso di inflazione obiettivo, e tra output corrente e quello potenziale. Fonte: www.bankpedia.org

[127] A. MINGARDI, *La crisi ha ucciso il libero mercato?,* IBL Libri, 2009, p. 157.

[128] Cfr., D.M. DE LUCA, *Il fallimento di Lehman Brotehrs*, Il Post, 15 settembre 2012.

[129] Per questo si dice in questi casi che le banche centrali "abbassano il costo del denaro".

I tassi bassi e i sempre minori ritorni economici che causavano, incentivarono le banche ad essere sempre più spericolate. Iniziò così una sregolata corsa all'erogazione dei mutui ai cittadini. Molti mutui erogati significava molte case comprate e molte case comprate significava aumento costante del valore delle case (per la legge della domanda e dell'offerta). Questo permise di far proseguire l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie in circolo, basate a loro volta sulla continua rivalutazione degli immobili. In particolare, i due grandi distributori di mutui *subprime*, *Fannie Mae* e *Freddie Mac* (creati proprio dalle autorità americane) "*beneficiavano di garanzie statali privilegiate che li hanno condotti ad assumere rischi davvero eccessivi"*[130]. Ma questa escalation dei *subprime* e la successiva esplosione della crisi dei mutui, furono favorite dal fatto che "*banche ed istituti finanziari facevano a gara per offrire sempre più 'denaro facile' a chiunque"*[131], anche a clienti che non possedevano i requisiti necessari per accendere un mutuo[132].

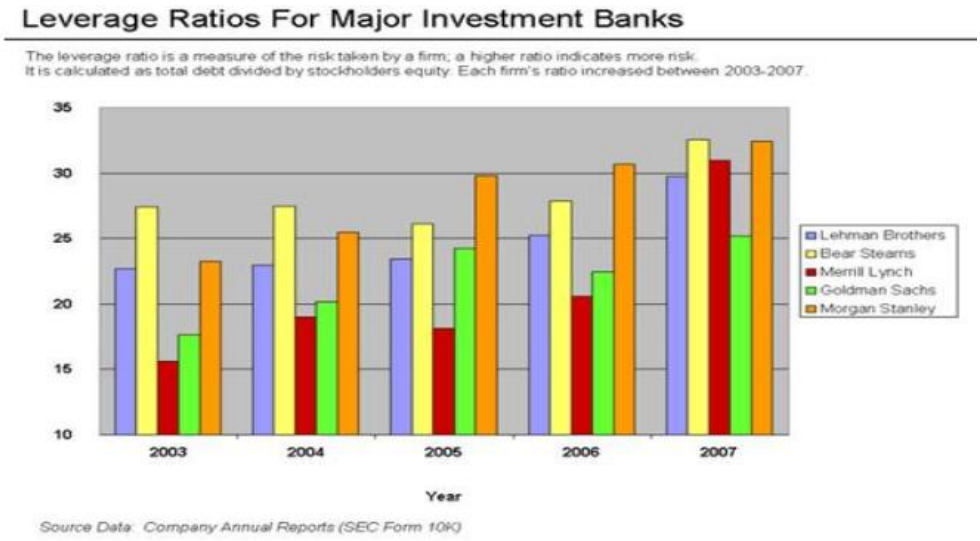

Grafico 2.5: Livello di *leverage* raggiunto dalle maggiori banche di investimento americane dal 2003 al 2007. Fonte: *Company Annual Reports*.

Questi prestiti concessi in maniera esponenziale dalle banche statunitensi hanno colpito anche le imprese, il cui debito verso gli istituti di credito "*è passato dal 63% al 115,8% del PIL nel corso del decennio, aumentandone considerevolmente la redditività ma minandone al*

130 A. MINGARDI, *La crisi ha ucciso il libero mercato?,* cit., p. 158.
131 G. RAVIOLO, *La crisi globale: da Bretton Woods ai mutui subprime*, GAIA srl – Edizioni Univ. Romane, 2009, p. 152.
132 Il c.d. "merito creditizio".

contempo la solidità"[133]. Le disuguaglianze a livello di reddito vengono esposte in maniera completa e precisa da L. Gallino, *Il colpo di stato di banche e governi,* (2013), dove l'autore riporta che negli Stati Uniti, nel 1980 l'1% dei contribuenti percepiva il 9% del PIL, "*mentre nel 2006 è arrivato a toccare il 23 per cento"*[134]. Gallino poi analizza anche uno studio dell'Istituto di Ricerca Crédit Suisse fatto nel 2012, nel quale veniva mostrato che lo 0,6% della popolazione mondiale adulta (circa 29 milioni di persone), "*deteneva una ricchezza personale netta (reale e finanziaria) di 87,5 trilioni di dollari. Tale cifra […] rappresenta più del 39 per cento della ricchezza totale del mondo"*[135] . Mentre 3,2 miliardi di persone (circa il 69% della popolazione mondiale) detenevano 7,3 trilioni di dollari, circa il 3,3% del totale[136]. C'è da dire che la sregolatezza di quegli anni era sostenuta dall'enorme crescita di Wall Street: dall'inizio del 2007 la borsa di New York aveva guadagnato il 13,65%. Il PIL americano dal 1981 al 2006 era cresciuto del 329%, passando da 3.126,80 miliardi di dollari a 13.398,90 miliardi nel 2006. Tanto che il 9 ottobre 2007, il Dow Jones raggiunse il record di 14.164,53 punti[137]. Si tratta del massimo storico assoluto per quanto riguarda la chiusura di una giornata borsistica a Wall Street. Nessuno poteva aspettarsi che nel febbraio 2009, lo stesso indice avrebbe toccato appena i 6.500 punti.

2.5 Il mercato immobiliare

A partire dal 2001, sul fronte dei volumi si manifestò una "*decisa accelerazione del trend ascendente dei permessi edili e dell'apertura di nuovi cantieri"*[138], a cui si accompagnò un rilevante incremento dell'acquisto di abitazioni "*che ne periodo 2002/2005 passano da 6 a 8,5 milioni"*[139]. A partire dagli anni Novanta, le banche cominciarono ad offrire alle famiglie americane ed europee dei mutui ipotecari che avevano condizioni all'apparenza molto vantaggiose. Se le famiglie non possedevano le risorse necessarie per ripagare il mutuo, avrebbe potuto farvi fronte grazie all'aumento certo del valore della casa acquistata. Il livello dei tassi di interesse di fatti consentiva il rifinanziamento dei mutui a condizioni molto

---

133 Ibidem.

134 L. GALLINO, *Il colpo di stato di banche e governi,* Einaudi, 2013.

135 Ibidem.

136 Gallino riporta poi un dato relativo agli Stati Uniti, dove nei primi anni Ottanta il quinto superiore della popolazione deteneva circa l'81% della ricchezza netta, arrivando nel 2007 all'85%. I restanti quattro quinti nello stesso periodo passarono dal 19 al 15%.

137 Fonte: *Dow Jones Industrial Average* (2007).

138 Fonte: www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime* , Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008, p. 37.

139 Ibidem.

favorevoli[140]. Ma il credito che veniva erogato dalla banca non veniva più trattenuto fino alla data di scadenza (secondo il vecchio modello *originate and hold)*. Esso veniva trasferito invece ad altri istituti (per farlo uscire dal bilancio della banca) e poter in questo modo concedere altri prestiti (secondo il nuovo modello *originate and distribuite)*. Una volta che questo mutuo veniva spostato, esso veniva trasformato, dalla banca stessa o da un altro ente specializzato, in un titolo commerciale: processo da noi noto come "*cartolarizzazione*". Il titolo veniva trasferito in questo modo ad una società creata *ad hoc* dalla banca stessa detta SIV – *structured investment vehicles*.

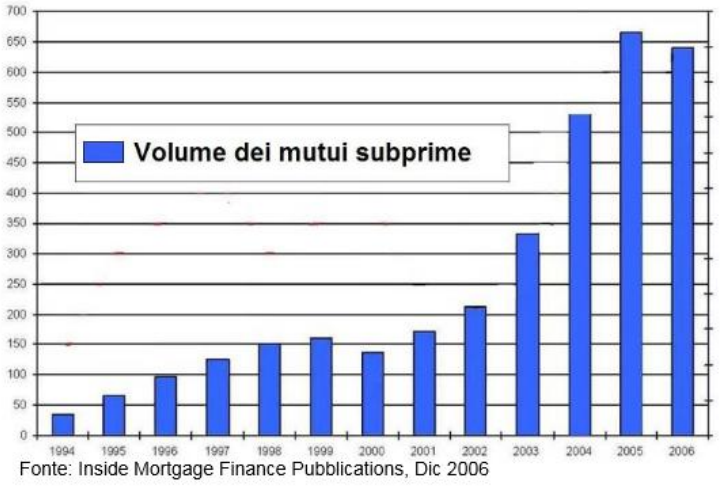

Grafico 2.6: Volume dei mutui *subprime* negli USA dal 1994 al 2006.
Fonte: *Inside Mortage Finance Pubblications* (Dic. 2006)

Al fine di poter pagare la banca, tale società veicolo emetteva titoli commerciali a breve scadenza (solitamente non più di nove mesi). Grazie al processo della cartolarizzazione, le banche e gli altri istituti finanziari potevano espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (c.d. fenomeno del *leverage* o leva finanziaria). Questo fenomeno permetteva di far risultare alle banche un numero di attività minore di quelle effettive e, di conseguenza, anche il capitale richiesto ai fini della garanzia poteva essere inferiore. Sovente capitava che i titoli acquistati dalle SIV venissero ammassati e raggruppati insieme per formare un titolo unico, destinato ad essere venduto in *trance* ad investitori istituzionali. In tale ambito sono diventate famose le *Cdo*[141], ovvero obbligazioni che hanno come

[140] Il c.d. "*Home Equity Withdrawal"*, ossia la possibilità di utilizzare la propria abitazione come una "miniera" da cui estrarre il valore dell'incremento di prezzo. Tale meccanismo si basava sull'incremento continuo e costante del valore degli immobili.

[141] Acronimo di "*Collateralized bond obligation*", sono strumenti di debito che vengono emessi a valere su un

collaterale o garanzia un debito. Tra il 2000 e il 2007, secondo il Fondo Monetario Internazionale, tali *Cdo* sono aumentati a livello mondiale "*da 185 miliardi di dollari a 1300 miliardi di dollari, di cui il 60% di essi aveva ricevuto da Fitch una tripla A (Fitch ratings, 2007)"*[142].

Ma dove si nascondeva il guadagno della banca? Vediamo di spiegarlo attraverso un esempio. I mutuatari pagavano le rate alla banca, ad esempio ad un tasso pari al 6%. La banca però, che aveva venduto i mutui alla società veicolo, trasferisce ad essa le rate da pagare. La società veicolo aveva a sua volta venduto i titoli legati ai mutui a degli investitori, ai quali pagava loro gli interessi dovuti, per esempio del 4%. La società veicolo traeva profitto dalla differenza dei due tassi, 6% - 4%.

Questo processo è stato facilitato dalle varie agenzie di valutazione internazionali (*Standard & Poor's, Moody's Investor Service e Fitch Ratings*), le quali assegnavano una valutazione di tripla A, che attestavano la sicura solvibilità di quei debitori[143] a tali titoli. La banca però, consapevole che all'interno di questi maxi titoli esistevano anche debitori che sarebbero stati insolventi, si assicurava acquistando da un'altra banca un certo numero di certificati assicurativi detti *Cds*[144], per i quali pagava una commissione. Se la banca che aveva acceso il mutuo, non veniva ripagata alla scadenza, la banca che aveva prodotto il contratto *swap* la doveva indennizzare nella misura prevista dal *Cds* che essa aveva venduto. Ecco dove le banche trovarono la loro fonte di guadagno: emettere tali titoli rendeva alte commissioni e spesso accadeva che la stessa banca che aveva acquistato questi titoli, emettesse a sua volta dei *Cds*. Nei primi anni Duemila, sia le banche americane che europee, acquistarono *Cds* per proteggere se stesse, ma anche titoli che avrebbero ripagato un enorme guadagno se fosse stata un'altra banca a subire perdite a causa di clienti insolventi. Con questi titoli nel portafoglio, "*ogni banca aveva interesse a che la banca di fronte avesse un buon numero di debitori insolventi"*[145]. In definitiva, i titoli cartolarizzati, che venivano pubblicizzati come

---

portafoglio di attività eterogenee tra loro (obbligazioni, titoli, ecc.). Fonte: www.borsaitaliana.it

142 M. BAGELLA, *L'euro e la politica monetaria – seconda edizione*, Giappichelli, 2015, p. 158.

143 Secondo l'indagine svolta dalla *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC), solo nel 2006 *Moody's* attribuì la tripla A a 30 titoli connessi a ipoteche al giorno. È praticamente impossibile effettuare un'analisi seria ed attenta della solvibilità di un titolo strutturato a tale ritmo. Cfr., *The financial crisis inquiry report*, Official Government Edition, Washington, gennaio 2011, pp. XXVI; 118 sgg; 146 sgg.

144 Acronimo di "*Credit Default Swap",* il contratto *swap* appartiene alla categoria dei derivati sul rischio di credito che offre la possibilità al detentore del credito (*protection buyer)* di coprirsi dall'eventuale insolvenza di un debitore contro il pagamento di un premio periodico a favore della controparte *(protection seller)* che si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di default futuro ed incerto (*credit event)*. Fonte: www.borsaitaliana.it

145 L. GALLINO, *Il colpo di stato di banche e governi*, Einaudi, 2013.

sicuri perché rendevano molto nonostante i bassi tassi di interesse, sono stati comprati da tutti gli istituti finanziari americani prima, e nel mondo poi. In quegli anni, il mercato dei mutui *subprime* valeva circa 1700 miliardi di dollari[146].

Il mercato immobiliare era completamente fuori controllo: basti pensare dal 1997 al 2006 il valore delle abitazioni salì del 124%[147]. Per avere un'idea della portata di tale fenomeno e della noncuranza dei rischi da parte delle banche erogatrici, un raccoglitore di fragole messicano con un reddito annuo di circa 14.000 $, che parlava poco l'inglese, ha ottenuto da una finanziaria legata a *Washington Mutual*, un mutuo da 720.000 $ per comprarsi una casa[148].

	Mutui ipotecari (Miliardi di $)	*Erogati da banche*
2000	427,0	145,9
2005	1.060,7	324,0

Fonte: *FED*. Gli altri erogatori di mutui ipotecari sono le compagnie di assicurazione sulla vita, società finanziarie, gli stessi venditori delle abitazioni e le GSEs (*Government Sponsored Enterprises*) come Fannie Mae e Freddi Mac.

Tabella 2.2: Mutui ipotecari, USA. Fonte: Fed.

Confrontando la tabella 2.2, ci si accorge come in cifra assoluta, i mutui erogati dalle banche tra il 2000 e il 2005 raddoppiarono, e "*ancora di più lo sono stati i mutui erogati da altre entità autorizzate, chiamate usualmente the Shadow Banking"*[149]. Come è stato detto in precedenza, la decisione della Fed nel 2004 di cambiare la sua politica monetaria, produsse un notevole cambiamento nello scenario economico statunitense, dando inizio a continui aumenti dei tassi di interesse che arriveranno al culmine nel 2007. Ma vediamo ora più nel dettaglio questi avvenimenti.

[146] G. RAVIOLO, *La crisi globale: da Bretton Woods ai mutui subprime,* GAIA srl – Edizioni Univ. Romane, 2009, p. 153.
[147] Ibidem.
[148] Storia tratta dall'Herald Tribune, 27/11/08.
[149] M. BAGELLA, *L'euro e la politica monetaria – Seconda edizione,* cit., p. 151.

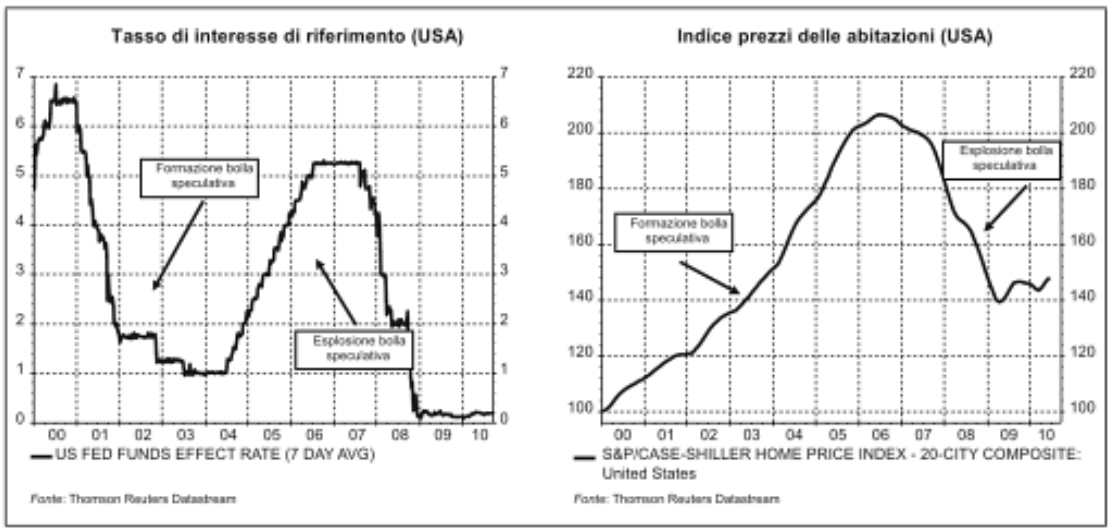

Grafico 2.7: il grafico di sinistra ci mostra l'andamento del tasso di interesse applicato dalla Fed (2000-2010); il grafico di destra rappresenta l'indice del prezzo degli immobili negli Stati Uniti. Fonte: *Thomson Reuters Database.*

La decisone di alzare i tassi di interesse (tra il 2004 ed il 2006) dall'1 al 5,25%, portarono varie conseguenze: innanzitutto un consistente rincaro dei mutui e una conseguente diminuzione del prezzo delle case, che dalla fine del 2006 (cfr. grafico 2.7) è stimata intorno al 30% in due anni "*tendenza mai sperimentata negli Stati Uniti negli ultimi cinquant'anni*"[150].

Questo aumento dei tassi mise in difficoltà migliaia di famiglie che avevano le rate del mutuo a tasso variabile (cioè legato all'andamento del tasso di interesse, per esempio, applicato dalla Fed) e molte di esse non furono più in grado di pagare. Il flusso dei pagamenti alla base della cartolarizzazione si bloccò. Le società veicolo, che dovevano ripagare gli investitori degli interessi sui titoli emessi, non avevano più liquidità per farvi fronte. Oltre a questo, l'aumento dei tassi provocò una grave perdita di valore "*di tutti i titoli a reddito fisso, ivi compresi quelli emessi attraverso le cartolarizzazioni dei mutui ipotecari e di altri crediti bancari e non, i cosiddetti titoli strumentali o ABS*"[151]. Si innescò così il meccanismo a catena noto come "paradosso di Fisher"[152], che ha come maggiore conseguenza la comparsa di un minore potere

[150] G.N. DE VITO, *Economia politica. Strumenti ed esercizi*, Maggioli Editore, 2015, p. 186.

[151] M. BAGELLA, *op. ult. cit.*, p. 151.

[152] Irving Fisher (1867 – 1947), economista e statistico statunitense, famoso per l' "*Equazione di Fisher*", che viene utilizzata per stimare la relazione tra tasso di inflazione atteso, tasso di interesse nominale e tasso di interesse reale. In campo finanziario essa è utilizzata principalmente per il calcolo dei rendimenti delle obbligazioni o il tasso di rendimento di investimenti. In campo economico invece viene utilizzata per predire il comportamento dei tassi reali e nominali. Per una visione più dettagliata, I. FISHER, *The nature of capital and income*, MacMillan, 1906.

d'acquisto dei lavoratori e dei cittadini indebitati, tendendo presto in vera e propria deflazione da debito. Più si cerca di rientrare dal proprio debito, così come viene richiesto dal finanziatore per via del tasso di interesse crescente che lo preoccupa, più si fatica a farlo perché il valore del sottostante diminuisce (in questo caso il valore dell'abitazione), alimentando un pericoloso circolo vizioso.

Questo è il problema della "leva finanziaria", cioè del rapporto squilibrato che si è creato fra valore reale del sottostante e valore dei titoli scambiati. Nel caso che avvenne nel 2007, il valore del mutuo concesso dalla banca eccedeva (come abbiamo visto anche di molto) il valore dell'immobile sottostante: i titoli emessi su tali mutui, di conseguenza, si comportarono allo stesso modo. Le banche, prevedendo un continuo aumento dei prezzi degli immobili, non si preoccupavano troppo dell'insolvenza dei clienti, in quanto avrebbe potuto ricomprarsi la casa e rivenderla ad un prezzo più alto dell'ammontare del mutuo concesso. Si venne così a scoprire che sull'onda della bolla, moltissimi investitori avevano investito su titoli che dopo aver dato (nel breve periodo) profitti molto elevati, si sgonfiavano rapidamente bruciando enormi ricchezze. E si venne a scoprire che la cartolarizzazione "*che consiste in una specie di alchimia finanziaria che tramuta una attività finanziaria indivisa – per esempio, un credito –in un'attività divisa e vendibile, cioè a dire in titoli ("carta")*"[153] era un modo ingannevole di liberarsi del rischio, perché non ha fatto altro che diffonderlo e occultarlo tra le miriade di strumenti finanziari creativi che tutti – banche, *hedge funds*, investitori individuali, produttori, *broker*, compagnie assicurative, ecc. – possedevano nei loro portafogli azionari. Cominciò a diffondersi il timore di *bank runs*: i risparmiatori cominciarono a temere per i propri depositi, mentre "*le misure tradizionali di politica monetaria come la riduzione dei tassi di interesse non appaiono sufficienti a fronteggiare la caduta dei valori degli asset bancari"*[154].

C'è poi da sottolineare che il livello di interazione internazionale ha fatto si che ogni attore sui mercati finanziari globalizzati fosse legato più e più volte a milioni di suoi omologhi in tutto il mondo: ognuno di loro aveva basato i propri profitti su flussi di cassa che ad un certo punto milioni di mutuatari non sono stati più in grado di onorare. L'insolvenza di una parte importante[155] di mutuatari si trasformò così in una crisi di liquidità che gravò

---

[153] Fonte: www.ilsole24ore.com

[154] M. BAGELLA, *op. ult. cit.*, p. 153.

[155] Non è semplice ricostruire il peso delle componenti deboli del mercato immobiliare che hanno intaccato il sistema nella sua interezza. La cifra dei mutui *subprime*, sebbene si abbia assistito ad un notevole innalzamento negli ultimi anni, non arriva a pesare più del 15-20% del totale dei mutui poco prima della crisi (M. AMATO, L. FANTACCI, *Fine della finanza*, cit., p.92 e F. COLOMBINI, A. CALABRÒ, *Crisi globale*, cit., p.21), toccando

direttamente sui processi produttivi e sulla crescita.

Nel contesto del nuovo modello OTD - *originate to distribuite*[156], l'enorme esposizione al rischio di ogni intermediario veniva amplificata dall'investimento spropositato sui titoli cartolarizzati contenenti quel rischio, e/o sugli strumenti finanziari derivati che su quello stesso rischio si basavano. La consapevolezza del potenziale distruttivo di alcuni titoli derivati viene riassunta da una celebre frase dell'imprenditore Warren Buffet, che nel 2003 li descriveva come "*armi finanziarie di distruzione di massa"*[157]. Non passò molto tempo che tale shock si ripercuotesse anche nel mercato azionario.

2.6 Le reazioni del mercato e delle banche nazionali

La crisi dei mutui si fece sentire molto presto anche in Borsa. In quei giorni frenetici gli investitori cercarono di vendere tutti i loro listini per cercare di ricavare liquidità. Il 9 agosto 2007 è il "giovedì nero" della crisi dei *subprime*: a Wall Street l'indice S&P perde circa il 3%, le principali piazze europee tra l'1 e il 3%[158]. Un dato su tutti ci fornisce l'idea della portata del danno che si stava creando: "*dall'inizio della crisi dei mutui nel luglio 2007 al crack di Lehman Brotehrs del settembre 2008, le Borse di tutto il mondo hanno bruciato oltre 17mila miliardi di dollari"*[159]. L'indice Dj Stoxx 600 è crollato tra il 2007 e il 2008 del 46%[160], l'indice MiB ha perso il 48,7%, per gli indici inglesi e cinesi vi è stata una perdita rispettivamente del -32% e del -60%[161]. Le società veicolo erano in crisi di liquidità e si rivolsero alle banche creatrici per cercare delle linee di credito garantite. Le difficoltà degli istituti finanziari crearono un pericoloso crollo della fiducia. Il mercato interbancario si bloccò, le banche cominciarono a non prestarsi più denaro le une alle altre (se non a tassi elevatissimi)[162]. Ne conseguì una crisi di liquidità per le banche che travolse anche le famiglie

---

la quota del 40% se considerata insieme ai mutui Alt-A (quasi *prime*) nel complesso dei mutui a tasso variabile (D. BAKER, *The housing bubble*, cit., p. 76).

156 Modello di Business Bancario, "*sfruttando tecniche per il trasferimento del rischio di credito, dalla cartolarizzazione ai derivati finanziari, l'intermediario seleziona i debitori, ma poi trasferisce ad altri il prestito, recuperando la liquidità ed il capitale regolamentare prima impegnati (cartolarizzazione) o il puro rischio di credito (derivati creditizi), con benefici solo sui requisiti patrimoniali*", fonte Enciclopedia Treccani, Dizionario di Economia e Finanza, 2012.

157 W. BUFFET, *Chairman's letter,* in *Berkshire Hathaway Inc.*, Annual Report, 2002.

158 Fonte: www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime ,* Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008, p. 31.

159 M. BAGELLA, *L'euro e la politica monetaria,* cit., p. 157.

160 Fonte: www.Repubblica.it, *Borse, i numeri dell'orribile 2008. In Europa persi 4000 miliardi,* 30 dicembre 2008.

161 M. BAGELLA, *L'euro e la politica monetaria,* cit., p. 157.

162 In questo caso il "*Ted spread"*, ovvero la differenza tra il tasso medio utilizzato per il credito interbancario a

che avevano il tasso del mutuo collegato a tassi interbancari, come l'Euribor[163], che raggiunse i livelli degli anni Novanta. In tale situazione, il *Ted Spread* iniziò ad aumentare in maniera costante dal 2007, soprattutto negli Stati Uniti e in Inghilterra, con un rialzo importante nel settembre 2008, con il crollo di Lehman Brothers.

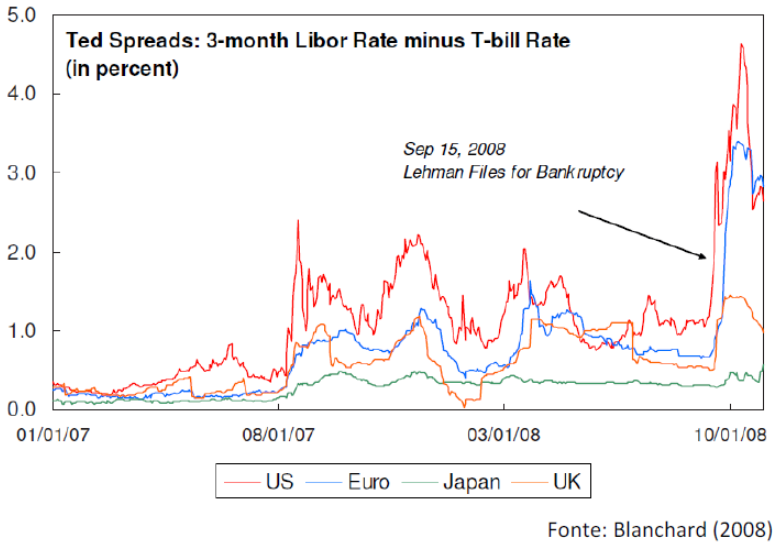

Grafico 2.8: variazione del *Ted Spread* tra il 2007 e il 2008 per Stati Uniti, Area Euro, Giappone e Regno Unito. Fonte: Blanchard (2008).

Sulla stampa nazionale, Siniscalco esprimeva tutta la propria preoccupazione circa questi eventi: "*Il rischio più insidioso e potenzialmente devastante, è rappresentato dalla mancanza di fiducia a tutti i livelli: banche, investitori, risparmiatori, imprese. Il sistema finanziario, come è noto, è basato sulla fiducia. Senza fiducia tutto si blocca*"[164]. E' stato dovuto proprio alla reciproca assenza di fiducia nella solvibilità delle banche il gravissimo blocco dei prestiti interbancari, assenza di fiducia determinata dall'impossibilità di conoscere quanti titoli a rischio ci fossero nel portafoglio di ciascuna banca.
I movimenti di denaro a breve termine tra una banca e l'altra sono il carburante quotidiano del loro operare e l'arresto improvviso di questi prestiti aggravò la crisi di liquidità. In quei giorni caotici del 2007, il tasso *overnight* passò dal 4 al 4,6%[165].
Nel frattempo in Europa, la BCE non solo non sembrava preoccupata dalle turbolenze che si

---

3 mesi (il tasso Libor a 3 mesi), e il tasso a 3 mesi sui T-bill, cioè quel tasso al quale il governo può prendere a prestito risorse finanziarie.

[163] Acronimo di *Euro Interbank Offered Rate*, tale indice rappresenta i tassi medi con cui molti istituti bancari europei effettuano le operazioni interbancarie di scambio di denaro

[164] D. SINISCALCO, *Su una lama di coltello*, La Stampa, 5 ottobre 2008.

[165] Fonte: www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime*, in Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008, p. 31.

stavano creando dall'altra parte dell'oceano, ma tra il giugno 2007 e luglio 2008 portò il tasso di interesse per l'Area Euro al 4,25%[166].

Per cercare di ottenere liquidità, le banche statunitensi in difficoltà cominciarono a vendere attività come obbligazioni ed azioni in loro possesso; ciò determinò un brusco calo del valore di titoli e azioni[167]. Tali *asset* però, erano estremamente difficili da valutare, a causa della loro complessità, e si cercò di venderli al c.d. "*fire sale prices"*, ovvero prezzi che sono inferiori al valore attuale dei flussi degli *asset*. La seconda azione adottate dalle banche fu di ridurre il credito alle famiglie e alle imprese, attraverso l'irrigidimento degli standard bancari (*bank lending standard)*[168] per quanto riguarda i prestiti. L'obiettivo degli istituti finanziari era quello di attuare operazioni di *deleveraging*. Tali condizioni iniziali e il meccanismo amplificatore appena descritto, hanno agito in perfetta armonia in quegli anni: questa è una delle ragioni per cui la crisi si è sviluppata così rapidamente dal settore dei *subprime* fino all'intera attività economica, tanto che "*dinanzi alle sue cause e conseguenze, la crisi esplosa nel 2007 può essere definita come il più grande fenomeno di irresponsabilità sociale di istituzioni politiche ed economiche che si sia mai verificato nella storia"*[169].

2.7 Lehman Brothers

Si arrivò così al 15 settembre 2008, data che rimarrà nella storia come il 29 ottobre 1929: quel giorno la *Lehman Brothers Holding Inc.*[170] decise di avvalersi del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* statunitense, ovvero della procedura che si attua in caso di bancarotta. Durante quella giornata, il Dow Jones (il principale indice della borsa di New York) perse più di 504 punti[171], il crollo più alto dal 17 settembre 2001, il primo giorno di scambi dopo l'attentato terroristico alle Torri Gemelle.

---

166 Dati reperibili sul sito http://www.euribor.it/tasso-bce/

167 Giornata terribile fu il 22 gennaio 2008, quando l'Europa da sola bruciò circa 440 miliardi di dollari. I picchi negativi degli indici si sono registrati il 16 agosto 2008 con un altro "giovedi nero": Londra -4,10%, Francoforte -2,36%, Parigi -3,26%, Milano -3,45%, Tokyo -5,42%, Singapore -5%, Shangai -2,14%. Dati al sito www.ilsole24ore.com. Si veda inoltre le dettagliate analisi condotte nelle *Relazioni annuali 2007, 2008 della Banca d'Italia,* rispettivamente a p. 2 e ss. e a p. 5 e ss., al sito www.bancaditalia.it

168 Si intendono i criteri applicati dalle banche per la concessione dei crediti, in particolare delle garanzie che le banche richiedono al fine di erogare prestiti.

169 L. GALLINO, *Il colpo di stato di banche e governi*, Einaudi, Torino, 2013.

170 Fondata nel 1850, era una società attiva nei servizi finanziari a livello globale. Agiva nei settori *dell'investment banking, equity e fixed-income sales*, ricerche di mercato e *trading*. Era uno dei primari operatori del mercato dei titoli di stato americani.

171 Fonte: www.washingtonpost.com

I numeri diventati tristemente famosi parlano di un debito della compagnia di circa 613 miliardi di dollari. Tale passo divenne inevitabile dopo che gli ultimi potenziali acquirenti si defilarono; il tracollo però è stato dovuto anche alla decisione del Tesoro e della Fed di concedere con il contagocce i soldi alla Lehman, a differenza di quanto era avvenuto a marzo dello stesso anno per *Bear Stearns,* il cui crac era stato evitato grazie ai 30 miliardi che la Fed aveva messo a disposizione di *Jp Morgan* accorsa a salvarla; mentre AIG era stata salvata con 180 miliardi di dollari[172]. Successivamente, di fronte alla crisi di insolvenza da parte di *Freddie Mac* e *Fannie Mae,* le autorità decisero di adottare un piano di salvataggio di circa 200 miliardi di dollari. L'applicazione di questo e dei successivi piani di salvataggio, hanno portato il debito americano a ben oltre il 70% del PIL, "*raggiungendo una dimensione che non si vedeva dal Dopoguerra"*[173], mentre, secondo il FMI, nel 2011 esso raggiunse il 102,8%, e il 110,7% nel 2013.[174]

Nell'ormai famoso "Lunedi nero" del 29 settembre 2008, il Mibtel chiuse in calo del -4,74%, Parigi -5,04%, Francoforte -4,23%, Londra -5,03%, Zurigo -4,63%, negli USA il Dow Jones perse il 2,67%, mentre il Nasdaq perse il 5,62%[175].

2.8 Espansione ed evoluzione della crisi

Raghuram Rajan[176], nel summit annuale che si tiene ogni anno a Jackson Hole tra i governatori delle banche centrali di tutto il mondo, è stato uno dei pochi economisti a prevedere la crisi economica prima che esplodesse. Le osservazioni di Rajan (fatte nel 2005) erano basate soprattutto sull'eccessiva leva delle banche e sulla politica dei tassi d'interessi attuata della Federal Reserve. In particolare aveva posto l'attenzione su "*i comportamenti perversi dei manager invitati da tassi molti bassi e incentivi non allineati ad assumere rischi che non si riflettevano sui prezzi degli assets (e quindi non lanciavano segnali agli investitori)*[177]". Aveva inoltre predetto che la crisi che stava per incombere, avrebbe avuto

---

[172] Si tratta della pratica di salvataggio di una compagnia privata più importante nella storia degli Stati Uniti.

[173] G. RAVIOLO, *La crisi globale: da Bretton Woods ai mutui subprime,* GAIA srl – Edizioni Univ. Romane, 2009, p. 171.

[174] M. FORTIS, *Usa, la crescita c'è ma costa cara,* in Il Sole 24 Ore, 11 settembre 2012.

[175] Fonte: http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/09/borsa-europa-29-settembre.shtml

[176] Raghuram Govind Rajan (1963), economista statunitense di origini indiane. Dal 4 settembre 2013 è governatore della Banca Centrale Indiana.

[177] R. SORRENTINO, *Mister Rajan che nel 2005 disse: 'Attenti alla crisi'*, Il Sole 24 Ore, 15 luglio 2010.

gravi conseguenze, su una scala temporale di medio-lungo periodo, "*le perdite causate da una catastrofe finanziaria non potranno essere supportate solo dalla generazione attuale, ma dovranno essere condivise con quelle future*"[178]. Fece poi una dura critica all'operato di Greenspan, responsabile secondo lui di aver lasciato in eredità un sistema finanziario estremamente fragile[179].

Purtroppo nel corso degli anni successivi al 2007-2008, si passò da una crisi finanziaria a una crisi reale. Cominciò quella spirale negativa che abbiamo potuto osservare già nella crisi del 1929: ristagno degli affari e delle attività economiche in genere, fallimento di piccole, medie e grandi imprese, tasso di disoccupazione giovanile e non alle stelle, instabilità politica, crisi dei consumi, aumento rapporto debito-PIL, tagli alla spesa pubblica e aumento delle imposte, sono solo alcune delle drammatiche conseguenze della crisi reale. Nella parte finale del 2008, la crescita statunitense arrivò appena all'1,1%, tale crescita è stata la più debole dal 2001, "*quando l'economia americana si attestò su +0,8%"*[180], tale peggioramento dipendeva dalla crisi dei consumi (che scesero al -4,3%), ma anche al crollo delle esportazioni (-23,6%) che toccarono il minimo dal 1971. Anche gli investimenti diminuirono pesantemente del 21,1%.

Per quanto riguarda le disuguaglianze sociali, L. Gallino, nel suo libro "Il colpo di stato di banche e governi" (2013), ci riporta che nel 2007 "*il quinto più povero [della popolazione] aveva una ricchezza negativa dello 0,5 per cento (ossia aveva debito superiori al valore di tutto quello che possedeva), mentre quello subito al di sotto disponeva in tutto dello 0,7 della ricchezza totale. Ciò significa che dopo due anni di crisi, nel 2009, la ricchezza del quinto superiore era ancora cresciuta di oltre due punti, mentre quella dei quattro quinti restanti appariva peggiorata di altrettanto".* In poche parole, le disuguaglianze a livello mondiale dopo due anni dall'inizio della crisi, erano ulteriormente aumentate.

2.9 Da crisi finanziaria a crisi economica

Secondo l'economista e banchiere F.S. Mishkin[181], esistono alcuni indicatori che

---

178 Ibidem.

179 R.G. RAJAN, *Has financial development made the world riskier?,* Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 2005, pp. 313-369.

180 Da www.corriere.it, *Il Pil Usa crolla nel quarto trimestre 2008. Citigroup, firmato accordo con il Tesoro,* 27 febbraio 2009.

181 F.S. MISHKIN, *The causes and propagation of financial instability: lessons for policymakers. Maintaining financial stability in a global economy,* Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 28-30 agosto 1997.

causano l'instabilità finanziaria: 1) aumento dei tassi di interesse, 2) deterioramento dei bilanci delle banche, 3) crisi del mercato borsistico, 4) aumento dell'incertezza[182]. Secondo questo modello, dopo una prima fase di peggioramento di questi quattro indicatori, può avvenire un meccanismo di propagazione dell'instabilità finanziaria, provocando anche fenomeni di "azzardo morale" e di "selezione avversa". Nella seconda fase, vengono registrati dai mercati i crolli delle attività economiche, le quali generano a loro volta una crisi nel settore bancario. Da qui hanno inizio fenomeni come la crisi di liquidità, sfiducia, *credit crunch*, che non fanno altro che accentuare gli aspetti macroeconomici della crisi. L'ultima fase si riferisce alla possibilità, nei paesi avanzati, che la crisi possa alimentarsi con spinte deflazionistiche. Per quanto riguarda i paesi emergenti, si evidenzia una crisi valutaria legata al sempre minor flusso di capitali stranieri nel paese, creando insolvenza nel settore bancario e quindi nell'economia reale[183].

Per qualche tempo però, gli effetti delle turbolenze finanziarie sull'economia reale furono limitati. Solamente dall'autunno 2008 la gravità della situazione divenne visibile a tutti: la preoccupazione che la crisi si stesse aggravando e potesse portare ad una nuova depressione come quella del '29, condusse drammatici crolli azionari e ad un crollo della fiducia da parte di imprese e famiglie di tutto il mondo.

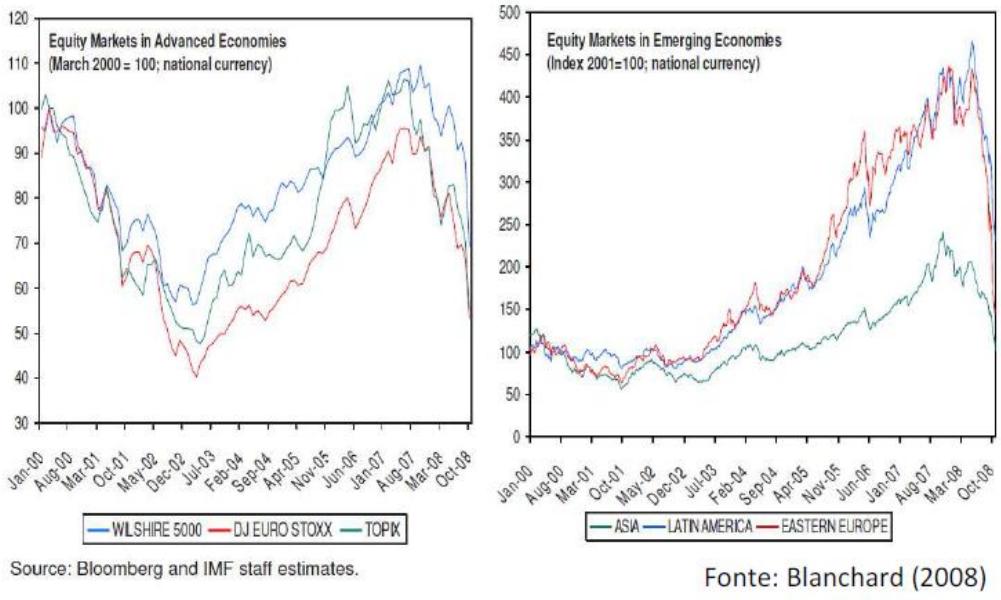

Grafico 2.9: i due grafici ci mostrano l'evoluzione degli indici azionari nelle economie avanzate (sinistra) e nei paesi emergenti (destra) dal 2000 al 2008. Fonte*: Bloomberg and IMF staff estimates*.

[182] G.N. DE VITO, *Economia politica. Strumenti ed esercizi*, Maggioli Editore, 2015, p. 189.
[183] Ibi, p. 190.

Entrambi i grafici ci mostrano che, dopo un lungo e costante aumento degli indici azionari dal 2002 in avanti, i prezzi delle azioni cominciarono a diminuire dalla seconda metà del 2007, con un brusco crollo nell'autunno 2008. I grafici 2.10 invece, ci mostrano l'evoluzione della confidenza, da parte di famiglie ed imprese in tutto il mondo. In entrambi è evidente la caduta drammatica degli indici nell'autunno 2008.

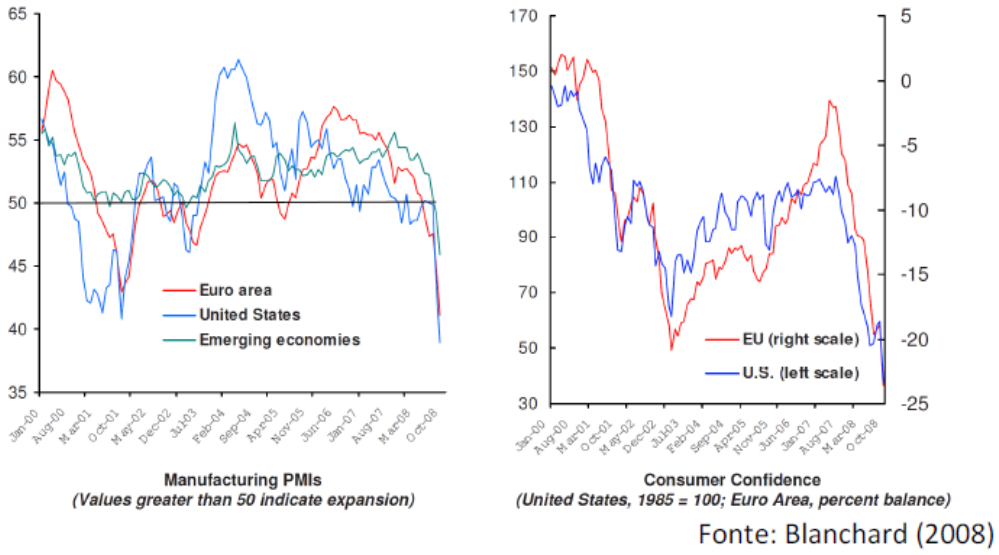

Grafico 2.10: confidenza di famiglie (destra) ed imprese (sinistra) dal 2008 al 2008. Fonte: Blanchard (2008)

2.10 Azioni adottate dalle Banche Centrali e nazionali

Quando il mondo si accorse di essere nel pieno di una crisi economica, risultò difficile modificare le condizioni iniziali che l'avevano provocata. Ciò che invece adottarono tutti gli attori internazionali furono politiche finalizzate al rallentamento dei meccanismi amplificativi. Per rallentare la corsa agli sportelli, le banche centrali, soprattutto quelle di USA e UE, fornirono fin da subito liquidità alle banche nazionali a fronte di collaterali o garanzie. In tal modo, le banche nazionali ebbero la possibilità di accedere a questa liquidità senza vendere i loro *asset* ai "*fire sale prices*". Così facendo limitarono, almeno in parte, la caduta verticale degli indici azionari.

Già dal 18 settembre 2007 la Fed attuò un taglio di 50 punti base sul tasso dei *Fed Funds*, invertendo la tendenza di aumento dei tassi che era cominciata nel 2004[184]. Tali

[184] Fonte: www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime* , Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008, p. 32.

interventi da un lato ridussero la volatilità sui mercato monetari e finanziari, ma dall'altro non riuscì a rimuovere tutte le difficoltà ancora presenti nel sistema. Dalla seconda metà del 2008, la Federal Reserve in particolar modo, ma anche la BCE e la Bank of England, perseguirono una politica di liquidità espansiva senza precedenti. Il risultato fu l'allargamento della base monetaria (negli USA): da 841 miliardi di dollari nell'agosto 2008 a 1.433 miliardi in novembre, un aumento di ben 592 miliardi in soli 4 mesi.

La prima vittima eccellente in Europa fu la *Northern Rock*, il quinto istituto creditizio britannico, specializzato nei mutui immobiliari. Già a metà 2007, le voci della sua crisi di liquidità creò un'ondata di panico fra i suoi risparmiatori; le rassicurazioni della Banca d'Inghilterra non servirono a placare l'ondata di paura. La banca inglese, "*che ha continuato a concedere ai clienti prestiti sino a cinque volte l'ammontare dei salari e fino al 125% del valore delle case"*[185], non aveva osservato con attenzione gli avvenimenti dall'altre parte dell'Atlantico. La Banca Centrale inglese evitò il peggio nazionalizzando l'istituto di credito: tale operazione di salvataggio era stimata in 110 miliardi di sterline (circa 150 miliardi di euro)[186]. La tecnica della nazionalizzazione, che consiste nell'acquisizione del controllo di una società da parte del governo del Paese per evitarne la bancarotta, è stata la più adottata dal Regno Unito fin dal 2008. Il governo inglese infatti aveva varato un piano di intervento che "*prevede di fatto la parziale nazionalizzazione del sistema bancario britannico"*[187], per cercare di ricapitalizzare le banche del Paese colpite dalla crisi dei mutui *subprime*. I problemi successivi che sorsero per la *Royal Bank of Scotland*, la *Halifax Bank of Scotland* e la *Lloyds* TSB, sono solo alcuni degli istituti di credito che hanno ricevuto un aumento di capitale da parte del Governo Britannico. A riguardo, l'allora direttore del FMI Dominique Strauss-Kahn disse: "*Sono stati compiuti degli sforzi per risanare il settore dei mutui. Ma riguardo alle banche, se i problemi di bilancio non possono essere sistemati con sufficiente rapidità dal settore privato, allora va preso in considerazione l'utilizzo del danaro dei contribuenti*"[188], cosa che puntualmente avvenne nella maggior parte dei paesi colpiti.

Emersero difficoltà anche per la banca tedesca *IKB Deutsche Industriebank*[189]. Tale istituto si vide abbassare il rating del proprio portafoglio, il quale conteneva molte *Cdo*, basate

---

185 G. RAVIOLO, *La crisi globale: da Bretton Woods ai mutui subprime,* GAIA srl – Edizioni Univ. Romane, 2009, p. 188.
186 Ibidem.
187 Ibidem.
188 R. BARLAAM, *Crisi mercati, Fmi: aiuti di Stato per risolvere problemi banche,* Il Sole 24 Ore, 8 Aprile 2008.
189 I dati riportavano un debito di circa 17,5 miliardi di euro.

soprattutto su mutui ipotecari. Il taglio del rating obbligò la *Rhineland Fund* (fondo di investimento speciale collegato alla banca IKB) ad annunciare il 30 luglio di adottare la strategia di *bail-out* su IKB[190]. La stessa *Deutsche Bank* risultava però esposta al rischio dei mutui, perché aveva investito in strumenti finanziari promossi dalla IKB[191]. Poco dopo fu il turno delle *Landesbanken*.

Nell'autunno di quell'anno divenne chiaro che la sottocapitalizzazione delle banche e degli altri istituti finanziari fosse un problema serio. Negli Stati Uniti, nell'ottobre 2008, venne introdotto il TARP ("*Troubled Asset Relief Program"*), che permise al Tesoro di comprare *asset*, o iniettare capitale, per circa 700 miliardi di dollari. Ai 700 miliardi che furono richiesti dal Tesoro per comprare dalle banche i titoli spazzatura, vennero aggiunti circa 150 miliardi di sgravi fiscali[192]. Questi soldi sono stati perciò utilizzati non per "*aiutare le famiglie in difficoltà a ripagare i propri mutui, ma per aiutare i titoli in difficoltà a ritrovare la propria liquidità"*[193], tale scelta è stata spinta dall'allora governatore della Fed Ben Bernanke e dal Segretario al Tesoro Paulson, i quali "*erano contrari all'utilizzo del denaro pubblico per aiutare i debitori"*[194]. Oltre al TARP, la Fed adottò altre politiche monetarie[195]. C'è poi da sottolineare che, avendo in quegli anni raggiunto tassi di interesse di riferimento molto bassi, la politica monetaria tradizionale non trovò più spazio d'azione.

In Europa vennero adottate manovre di "*Quantitative easing"*[196], ovvero il rifornimento a tutte le banche nazionali di liquidità con tassi di interesse[197] calanti. Inoltre vi fu un ampio uso delle *Long-Term Refinancing Operations*, che avevano l'obiettivo di ridurre l'eccesso dell'Euribor sull'Eonia[198]. Una delle principali misure adottate dalla Banca Centrale Europea

---

190 Cfr. Aa. Vv., *The financial crisis inquiry report,* Cosimo Inc., 2011, p. 247.

191 Fonte: www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime* , Osservatorio Monetario, 3 genaio 2008, p. 32.

192 P. BIRASCHI, A. CARETTA, F. PADRINI, *Il piano europeo di ripresa economica tra vincoli e opportunità,* Ministero dell'Economia e delle Finanze, Note tematiche, n. 13 - Novembre 2009, p. 9.

193 M. AMATO, L. FANTACCI, *Fine della finanza,* Donzelli Ed., 2009, p. 111.

194 Ibidem.

195 Tra le misure ricordiamo: TAF ("*term auction facility"), Liquidity Swap Line,* TSLF ("*Term Securities Lending Facilities"*), *Primary Dealer Credit Facility*, AMLF ("*Asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility"),* CPFF ("*Commercial paper funding facility"),* MMIFF ("*Money market investor funding facility").*

196 Tale procedura consiste nella creazione di moneta e della sua relativa immissione nel sistema finanziario con operazioni di mercato aperto. Una particolare tipologia di alleggerimento quantitativo è la c.d. pratica di alleggerimento creditizio (*credit easing*).

197 I tassi di interesse della BCE sono alla base di tutti i tassi di interesse. Sono decisi in via amministrativa e si poggiano sulla potestà di signoraggio della BCE, che consiste in quella potestà della Banca centrale di pagare con proprie passività inesigibili, per legge.

198 Acronimo di *Euro Overnight Index Average*, è il tasso di interesse medio di riferimento nelle operazioni a

è stato il passaggio dal regime di mercato aperto al regime di *full allotment*[199]. Attraverso questa manovra, tutte le richieste di liquidità delle banche nazionali venivano soddisfatte, con un unico tasso di interesse fissato dalla BCE (venne quindi meno la pluralità dei tassi di interesse).

Il 16 dicembre 2008, la Fed decise di abbassare ulteriormente il costo del denaro, ad un tasso variabile tra lo 0% e lo 0,25%[200] a seconda delle necessità. Una mossa altrettanto importante venne fatta dalla Banca d'Inghilterra, che portò, l'8 gennaio 2008, il costo del denaro all'1,50%[201], ai minimi storici dalla nascita della banca nel 1964.

La BCE, la Fed, la Banca d'Inghilterra e la Banca Centrale Svizzera, annunciarono l'impegno a "*garantire senza limiti di ammontare e a tasso fisso le operazioni di rifinanziamento a breve in moda da permettere alle banche mondiali di rifinanziarsi ad un costo più basso"*[202]. Qui può risultare interessante fare un parallelo tra la Fed e la BCE: mentre la Banca Centrale Statunitense non ha limiti istituzionali nel seguire una politica monetaria definita di *Quantitive Easing*, attraverso l'acquisto di titoli pubblici, non altrettanto poteva fare la BCE, limitata dall'art. 123[203] del Trattato di Maastricht. La BCE quindi, avendo limiti predefiniti dal suo stesso Statuto, "*non era in grado di svolgere la funzione tipica delle banche centrali di essere prestatore di ultima istanza , ovvero di acquistare […] titoli sovrani per salvaguardare l'euro […], come ha fatto la Fed per salvaguardare il dollaro"*[204]. Veniva fatto inoltre divieto all'Unione di rispondere o assumere responsabilità per impegni finanziari assunti dagli Stati membri: tale divieto è noto come *no bail-out clasue*[205] (art. 125 TFUE). A "salvare" però tale contraddizione è stata la modifica dell'art. 136 del TFUE[206] che, dopo il cambiamento, recita: "*Gli Stati membri […] possono istituire un meccanismo di stabilità da*

---

brevissima scadenza (*overnight*) svolte sul mercato interbancario europeo. Fino al 2007 il tasso Euribor ed Eonia avevano sostanzialmente mostrato lo stesso *trend*, con pochi scostamenti. Il successivo crollo di Wall Street, ha fatto salire il rischio di liquidità e fatto aumentare il divario (lo *spread*) tra i due tassi di riferimento. Fonte: www.borsaitaliana.it

199 Nelle aste di rifinanziamento delle banche tenute dalla BCE, prima del 2008 esisteva un limite di finanziamenti disponibili. Di fatto avveniva che gli istituti di credito che presentavano le migliori offerte si aggiudicavano il finanziamento all'asta. Con la crisi finanziaria, la BCE ha eliminato i limiti di finanziamento e garantisce il pieno soddisfacimento della domanda di liquidità.

200 I. SABATELLI, *La supervisione sulle banche. Profili evolutivi,* Wolters Kluwer Italia, 2009, p. 44.

201 Ibidem.

202 Ibi, p. 198.

203 Veniva infatti vietato alla BCE e alle BCN (banche centrali nazionali) di offrire all'Unione e agli Stati membri, in tutte le loro articolazioni, "*scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia",* così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito pubblico.

204 M. BAGELLA, *L'euro e la politica monetaria – Seconda edizione*, Giappichelli Editore, 2015, p. 160.

205 Cfr. R. ADAM, A. TIZZANO, *Manuale di diritto dell'Unione Europea,* Giappichelli Editore, 2014, p. 674.

206 Modifica avvenuta il 25 marzo 2011 da parte del Consiglio Europeo.

attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità", ecco quindi che in caso di necessità, diventava possibile fornire assistenza finanziaria, nel caso in cui "*la crisi del debito di uno Stato rischino di propagarsi nell'intera area euro"*[207]. Nel novembre 2008 la Commissione Europea lanciò lo *European Economic Recovery Plan* (EERP), con l'obiettivo di coordinare i piani nazionali delle misure di stimolo fiscale. Le misure consistevano in una maggiore iniezione del potere d'acquisto al settore privato, per stimolare la domanda e la fiducia; accompagnata da una riduzione della tassazione sui redditi. Altre misure riguardavano il business: riduzione del carico fiscale, aiuti di stato e incentivi. Alla stesso tempo gli stati dovevano investire in infrastrutture, trasporti, educazione e ricerca.

La crisi finanziaria cominciata negli USA nel 2007 ha come denominatore comune "*l'eccesso di debito privato negli Stati Uniti e l'eccesso di debito pubblico in Europa"*[208], entrambi questi eccessi sono stati favoriti da una grande richiesta di titoli "sicuri" da parte di istituti finanziari, nazionali e internazionali, che volevano investire la grande abbondanza di risparmio (*saving glut)* in investimenti a basso rischio. La perdita di valore di tali *asset* ha dato il via ad una repentina accelerazione della crisi dopo il fallimento della Lehman. Tra settembre 2008 e agosto 2009, le riserve in eccesso delle banche centrali sono cresciute in maniera rilevante per effetto delle politiche di alleggerimento quantitativo e creditizio. A tal proposito, la Fed arrivò a toccare il 6,2% del PIL nominale, a fronte di un 5,8% della Bank of Japan e di un 3,5% della BCE[209].

Purtroppo, la recessione cominciò a diventare sempre più profonda, tanto che gli interventi delle banche centrali non furono più sufficienti a ripristinare la fiducia nei mercati (a giugno 2014 il tasso di riferimento dell'Area Euro venne portato allo 0,15%). Era necessario anche un intervento politico.

---

[207] Aa. Vv., *La crisi del debito sovrano degli stati dell'euro,* Giappichelli Editore, 2013, p. 36.

[208] M. BAGELLA, *L'euro e la politica monetaria,* cit., p. 161.

[209] M. SHIRAKAWA (2009), *Unconventional monetary policy – central banks: facing the challenges and learning the lessons",* Remarks at the Conference co-hosted by the People's Bank of China and the Bank of International Settlements (Shanghai, 8 August 2009). BIS Review, 97.

2.11 Le reazioni dei Governi nazionali

A maggio 2008, si calcolava che il costo della crisi era stato valutato in 1 trilione di dollari[210]. La crisi finanziaria, ormai divenuta globale, venne affrontata con una coordinazione senza precedenti tra le economie avanzate mondiali: i vari piani si salvataggio adottati dalla Fed e dalla BCE vennero discussi al summit del G-20 che si tenne a Washington il 14-15 novembre 2008. La portata di tale incontro è stata tale che il summit venne soprannominato da alcuni media come '*Bretton Woods II*'[211]. In quell'occasione i governi concordarono che era necessario attuare un piano di salvataggio basato sulla ricapitalizzazione degli enti finanziari in difficoltà. Ciascuna nazione avrebbe deciso quanto e come gli stanziamenti sarebbero stati erogati. In tale occasione, ma anche nel corso del successivo summit a Londra nell'aprile 2009, è stato evidente come gli USA avessero sempre meno influenza nella finanza e nel commercio mondiale, a favore della Cina quale nuovo gigante economico mondiale. Le prime misure hanno coinvolto il mondo finanziario, con l'introduzione di piani di salvataggio per sostenere il patrimonio delle banche.

Stati Uniti

Per avere una riforma organica della regolamentazione finanziaria, bisognerà attendere l'amministrazione Obama, che nel luglio 2010 adottò il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*[212]. Tale legge aveva vari obiettivi, tra cui i più importanti erano: 1) richiedere una maggiore capitalizzazione e liquidità delle istituzioni finanziarie, 2) rafforzare la *governance* e le funzioni di controllo della Fed e dell'Ente Federale di Garanzia dei Depositi (FDIC), 3) assicurare che gli investitori e le maggiori istituzioni finanziarie sostenessero in via prioritaria rispetto ai contribuenti i costi per la stabilizzazione del sistema finanziario.

Unione Europea

Piani di intervento simili a quello americano vennero adottati ne Regno Unito, in Francia e in Germania. Alcuni di queste azioni comprendevano la ricapitalizzazione e, ove non bastasse, la nazionalizzazione di banche, assicurazioni, istituti finanziari e industriali. In poche parole, gli Stati divennero azionisti (e dunque proprietari) in tutto o in parte degli enti da risanare. Si

---

[210] Fonte: www.assbb.it

[211] Cfr. D.K. NANTO, *The global financial crisis: analysis and policy implications*, DIANE Publishing, 2009, p. 75.

[212] Disponibile al sito: https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf

voleva in questo modo evitare il fallimento delle banche e ripristinare la liquidità anche verso le famiglie e le imprese[213]. Poiché questo non era sufficiente per ripristinare la fiducia del mercato interbancario[214], vennero attivate delle misure permanenti, tra cui: 1) estensione delle assicurazioni governative sui depositi bancari, 2) garanzie governative nelle operazioni emesse dalle banche (la finalità era quella di favorire gli acquisti di obbligazioni), 3) *capital injections,* che consistono nella sottoscrizione di *asset* bancari da parte dei governi sotto forma di aumenti di capitale o acquisti di *bond*. Per rifinanziare il settore finanziario, i governi europei furono costretti a ricorrere al mercato dei capitali emettendo debito pubblico sotto forma di titoli di stato. Allo stesso tempo, hanno dovuto immettere capitali a sostegno della domanda aggregata di famiglie ed imprese.

Da questa panoramica risulta che l'intervento dei governi venne concentrato innanzitutto sull'evitare che la crisi di liquidità potesse portare al fallimento delle banche e delle istituzioni finanziarie, onde evitare il collasso dell'intero sistema economico.
Con l'aggravarsi della crisi alla fine del 2008, fu necessario un forte intervento da parte dei governi nazionali. Per avere un'idea della portata di tali interventi, basta osservare i dati relativi alla Gran Bretagna, USA ed Italia, relativi al salvataggio del sistema finanziario confrontati con le spese per l'istruzione e la sanità:

	Piano salvataggio finanziario	Spesa pubblica per sanità	Spesa pubblica per istruzione
UK	625 mld €	145 mld €	104 mld €
USA	770 mld €	818 mld €	674 mld €
Italia	40 mld €	104 mld €	67 mld €

Tabella 2.3: spese effettuate da Gran Bretagna, USA e Italia nel corso del 2008.
Fonte: OCSE, BBC e Il Sole 24 Ore.

[213] Per evitare poi una nuova corsa agli sportelli, venne approvata la Direttiva 2009/14/CE che prevedeva il livello minimo di garanzia sui depositi a 50 mila euro, contro i 20 mila euro previsti dalla direttiva precedente.
[214] I tassi di interesse interbancari si suddividono in tassi interbancari a vista (Eonia che non ha alcuna componente di rischio a causa della breve durata) il cui livello dipende solamente dalla volatilità tra domanda e offerta di liquidità nel settore interbancario. Quelli più a lungo termine (Euribor contiene al suo interno anche il rischio di insolvenza). I tassi passivi sono quelli che riguardano la raccolta bancaria (es. c/c, conti a risparmio, pronti contro termine….). I tassi attivi sono quelli applicati dalle banche sugli impieghi, nei confronti della propria clientela.

2.12 L'attacco all'Euro

Come abbiamo visto, i fatti che seguirono il tracollo di Wall Street ebbero ben presto conseguenze anche in Europa. Il 'contagio' dei titoli tossici americani, che le banche europee detenevano in portafoglio, soprattutto titoli di stato considerati "sicuri", non tardò ad arrivare. A partire dal 2010, le maggiori società di *Rating* cominciarono ad osservare attentamente i titoli di stato europei, in particolare quelli di Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia. Il risultato fu l'aumento dello *spread* dei titoli di stato di questi paesi. Non bastò l'impegno presi dai paesi europei sul "*fiscal compact*"[215] per cercare di invertire le aspettative. Un aumento così rilevante dello *spread* fu dovuto principalmente all'incremento della percezione di rischio del crollo del debito sovrano. Su tale punto, uno studio condotta dalla Consob del 2012 evidenzia che a partire dalla crisi finanziaria nel 2007-2008, "*le stime sulle determinanti dello spread [dei titoli italiani] rispetto ai titoli tedeschi mostrano che in media nel 2012 circa 200 punti base sono riconducibili al contagio*"[216].

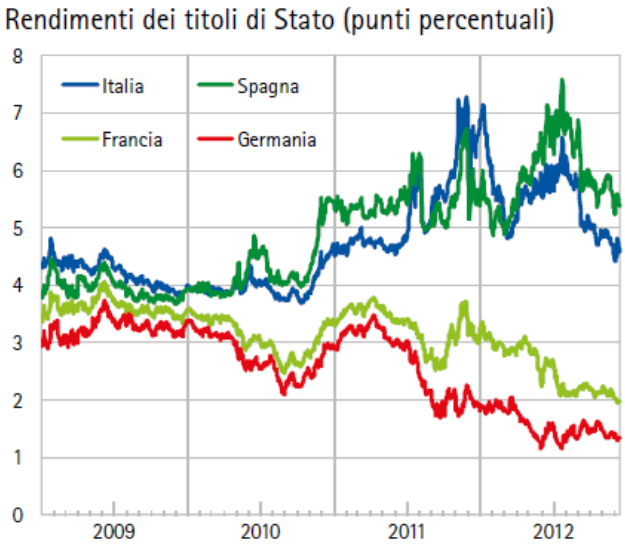

Grafico 2.11: Rendimento dei titoli di stato di alcuni paesi europei (in punti percentuali).
Fonte: Consob, *Risk Outlook n. 5*, dicembre 2012, p. 5.

La crisi dei debiti sovrani nei famosi paesi PIIGS[217] può essere fatta risalire all'ottobre

---

[215] Tale termine fa riferimento al Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* dell'Unione Europea firmato il 2 marzo 2012. Formalmente si tratta di un accordo europeo che prevede una serie di norme comuni e vincoli di natura economica che hanno come obiettivo il contenimento del debito pubblico nazionale di ciascun paese. Si veda a riguardo G. BONVICINI, F. BRUGNOLI, *Il Fiscal Compact*, Edizioni Nuova Cultura, 2012.

[216] Consob, *Risk Outlook n. 5*, dicembre 2012, p. 3.

[217] Acronimo coniato dalla stampa anglosassone dal 2007, per indicare i 5 paesi dell'Unione Europea

2009, quando venne mostrato al mondo che i conti pubblici della Grecia erano stati falsificati per soddisfare i parametri europei, ma anche che lo stato ellenico aveva effettuato consistenti operazioni con JP Morgan, considerate spregiudicate e illegittime per nascondere la vera entità dell'indebitamento. In poco tempo, il deficit greco passò dal 6 al 13% del PIL[218], mentre il debito del 2009 veniva rivalutato al 127% del PIL, con una percentuale del 70% detenuta all'estero. Cominciò a crearsi un'ondata di sfiducia verso la Grecia: le agenzie di rating rividero al ribasso le stime (da A- a BBB+) e lo *spread* rispetto ai titoli tedeschi cominciò una veloce salita (nel 2011 arriverà a toccare i 908 punti base).

Da quel momento vennero imposte pesanti misure di austerità al Governo greco per poter ottenere dal Fondo Monetario e dalla Commissione Europea un sostegno per evitare il *default*[219]. Il piano di aiuti prevedeva 110 miliardi di euro, che sarebbero stati erogati a rate nei 3 anni successivi. I paesi che si trovavano in difficoltà come la Grecia videro salire i propri tassi di interesse sui titoli di stato. Tale innalzamento provocò una caduta del valore di tali *asset*: il problema principale era che la maggior parte di tali titoli erano detenuti dalle banche, il cui attivo cominciò a perdere valore, e, di conseguenza, il rischio di insolvenza cominciò a salire.

La BCE decise nel maggio 2010 di intervenire attraverso lo SMP – *Securities Market Program,* finalizzato all'acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario per controllare la dinamica degli *spread*[220]. L'Eurogruppo nel giugno dello stesso anno promosse lo EFSF - *European Financial Stability Facility,* fondo intergovernativo di durata triennale, dotato di garanzie fornite dagli Stati partecipanti per un ammontare, iniziale, complessivo di 440 miliardi di euro[221]. A tale cifra si aggiunsero i 60 miliardi messi a disposizione dalla Commissione Europea e i 250 miliardi del FMI. L'istituzione di tale fondo aveva lo scopo di potenziare i meccanismi di stabilità dell'area dell'euro e di fornire sostegno finanziario agli Stati membri in difficoltà.

Nel novembre 2010 scoppiò la crisi in Irlanda: la banca centrale irlandese riferiva che le perdite ammontavano a circa 85 miliardi di euro (circa il 55% del PIL). Lo *spread* dei titoli irlandesi raggiunse velocemente i 560 punti. Anch'essa fu costretta alla fine del 2010 a

---

economicamente più deboli: Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna.

[218] Dati Eurostat (2010).

[219] Di fatto consiste nella situazione di insolvenza, ovvero l'incapacità tecnica di un'emittente di rispettare le clausole contrattuali previste dal regolamento del finanziamento. Si veda a riguardo l'articolo di F. BASSO, *Ma che cosa succede se un paese va in default?,* www.corriere.it, 2 novembre 2011.

[220] Per un dettaglio degli acquisti effettuati nell'ambito dell'SMP si veda il *Risk Outlook* della Consob n.5 dicembre 2012.

[221] Cfr., B. ROMANO, *Sul tavolo l'evoluzione dell'EFSF in una banca,* Il Sole 24 Ore, 24 settembre 2011.

chiedere l'intervento dell'UE e del FMI, adottando in cambio pesanti misure di austerità. Per contrastare questo ennesimo crollo, nel dicembre 2010 venne attuato l'ESM - *European Stability Mechanism*, meccanismo di gestione permanente delle crisi che sostituì l'EFSF a partire dal primo luglio 2013. L'ESM era stato dotato di una capacità di prestito effettiva pari a 500 miliardi di euro.

Nell'Aprile 2011, anche il Portogallo chiese l'intervento dell'UE (per una cifra tra i 60 e 80 miliardi di euro). Venne trovato un accordo fra il Governo portoghese e UE, BCE e FMI (la cosiddetta *Troika*) per la concessione di un prestito di 78 miliardi di euro in tre anni. Nel frattempo il 9 novembre 2011 lo *spread* italiano toccò la quota record dei 575 punti base.

A Marzo 2012 venne approvato il *Fiscal Compact*[222], un accordo tra 26 Stati membri dell'Unione europea (eccetto il Regno Unito) sulla partecipazione a un nuovo patto fiscale che avrebbe comportato un coordinamento più stringente delle politiche economiche nazionali. In particolare con il *fiscal compact* si stabiliva che il *deficit* strutturale non potesse eccedere lo 0,5% del PIL (mentre rimaneva l'obbligo di mantenere al massimo al 3% il rapporto tra *deficit* pubblico e PIL, già previsto dal Trattato di Maastricht) e che il debito pubblico in rapporto al PIL dovesse diminuire ogni anno di un ammontare pari a 1/20 della distanza tra il suo livello effettivo e la soglia del 60%. Furono previsti tuttavia fattori attenuanti e deroghe, in modo da permettere agli Stati membri di utilizzare la politica fiscale in chiave anticiclica o in risposta a shock esogeni.

Nel Giugno 2012 fu la volta della Spagna a chiedere un sostegno finanziario all'Europa, tale aiuto era finalizzato alla ricapitalizzazione del sistema bancario con 100 miliardi di euro. Il mese successivo, a Settembre, la BCE annunciò l'utilizzo delle *Outright Monetary Transactions* (OMT), ovvero si dichiarava disponibile ad acquistare titoli governativi in quantità illimitata nel caso in cui lo *spread* avesse mostrato dinamiche incompatibili con la corretta trasmissione dei segnali di politica monetaria. L'OMT di fatti frenò le pressioni speculative sui titoli dei Paesi periferici e sui mercati dei titoli governativi prevalsero condizioni più distese. Nel Marzo 2013 Cipro fu costretta a chiedere un ampliamento degli aiuti forniti da UE, BCE e FMI e si impegnò ad attuare una ulteriore serie di riforme.

[222] L'Italia lo ha ratificato con la legge n. 114 del 23 luglio 2012. Successivamente, venne adottato con la legge costituzionale n. 1/12, l'introduzione nella Costituzione dei vincoli di pareggio di bilancio.

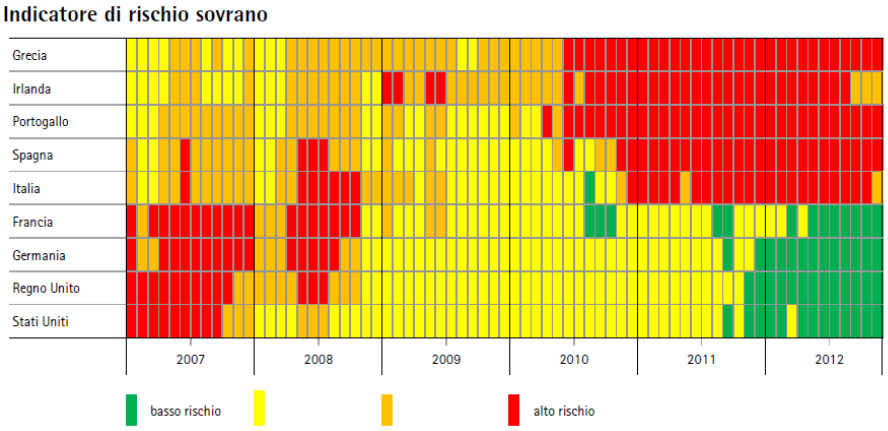

Grafico 2.12: indicatore di rischio sovrano.
Fonte: Thomson Reuters, in Consob, *Risk Outlook n.5*, dicembre 2012.

Consistenti piani di salvataggio vennero attuati dalla maggior parte dei paesi europei: Danimarca, Belgio, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia. Nel complesso gli aiuti erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali raggiunsero i 3.166 miliardi di euro in Europa, sotto forma di garanzie (2.443 miliardi), ricapitalizzazioni (472 miliardi) e linee di credito e prestiti (251 miliardi)[223].

2.13 Considerazioni sulla crisi del debito sovrano

La crisi del debito sovrano non è altro che uno sviluppo della crisi finanziaria, con il passaggio da "fallimento del mercato" al "fallimento dello stato". Questo è avvenuto a causa del forte sbilanciamento dell'intervento pubblico sul versante finanziario, insieme alla bassa crescita, che ha portato ad una grave esposizione debitoria degli stati[224]. In Europa vi è stato un passaggio della crisi, da finanziaria a pubblica, che ha "*sorpreso le istituzioni comuni e gli stati membri nel guado tra la raggiunta unificazione monetaria e l'ancora lontana integrazione delle politiche economiche*"[225]; ciò ha dimostrato che la finanza pubblica può mettere a repentaglio la stabilità monetaria. G. Napolitano, nel suo lavoro "La crisi del debito

[223] Fonte dati: MBRES, dicembre 2013.

[224] Al punto che, una provocatoria nota del centro studi e ricerche di Morgan Stanley, pubblicata il 25 agosto 2010, si intitolava "*Sovereign subjects. Ask not wheter governments will default, but how*", per una più ampia valutazione, G. TONIOLO, *Debiti sovrani senza angoscia*, Il Sole 24 Ore, 11 agosto 2010.

[225] G. NAPOLITANO, *La crisi del debito sovrano e il rafforzamento della governance economica europea*, in *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, a cura di G. Napolitano, Il Mulino, 2012, p. 383 ss.

sovrano e il rafforzamento della governance economica europea" (2012), rimanda a quattro cause la crisi che abbiamo vissuto nella zona euro. La prima riguarda l'adozione di politiche pubbliche che vengono gestite oltre la vera sostenibilità finanziaria: le modalità di prelievo fiscale, i livelli di spesa, debiti pubblici, questi sono solo alcuni dei fattori che differiscono profondamente da Paese a Paese. La seconda causa individuata dall'autore, riguarda la non applicazione delle norme riguardanti lo sforamento del patto di stabilità, in questo modo si è permesso (vedi la Grecia) la comunicazione di dati contabili fasulli. Per quanto riguarda la terza causa, Napolitano fa riferimento alla "*mancanza di un adeguato governo economico europeo"*[226], che ha impedito l'adozione di misure efficaci che potessero rilanciare l'economia europea; questo perché gli stati nazionali hanno opposto resistenze al coordinamento politico e al "*controllo di dinamiche macro-economiche"*[227]. La quarta e ultima causa dipende dal cospicuo ritardo relativo alla regolazione dei mercati finanziari: la vigilanza delle autorità europee è stata di fati tardiva e soltanto parziale[228]. Di fatto, le finanze pubbliche degli stati comunitari, sono rimaste esposte a "*comportamenti opportunistici di intermediari e agenzie di rating che la riforma della vigilanza avrebbe dovuto impedire o, comunque, disincentivare"*[229]. A questo bisogna aggiungere il fatto che le diverse *performance* economiche degli Stati membri, ma anche fiscali e finanziarie, hanno creato le basi per le azioni speculative di cui si descritto pocanzi, soprattutto a danno dei paesi più fragili.

Tutto questo scenario è stato aggravato dalle intense correlazioni tra la crisi bancaria e la crisi del debito sovrano. In linea generale, una crisi di liquidità nei circuiti bancari, è un problema a carico della BCE e quindi di politica monetaria; le azioni adottate dalla Banca Centrale *"ricadono nella zona grigia tra politica monetaria e politica di bilancio"*[230], mentre negli USA, la Fed e il Tesoro operano in maniera coordinata e si garantiscono a vicenda. In Europa invece, "*il Sistema economico delle banche centrali (SEBC) non può operare al servizio né delle istituzioni europee, né degli stati nazionali"*[231], quindi sono state adottate

---

[226] Ibidem.
[227] Ibidem.
[228] Cfr., F. RECINE, P.G. TEIXEIRA, *The new financial stability architecture in the EU,* disponibile al sito: http://ssrn.com/abstract=1509304.
[229] G. NAPOLITANO, *op. ult. cit.*, p. 388.
[230] Ibidem.
[231] Ibidem

soluzioni differenti in ogni Stato. La prima riguarda l'adozione di strumenti di assistenza finanziaria in favore degli stati membri a rischio di insolvenza; la seconda soluzione è relativa al consolidamento dell'integrazione fiscale "*al fine di garantire strutturalmente l'equilibrio delle finanze pubbliche e di porre le condizioni per un rilancio della crescita"*[232]. È lo stesso FMI, attraverso il suo report annuale ad indicare alle banche la ricetta per uscire dalla crisi: "*È cruciale che le grandi banche su cui poggia il sistema finanziario continuino ad agire rapidamente per risanare i loro bilanci, raccogliendo nuovi capitali e finanziamenti a breve, anche se costa di più farlo ora, per ricreare fiducia ed evitare di danneggiare oltre il canale del credito"*[233].

Ma quale è stata la spesa totale dei governi europei per salvare il sistema finanziario? Il bollettino del 17 settembre 2015 della BCE ha fornito questo dato[234]. Nel bollettino si fa riferimento al periodo 2008-2014 nel quale i governi dell'area euro hanno speso un totale di 800 miliardi di euro a favore delle banche, pari all'8% del PIL dell'UE. Tali dati provengono dal bollettino economico diffuso dalla BCE nel settembre 2015. Ciò che viene messo in risalto è il fatto che gli istituti ne abbiano restituito appena il 40% del totale. L'Eurotower spiega in questo modo che il rapporto debito/PIL dell'area euro è aumentato dal 65 al 92%.

2.14 L'impatto della crisi sui Paesi emergenti

Per un certo periodo dall'inizio della crisi finanziaria, i Paesi emergenti sembravano immuni dall'ondata di crisi che si stava creando. Il "premio" (*sovereign spread)* che la maggior parte dei Paesi in via di sviluppo doveva pagare sui propri titoli di stato, relativamente ai titoli del Tesoro americano, era esiguo e non era aumentato di molto.

---

[232] Ibi, p. 389.
[233] IMF, *Making the global economy work for all,* Annual Report, 2008.
[234] BCE, *Bollettino economico*, n. 6 – 2015, p. 86.

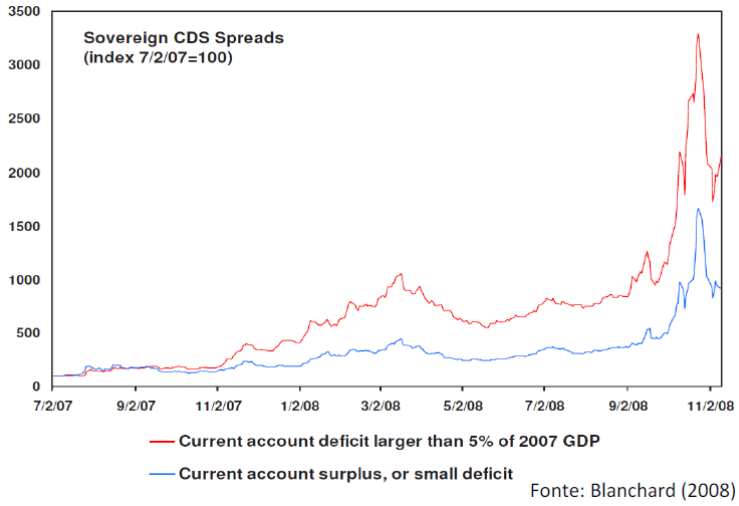

Grafico 2.13: Sovereign CDS spreads. Fonte: Blanchard (2008) in F. GIAVAZZI, A. AMIGHINI, *La crisi del 2007-2010, Macroeconomia,* Il Mulino, 2009.

Attraverso il grafico 2.13 possiamo cercare di analizzare il mutamento di percezione circa il fallimento di uno stato. Come detto in precedenza, i *Cds* sono prodotti assicurativi che consentono una protezione da un rischio finanziario specifico. Nel caso dei *Sovereign Cds* il rischio è quello del fallimento dello stato. Tali prodotti sono utilizzati come indicatori della percezione del mercato circa il rischio di fallimento di un Paese: dal grafico possiamo notare come tale percezione di rischio, relativamente a tutti gli Stati (in particolare quelli con un deficit di conto corrente maggiore del 5% rispetto al PIL), sia aumentata notevolmente a partire dall'autunno 2008. Di conseguenza aumentarono notevolmente anche i premi sui titoli di stato emessi dagli Stati in questione. Nel processo descritto in precedenza del *deleveraging*, oltre all'irrigidimento degli standard bancari, le banche dei paesi avanzati cominciarono a ridurre sensibilmente la loro esposizione verso i mercati emergenti, chiudendo molte linee di credito e rimpatriando molti fondi. I paesi emergenti si trovarono così di fronte ad una situazione molto difficile: da un lato l'aumento dei *sovereign spread* e dall'altro il taglio di molte linee di credito. In aggiunta, si presentarono alcuni problemi di natura macroeconomica: oltre ai problemi domestici del credito, dovettero difendersi da forti pressioni esterne sul tasso di cambio. Se i paesi sottoposti a tali pressioni possiedono riserve, oppure possono accedere a prestiti da banche centrali o dal FMI, allora possono usare queste risorse per limitare l'effetto del deprezzamento. Altrimenti, potrebbero dover subire un importante deprezzamento della propria valuta. Tale meccanismo è familiare alle crisi del passato, specialmente a quelle asiatiche: circostanze di questo tipo hanno portato gravi scompigli economici, come potremo osservare nel capitolo 3.

2.15 I dati sulla disoccupazione e sul calo del PIL

Il malfunzionamento dei mercati finanziari a seguito della crisi, portò effetti recessivi anche sul piano reale. L'effetto ricchezza negativo sui consumi e sugli investimenti, aumento dei tassi di interesse sulla spesa, per esempio delle imprese sui macchinari, o sulle spese delle famiglie in beni durevoli[235]. Nel mese di giugno 2009, gli USA fecero registrare il livello di disoccupazione più alto dal 1983: il tasso era salito al 9,8%. Anche in Europa però le cose non procedevano meglio: nei paesi dell'euro si attestò al 9,5% secondo i dati Eurostat[236]. L'Italia in particolare, secondo i dati OCSE nell'Interim Outlook, nel 2009 è arrivata ad una contrazione del PIL pari al 4,3%[237].

Paese	Tasso di disoccupazione medio, 2000-2009	Tasso di disoccupazione, a metà del 2009
Canada	7%	8,3%
Francia	8,39%	9,1%
Germania	8,88%	7,7%
Grecia	9,7%	9,5%
Italia	7,94%	7,8%
Regno Unito	5,46%	7,6%
Spagna	11,38%	18%
Svezia	5,78%	8,3%
Stati Uniti	5,54%	9,3%

Fonte: National Bureau of Economic Research.

Tabella 2.4[238]: tasso di disoccupazione medio in alcuni Paesi dal 2000 al 2009 e nel 2009.
Fonte: *National Bureau of Economic Research.*

La tabella 2.4 ci riporta i tassi di disoccupazione in alcuni Paesi del mondo. Si può notare come i tassi più elevati di disoccupazione si sono avuti in Europa continentale negli ultimi 10 anni, rispetto a Regno Unito e USA. In generale i tassi di disoccupazione sono cresciuti nel 2009 in tutti i paesi considerati. La tabella 2.5 invece riporta una panoramica a livello mondiale dell'andamento del PIL dal 2007 al 2013.

---

[235] Fonte: www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime* , Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008, p. 34.

[236] Articolo, *Usa record disoccupati: 9,5%. E nell'Ue è al 9,8, mai così male,* www.laRepubblica.it – Affari & Finanza, 2 luglio 2009.

[237] Tabella riportata in V. DA ROLD, *Sostegni all'economia – Le stime su crescita e conti pubblici,* Il Sole 24 Ore, 1 aprile 2009.

[238] M. LIEBERMAN, R.E. HALL, *Principi di economia*, Maggioli Editore, 2010, p. 449.

Tavola 1.1 Prodotto interno lordo per il Mondo, le principali aree geoeconomiche e alcuni paesi selezionati - Anni 2007-2013 (dati in volume; variazioni percentuali)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Mondo	**5,3**	**2,7**	**-0,4**	**5,2**	**3,9**	**3,2**	**3,0**
Economie avanzate	*2,7*	*0,1*	*-34*	*3,0*	*1,7*	*1,4*	*1,3*
Economie emergenti e Pvs	*8,7*	*5,9*	*3,1*	*7,5*	*6,3*	*5,0*	*4,7*
Europa centrale e orientale	5,3	3,3	-3,4	4,7	5,4	1,4	2,8
America Latina e Caraibi	5,8	4,3	-1,3	6,0	4,6	3,1	2,7
Medio Oriente e Nord Africa	6,0	5,1	2,8	5,2	3,9	4,1	2,2
Pvs – Asia	11,5	7,3	7,7	9,7	7,9	6,7	6,5
Africa Sub-sahariana	7,1	5,7	2,6	5,6	5,5	4,9	4,9
Brasile	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	2,3
Cina	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7
India	9,8	3,9	8,5	10,3	6,6	4,7	4,4
Giappone	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,4	1,5
Russia	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3
Stati Uniti	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,9
Italia	*1,7*	*-1,2*	*-5,5*	*1,7*	*0,5*	*-2,4*	*-1,9*

Fonte: Fmi - World Economic Outlook, aprile 2014

Tabella2. 5[239]: PIL per il mondo, le principali aree geoeconomiche e alcuni paesi selezionati – Anni 2007-2013 (dati in volume; variazioni percentuali).
Fonte: FMI – *World Economic Outlook*, aprile 2014.

Le conseguenze per il commercio estero furono la caduta della domanda interna (nel 2009 il crollo è stato del 13,2%[240]) nei paesi più colpiti dalla crisi finanziaria, la quale si tradusse in minori importazioni e di conseguenza vennero coinvolti nella fase recessiva anche i paesi inizialmente meno esposti. Il canale estero è stato più potente nei paesi il cui sviluppo dipende dalle esportazioni ed è stato amplificato dal processo di globalizzazione. Si può parlare di recessione globale perché i meccanismi di trasmissione hanno operato in un quadro nuovo, di economia altamente integrata; tale crisi è stata più grave perché derivante da una crisi finanziaria e perché altamente sincronizzata.

[239] Fonte: Istat – rapporto 2014.
[240] Tabella riportata in V. DA ROLD, *Sostegni all'economia – Le stime su crescita e conti pubblici,* in Il Sole 24 Ore, 1 aprile 2009.

European Economic Forecast Spring 2015				
Forecasts for EA	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
GDP growth (%, yoy)	-0,4	0,9	1,5	1,9
Inflation (%, yoy)	1,4	0,4	0,1	1,5
Unemployment (%)	12,0	11,6	11,0	10,5
Public budget balance (% of GDP)	-2,9	-2,4	-2,0	-1,7
Gross public debt (% of GDP)	93,2	94,2	94,0	92,5
Current account balance (% of GDP)	2,5	3,0	3,5	3,4
Full forecasts for EA			5 May 2015 European Commission European Economy 2|2015	

Tabella 2.6: indicatori economici per i paesi dell'Area Euro 2013-2016. Fonte: Commissione Europea (2015)[241].

2.16 Il ruolo del Fondo Monetario Internazionale e la sua evoluzione

Il Fondo Monetario Internazionale[242], insieme alla Banca Mondiale, dall'inizio della crisi a fine 2007, ha invertito un processo di *downsizing*, relativo alla sua sfera d'azione e al proprio budget finanziario, aumentando sensibilmente la propria capacità di prestito. Questo per rispondere all'articolo 1 punto V del proprio Statuto: "*assicurare agli Stati membri, prendendo le opportune cautele, la disponibilità temporanea di risorse del Fondo, fornendo loro in tal modo la possibilità di correggere squilibri nelle loro bilance dei pagamenti, senza dover ricorrere a misure che rischierebbero di compromettere la prosperità nazionale o internazionale*". Il peso politico del FMI sulla scena internazionale ha favorito la ripresa delle critiche di favoritismo rivolte alle politiche di prestito del Fondo. Queste sarebbero disegnate e messe in atto per tutelare gli interessi politici ed economici dei suoi principali finanziatori (gli Stati Uniti e gli altri paesi del G7, che controllano le decisioni dell'*Executive Board* del Fondo) e dei paesi loro alleati, determinando un'inefficiente allocazione sia delle risorse del Fondo sia di quelle dei governi nazionali[243]. Il FMI dovrebbe svolgere il ruolo di garante del sistema monetario-finanziario internazionale, malgrado la sua attività sia sempre stata influenzata dalle dinamiche del sistema internazionale. Nel secondo Dopoguerra, il compito principale del Fondo, secondo gli accordi di Bretton Woods, era il mantenimento della

[241] Dati disponibili al sito: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/euro_area_en.htm

[242] Creato insieme alla Banca Mondiale nel 1945 a seguito degli accordi di Bretton Woods. Ad oggi (ottobre 2015) conta 188 paesi membri.

[243] Si veda a riguardo sul caso Islanda, *No thanks. The ramifications of a likely no vote may not be pleasant*, in The Economist, 4 Marzo 2010.

stabilità nel sistema dei tassi di cambio fissi. Dal 1973 con l'avvento dei cambi flessibili e la globalizzazione finanziaria, il Fondo ha adattato il suo ruolo divenendo il finanziatore ultimo, pronto a sostenere quei paesi colpiti dalla volatilità dei tassi di cambio e da crisi finanziarie. La crisi del 2007 ha enfatizzato i legami finanziari tra le economie emergenti e i paesi industrializzati. I Paesi membri con problemi di liquidità (in particolare le economie emergenti) impossibilitati ad accedere ad altre fonte di credito, si sono trovati nuovamente ad aver bisogno dei prestiti del Fondo per scongiurare l'insolvenza. Altre considerazioni vengono date da Stiglitz in un suo lavoro[244].

Un aspetto importante del FMI è la sua natura di *club*. Esso infatti, a differenza di quello che si immagina, non è una banca, né un prestatore di ultima istanza[245]. Il suo compito consiste nell'impegnare le risorse proveniente dai paesi membri e prestarle temporaneamente ai paesi che ne facciano richiesta[246]. Si può definire un club anche perché il Fondo "*riflette le valutazioni politiche dei membri che ne fanno parte"*[247]. Il fatto poi che il FMI sia molto vicino alla posizione americana non sorprende: gli USA infatti sono gli unici in grado di porre il veto sulle decisioni del Fondo, questo anche per il fatto "*dell'importanza dei contributi americani per il finanziamento delle istituzioni internazionali"*[248] dando un grande potere contrattuale agli Stati Uniti. A ciò si può aggiungere il fatto che il FMI ha sede a Washington e questo facilita il contatto dei funzionari e dell'ambiente accademico e finanziario americano.

A differenza della Banca Mondiale, il Fondo "*non può prendere a prestito sui mercati internazionali per mobilitare ulteriori risorse e può esclusivamente chiedere ai governi dei paesi membri di conferire ulteriori risorse"*[249]. Quando il FMI concede un prestito ad uno Stato viene richiesto al ricevente di concordare con il Fondo delle misure che assicurino il risanamento del paese e la restituzione del prestito stesso. Il Fondo è nato con l'obiettivo di occuparsi degli aspetti macroeconomici legati agli squilibri della bilancia dei pagamenti.

---

[244] J.E. STIGLITZ, *Stabilità non solo crescita,* Francesco Brioschi Editore, 2008, p. 17.

[245] Il Fondo Monetario cerca di svolgere un compito di "catalizzatore" di risorse private verso i paesi in difficoltà, cercando di rafforzare la fiducia dei mercati nel recupero dell'economia nazionale, e non di garantire finanziamenti pari al loro intero fabbisogno finanziario.

[246] F. TARGETTI, A. FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione: storia, politica e istituzioni,* Francesco Brioschi Ediotore, 2008, p. 346.

[247] Ibi, p. 358.

[248] Ibidem.

[249] Ibi, p. 360.

2.17 Confronto tra la crisi del 1929 e quella del 2007

L'obiettivo di questa sezione dell'elaborato è quello di andare a ricercare le similitudini e le differenze tra la crisi scoppiata nel 1929 e quella del 2007-2008. Un interessante spunto ci viene fornito da Alberto Alesina: "*E' tremendamente sbagliato paragonare la crisi finanziaria che colpisce oggi gli Stati Uniti con quella del 1929. Allora le autorità commisero errori molto gravi di politica economica. Oggi quegli errori non si stanno ripetendo*"[250]. Alesina, professore di Politica Economica all'università di Harvard, era convinto che la crisi finanziaria americana scoppiata nel 2007 non avrebbe avuto effetti rilevanti sull'economia reale e che essa non si sarebbe propagata a macchia d'olio come accadde nel 1929: "*Questo non significa che gli Usa eviteranno la recessione, e se oggi dovessi fare una previsione sul Pil americano farei una revisione al ribasso della crescita. Inoltre è prevedibile che assisteremo ad altre operazioni come quella che ha portato Bank of America a conquistare Merrill Lynch*". In ogni caso, sottolinea l'economista, "*oggi le autorità politiche e monetarie stanno reagendo correttamente al tracollo che è solo finanziario*"[251]. Questa è solo una delle tantissime voci, alcune molti autorevoli, che prevedevano un veloce riassorbimento della momentanea caduta di Wall Street; purtroppo però le cose non sono andate come da lui annunciate. Proseguendo nella sua intervista, Alesina sottolinea alcuni punti importanti per nostra analisi, descrivendo gli errori commessi dal governo americano nel '29: "*Gli errori principali furono quattro. Il primo fu quello di tornare al protezionismo: le esportazioni crollarono e gli effetti recessivi sull'economia reale furono amplificati. Il secondo errore lo commise la Fed che anziché iniettare liquidità nel sistema, si mosse nella direzione opposta, aumentando il panico tra i risparmiatori. Terzo errore grave fu il mancato intervento del Governo americano dopo i primi fallimenti bancari. Oggi non è stato così, come dimostrano i casi Fannie Mae e Freddie Mac. Infine, il presidente Hoover invece di tollerare un aumento del deficit pubblico, aumentò l'imposizione fiscale per tenere in equilibrio i conti pubblici, con ulteriori conseguenze sui consumi e dunque sull'economia reale*". Diventa quindi utile al fine della nostra analisi, studiare più approfonditamente gli elementi cruciali evidenziati dal noto economista:

- Il ritorno al protezionismo fu possibile nel 1929 perché non vi era ancora l'integrazione del mercato a livello internazionale che vi è oggi;

---

[250] A. ALESINA, *Perché questa crisi è diversa da quella del '29*, Il Sole 24 Ore, di Giuseppe Chiellino, 16 settembre 2008.
[251] Ibidem.

- La Fed nel ’29 decise di non immettere liquidità nel sistema, mentre lo fece nella crisi attuale;
- Il governo americano si mosse velocemente per arginare gli squilibri che si stavano creando, ad eccezione della Lehman Brothers;
- Aumento dell’imposizione fiscale da parte dello Stato.

La crisi del ’29 fu “*strutturalmente diversa da quella attuale”*, perché essa fu generata, come abbiamo visto, da una sovrapproduzione industriale; ma anche le decisioni sono state diverse, “*dal momento che la Fed non immise liquidità nel sistema”*[252]. La Grande Depressione che seguì lo scoppio di Wall Street, fu scatenata da un repentino crollo della produzione e dei consumi, il tutto amplificato dalla chiusura del credito verso le imprese.

In un articolo[253] del 1933, Irving Fisher cercò di descrivere gli eventi che portarono all’origine della Grande Depressione. Cercando le somiglianze, si può notare come prima cosa che anche all’origine della crisi del ’29 ci fu il fenomeno dell’eccessivo indebitamento. Nel caso della crisi dei *subprime,* l’indebitamento riguardò le famiglie che non riuscirono a ripagare le rate del mutuo, le banche allora cercarono di liquidare il debito o attraverso “*l’interruzione del rapporto di debito (foreclosure)”* oppure attraverso “*l’escussione della garanzia ossia l’acquisizione dell’immobile (repossession)”*[254].

Altro punto in comune tra le due crisi è il *distress selling*, che nel caso del 2007 ha riguardato lo smobilizzo dei titoli in portafoglio dei fondi di investimento. Qui però possiamo evidenziare una sostanziale differenza: la reazione delle autorità monetarie. Attraverso la lezione imparata ottant’anni fa, le autorità fin da subito immisero nell’economia grandi quantità di liquidità; questo è stato fatto per evitare ciò che accadde invece durante la Grande Depressione, ovvero evitare la deflazione. L’unica deflazione a cui abbiamo assistito in questi anni ha riguardato il prezzo degli immobili prima, e delle attività sia finanziarie che reali poi. Altri punti in comune con la teoria di Fisher riguardano “*una diminuzione del capitale netto delle imprese, che condurrà ad un flusso di bancarotta e una caduta […] dei profitti”*[255], e ciò ha riguardato tutto il panorama economico mondiale (dalle piccole-medie imprese fino alle più grandi). Per poi proseguire con “*una riduzione dell’output […] e*

---

[252] I. SABATELLI, *La supervisione sulle banche. Profili evolutivi*, Wolters Kluwer Italia, 2009, p. 43.
[253] I. FISHER, *The debt deflation theory of great depression,* Econometrica, Vol. 1, No. 4, (Oct., 1933), pp. 337-357.
[254] Fonte: www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime* , Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008, p. 35.
[255] I. FISHER, *op. ult. cit.*, p. 342.

dell'occupazione"[256]. La perdita di fiducia di cui abbiamo descritto gli effetti conducono, secondo Fisher, "*al tesoreggiamento e ulteriore riduzione della velocità di circolazione della moneta",* la corsa agli sportelli a cui abbiamo assistito (dalla Northern Rock, passando poi per Cipro e la Grecia), sono un caso classico di aumento rilevante ed improvviso del tesoreggiamento.

Nel proseguire la nostra analisi, i dati riportati nella Tabella 2.7 ci mostrano un parallelo molto interessante. I dati forniti dalla CGIA di Mestre, mettono a confronto l'andamento di alcuni indicatori economici censiti nei periodi 1929-1934 e 2007-2012[257]. Ecco i risultati relativi all'Italia:

VARIAZIONI IN TERMINI REALI	**PIL**	**PIL PRO-CAPITE**	**CONSUMI FAMIGLIE**	**INVESTIMENTI**
CRISI DEL 1929 (Var. % 1929-1934)	**-5,1**	**-8,6**	**-9,4**	**-12,8**
CRISI DEL 2007 (Var. % 2007-2012)	**-6,9**	**-9,4**	**-5,0**	**-27,6**

Tabella 2.7: Elaborazione Ufficio Studi CGIA di Mestre su dati Banca d'Italia (A. BAFFIGI, La Contabilità Nazionale dell'Italia 1861-2011) e Istat[258].

Per quanto riguarda:

• PIL – a livello aggregato la ricchezza prodotta dal Paese al netto dell'inflazione durante la crisi degli anni Trenta è diminuita del 5,1%. Tra il 2007 e il 2012 la contrazione è stata del 6,9%;

• PIL pro capite – la ricchezza prodotta per singolo abitante al netto dell'inflazione, invece, è scesa durante la Grande crisi dell'8,6%, in questi ultimi anni del 9,4%;

• Investimenti – se tra il 1929 e il 1934 la contrazione fu del 12,8%, tra il 2007 ed il 2012 il calo è stato del 27,6%, più del doppio rispetto a quanto accaduto ottant'anni fa;

• Consumi delle famiglie – negli anni Trenta la caduta fu drammatica: -9,4%. In questi

---

256 Ibidem.

257 Dati ricavati sul sito internet www.cgiamestre.com, *Crisi: l'attuale più pesante di quella del '29*, 15 aprile 2013.

258 Per le variabili PIL e PIL pro capite, si fa riferimento a variazioni di valori concatenati al 2005. Per le variabili consumi famiglie e investimenti si fa riferimento, per la crisi del '29, a variazioni di valori di prezzo costanti al 1938, mentre per la crisi attuale si fa riferimento a valori concatenati al 2005.

ultimi anni la diminuzione è stata del 5%.

E' chiaro, sottolinea la CGIA, che questa comparazione presenta dei limiti riconducibili all'incompletezza delle statistiche riferite agli anni Trenta. Infatti le misurazioni statistiche sono decisamente più accurate ai nostri giorni, pertanto i risultati vanno osservati con attenzione, anche se ci consentono di realizzare una comparazione che ci ribadisce la gravità della situazione che è stata e che stiamo vivendo ancora oggi.
Va altresì ricordato che in questa analisi sono stati presi in esame gli unici indicatori che potevano essere confrontati. Da un punto di vista metodologico la CGIA segnala che nel 1929 e nel 2007 si sono registrati i risultati economici maggiormente positivi per il nostro Paese nei due periodi messi a confronto. Pertanto, le due variazioni hanno inizio proprio a partire dal 1929 e dal 2007.

A sostenere alcuni punti in comune tra le due crisi ci aiuta anche Assaf Razin[259]: "*Le somiglianze che possiamo registrare sono sei. Entrambe le crisi sono nate a seguito di bolle speculative; sono cominciate nel settore finanziario e si sono poi gradualmente diffuse nell'economia reale, facendo fallire numerosi istituti finanziari oppure rendendo necessari in alcuni casi interventi «salva-banche»; in tutti e due i casi la crisi sembra essere iniziata con lo scoppio della bolla, anche se forse i prodromi erano già avvertibili in precedenza; il credito delle banche s'è prosciugato in entrambi i casi; sia nel '29 che nel 2008-09 si è fatto ricorso alla politica dei tassi zero negli Stati Uniti. Ultima somiglianza, sia allora sia oggi la crisi è cominciata negli Stati Uniti e poi si è successivamente estesa ad altri Paesi.*[260]" Sempre durante il suo intervento, l'economista israeliano, ha voluto esporre delle sostanziali differenze che rendono la crisi iniziata nel 2007, profondamente diversa da quella del 1929: "*Le risposte delle politiche fiscali e monetarie, ad esempio, quelle dei governi e delle banche centrali oggi sono state molto più rapide e vigorose di quanto furono durante i primi tempi della Grande Depressione. Allora gli Stati Uniti, con il presidente Hoover, rimasero cocciutamente legati al "gold standard", al tasso fisso di cambio del dollaro legato al valore dell'oro".* In Italia la politica monetaria voluta da Mussolini, che spinse per il rapporto Lira-Sterlina a "Quota Novanta"[261], è stata frutto in buona sostanza di queste differenti visioni

[259] Insegna mercati competitivi globali all'Università di Tel Aviv ed Economia Internazionale alla *Cornell University* di Ithaca (NY).
[260] A. RAZIN, *La crisi finanziaria mondiale: è come la grande depressione?*, Festival dell'economia di Trento, 31 maggio 2009.
[261] Rivalutazione della Lira rispetto alle altre valute, in modo che fosse possibile mantenere costante il cambio 1 a 90 con la Sterlina, a quel tempo la moneta utilizzata negli scambi commerciali di tutto il mondo.

economiche dei vari stati di allora. Le grandi potenze europee erano convinte che Mussolini non sarebbe riuscito a mantenere il rapporto perché il costo si sarebbe riversato sulla popolazione italiana. Gli Italiani soffrirono, è vero, ma il Paese uscì molto meglio di tanti altri (Austria, Germania e Francia incluse), anche perché il regime fascista fondò l'IRI che provvide ad acquistare le grandi banche in procinto di fallire (come è avvenuto in questi anni in USA e UK), facendo dello Stato il più grande capitalista italiano. Tali *asset* sono stati privatizzati solo agli albori della Seconda Repubblica.

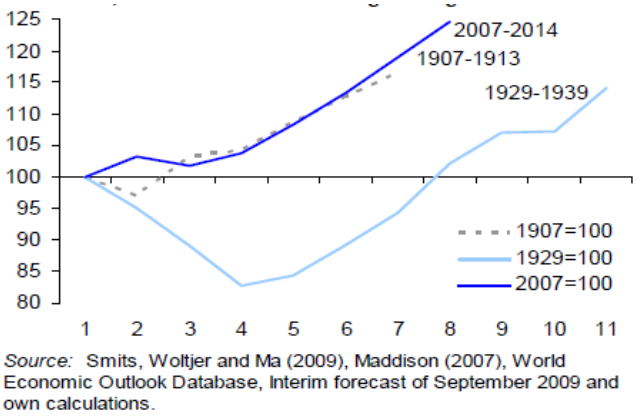

Grafico 14: Livello del PIL mondiale per anno. Confronto tra 3 recessioni globali.
Fonte: ***European Commission, European Economy, 7 september 2009, p. 15.***

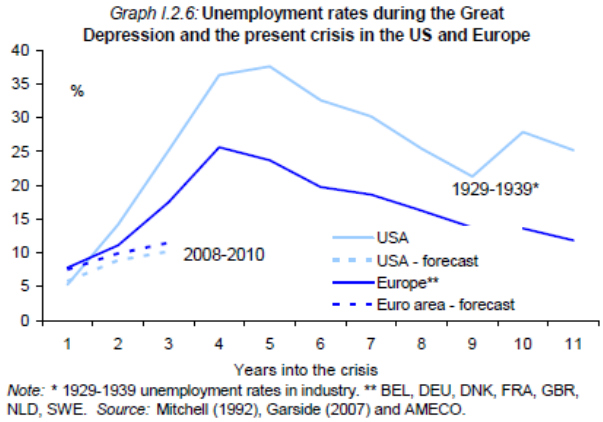

Grafico 15: Tasso di disoccupazione. Confronto Grande Depressione e recessione 2008-2009 negli USA e in Europa.
Fonte: ***European Commission, European Economy, 7 september 2009, p. 15.***

Superata la crisi del 1920-1921, l'economia americana inaugurò un periodo di forte espansione. Crescevano gli investimenti e le emissioni azionarie, e si scatenava la speculazione, facendo salire in modo sconsiderato le quotazioni dei titoli**,** "*l'indice generale dei prezzi dei titoli azionari che tra il 1922 e il 1927 era salito da 100 a 200, sale tra il '27 e il '29 da 200 a 580, e compie la parte maggiore di questo rialzo negli ultimi 12 mesi, in cui si*

assiste ad una vera frenesia di speculazione"[262]. Nell'intento di alleviare la crescente disoccupazione, in tutto il mondo i governi aumentarono le tariffe doganali allo scopo di far produrre all'interno ciò che prima veniva importato, ma in tal modo si bloccarono ovunque le esportazioni, aggravando ulteriormente la crisi**.** Uno scenario del genere oggi non è immaginabile, anzitutto per una serie di differenze oggettive**:** grazie alla globalizzazione, sono molto più numerosi i paesi coinvolti nel commercio internazionale, le loro economie sono maggiormente specializzate e quindi dipendono vitalmente dall'import-export, rendendo impossibile un ricorso *generalizzato* al protezionismo**.**

Inoltre alcuni di questi nuovi paesi (soprattutto l'India e la Cina, ma anche il Brasile e il Sudafrica) sono mercati immensi; il commercio globale, rispetto agli Anni Trenta, si è molto accresciuto e quindi l'attuale gravissima crisi, pur implicando un calo della produzione e dei consumi, ha inciso assai meno sugli scambi complessivi**.**

La lezione lasciata da Roosevelt, e gli errori compiuti da Hoover, hanno permesso di non ripetere le medesime azioni errate. Oggi i governi sanno che sarebbe controproducente ricorrere al protezionismo, ed hanno capito che il rimedio essenziale per superare l'attuale crisi è iniettare liquidità nel sistema e mantenere bassi i tassi di interesse[263]. Inoltre, dopo il gravissimo errore iniziale del governo degli Stati Uniti, che non è intervenuto per impedire il fallimento della grande banca d'affari Lehman Brothers, negli USA e in tutto il mondo si sono impediti ulteriori fallimenti di banche, mediante due tipi di misure**:**

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

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

Per spiegare la crisi finanziaria, gli economisti della *Bank of International Settlement* hanno posto l'attenzione sulle cause che hanno portato allo scoppio della crisi stessa, mettendo in evidenza il ruolo giocato dagli squilibri della bilancia dei pagamenti statunitense.

---

[262] G. LUZZATO, *Storia economica*, vol. II. Cedam, 1960, pag. 513.

[263] Del tutto diverso il discorso relativo alla crisi del debito europeo, iniziata nel 2010.

Essi affermavano che "*I segnali di pericolo non mancavano. I diffusi avanzi di conto corrente erano insostenibili. E le famiglie non potevano continuare a indebitarsi indefinitamente, prima o poi avrebbero dovuto rimborsare i prestiti contratti. […] Gli avvertimenti non mancavano. Gli osservatori del mercato avevano fatto notare che il prezzo del rischio era eccessivamente basso e che, vincolati dal livello contenuto dei tassi ufficiali, i gestori patrimoniali stavano adottando strategie troppo aggressive nella loro ricerca di rendimento. Alcuni temevano che la politica monetaria non prestasse la necessaria attenzione ai pericoli creati dalla compresenza di un boom dei prezzi delle attività e di un boom del credito. Essi avvertivano che, concentrandosi soprattutto sulla stabilità dei prezzi […], le autorità monetarie avrebbero potuto perdere di vista le minacce derivanti dai boom dei prezzi delle attività e del credito. Gli osservatori rilevavano il deterioramento dei criteri di concessione dei fidi, specie quelli applicati ai mutui ipotecari. E mettevano in guardia contro i rischi che comporta la rapida innovazione Finanziaria"*[264].

[264] BIS, 79ª Relazione annuale 2008/2009, *The global financial crisis*, pp. 16-36, in A. DELL'ATTI e F. MIGLIETTA, *Il sistema bancario e la crisi finanziaria*, Cacucci Ed., 2014.

CAPITOLO 3
LA CRISI ASIATICA DEL 1997

3.1 Considerazioni sui boom creditizi antecedenti le crisi

Finora le crisi che abbiamo analizzato "*sono state precedute da boom creditizi, lunghi periodi durante il quale si registra un'espansione del credito erogato attraverso prestiti, emissione di obbligazioni e mutui ipotecari*"[265], questo ci mostra che un aumento incontrollato del credito porta a rendere il sistema economico, nazionale ed internazionale, sempre più debole. Ai giorni nostri un boom creditizio possiamo definirlo come "*un periodo caratterizzato da una crescita anomala del credito privato in relazione al PIL, ovvero da un'espansione sostenuta del credito nell'arco di alcuni anni*"[266]; il grafico 3.1 ci aiuta in questa analisi. Nei cinque anni antecedenti una crisi, i paesi colpiti avevano fatto registrare una crescita in media del 10% del rapporto tra credito privato e PIL.

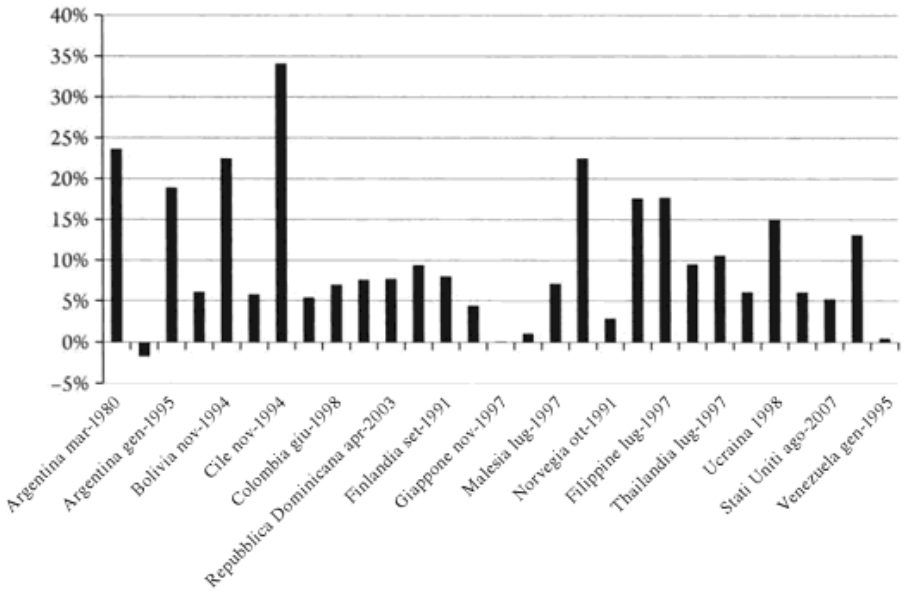

Grafico 3.1: Crescita annua del rapporto tra credito privato e PIL nei cinque anni antecedenti una crisi (%).
Fonte: LAEVEN L. E VALENCIA F., *Systemic Banking Crises: A New Database,* IMF Working Paper, No. 08/224 (2008).

Prima di analizzare ciò che avvenne alla fine degli anni Novanta in Asia Orientale, risulta importante studiare brevemente la crisi messicana che ebbe inizio nel 1994 detta anche "*crisi della Tequila*".

---

[265] G.B. GORTON, *Perché non vediamo le crisi*, FrancoAngeli Ed., 2014, p. 86.
[266] Ibidem.

La stabilità della moneta messicana aveva creato, fin dagli anni Ottanta, favorevoli investimenti esteri e un livello di inflazione relativamente basso, che avevano portato ingenti volumi di moneta estera nelle casse messicane. Fintanto che il Messico conservò una solida scorta di riserve estere, la politica monetaria fu sostenibile. Purtroppo questo patrimonio di valuta estera nascondeva delle problematiche: i messicani, dopo anni di crescita economica, si stavano indebitando con creditori stranieri per acquistare beni di consumo dagli Stati Uniti e per acquistare immobili. Avvenne allora che le banche messicane si esposero eccessivamente con prestiti alle famiglie e imprese, non tenendo conto del pericolo di inadempienza dei propri clienti, creando un pericoloso squilibrio nei propri conto bancari. Il tasso di cambio fisso con il dollaro poi peggiorava le cose: nella maggior parte dei paesi accade che se vi è una crescita del deficit estero, lo squilibrio commerciale avrebbe fatto perdere valore alla moneta nazionale (in questo caso il peso), e questo avrebbe permesso nel tempo di riportare in equilibrio la bilancia commerciale. Purtroppo, la decisione del Messico di mantenere il cambio fisso, rendeva impraticabile questa strada. Per cercare di mantenere la valuta stabile, il governo messicano stava in realtà aumentando il valore della propria moneta, ed era obbligato a vendere dollari e acquistare pesos.

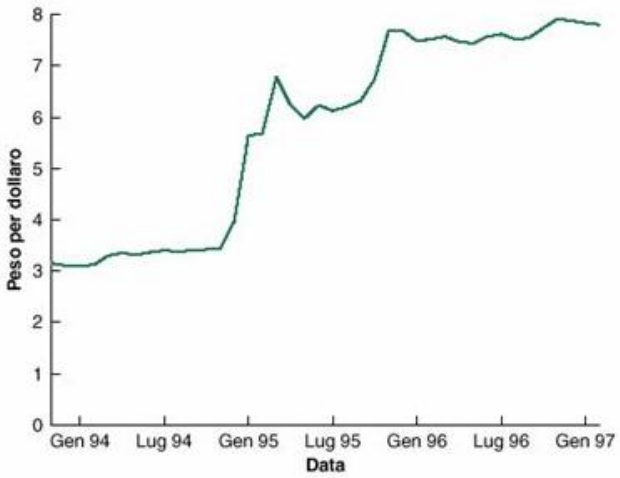

Grafico 3.2: tasso di cambio nominale del messico: il valore del dollaro statunitense espresso in peso messicano. Fonte: *Federal Reserve Banck of St. Loius.*

Questa manovra era assai pericolosa perché "*dovendo utilizzare le riserve di valuta estera per puntellare la moneta, il paese diventava più vulnerabile al rischio di insolvenza, nel caso gli investitori avessero deciso di ritirare il loro denaro dalle attività economiche*

messicane"[267]. Il presidente Salinas, nel tentativo di contrastare una fuga di capitali, decise di mettere in circolo una parte del debito pubblico messicano attraverso i *Tesobonos*, obbligazioni ancorate al dollaro americano "*che mettevano gli investitori al sicuro da potenziali svalutazioni del peso"*[268]. Il problema di tali obbligazioni era però duplice: nel caso di un eventuale ribasso della moneta, le obbligazioni si sarebbero rivelate molto costose per il governo, perchè le entrate venivano raccolte in pesos, ma i creditori dovevano essere ripagati in dollari; inoltre si trattava di obbligazioni di breve periodo. Questo significava che se gli investitori "*avessero cominciato a dubitare della solvibilità del governo messicano, e deciso di riprendersi il denaro investito, il governo messicano sarebbe venuto meno ai suoi obblighi se le sue riserve estere non fossero state sufficienti a coprire il debito"*[269]. Un ulteriore fattore di rischio fu il raggiungimento, nel corso del 1994, di un deficit di parte corrente oltre l'8% del PIL[270].

Ciò che aggravò ancora di più la situazione fu la decisione della Fed di alzare i propri tassi di interesse "*al fine di ridurre le pressioni inflazionistiche"*[271] all'interno degli Stati Uniti, che comportò un consistente deflusso di dollari dal Messico verso gli USA. Tale azione, comportò un aumento della pressione sui tassi di interesse messicani ed argentini, a cui coincise "*un aumento della selezione avversa nei mercati finanziari di questi paesi"*[272].
Per cercare di far fronte alla crisi di liquidità imminente, il Messico continuò ad erogare *Tesobonos*[273]. Ciò provocò un aumento del debito estero costituito da *tesobonos* dal 3 al 40%[274]; era ormai evidente che il paese non sarebbe stato in grado di far fronte ai propri impegni con i creditori. L'unica mossa possibile fu quella di svalutare il peso del 15%[275].
In quei mesi, oltre ai problemi finanziari, in Messico si scatenarono proteste e rivolte a causa di tumulti politici, che culminarono il 22 marzo 1994, quando venne assassinato Donaldo Colosio, uno dei principali leader politici del Paese. Questi tumulti politici e sociali causarono

---

[267] A.S. DAWSON, *Il sogno del primo mondo. Il Messico dal 1989*, EDT, 2008, p. 81.
[268] Ibidem.
[269] Ibi, p. 82.
[270] A. DI MASCIO, *Investire con l'analisi fondamentale – II edizione: dall'asset allocation allo stock picking,* EGEA, 2013, p. 489.
[271] F.S. MISHKIN, S.G. EAKINS, G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Mondadori, 2007, p. 411.
[272] Ibidem.
[273] A.S. DAWSON, *Il sogno del primo mondo. Il Messico dal 1989*, EDT, 2008, p. 82.cit., "*da marzo a novembre del 1994, il valore dei tesobonos aumentò da 3,1 a 12,6 miliardi di dollari; […] il 22 dicembre 1994, il Messico decise di abbandonare il tasso di cambio fisso con il dollaro."*
[274] Ibidem.
[275] G.B. GORTON, *Perché non vediamo le crisi*, FrancoAngeli, 2014, p. 88.

un aumento del premio di rischio del Messico (passando dal 15% del dicembre 1994 al 110%[276]) e crearono una ulteriore pressione al ribasso sul valore del peso[277].

Gennaio 1994	$27 miliardi
Ottobre 1994	$17 miliardi
Novembre 1994	$13 miliardi
Dicembre 1994	$ 6 miliardi

Tabella 3.1: livello delle riserve internazionali in dollari USA della banca centrale messicana. Elaborazione sulla base dei dati in A.H. CHAVEZ, *Storia del Messico*, Bompiani, 2005.

Per evitare la corsa agli sportelli, il Governo messicano adottò da subito un piano di salvataggio per le banche: tale piano, assieme ad altre misure per ricapitalizzare gli istituiti finanziari, ebbe un costo pari a circa il 15% del PIL[278] del Paese. In questo caso si cominciò a parlare di "Effetto Tequila", cioè della possibilità che la crisi del Messico potesse coinvolgere anche altri paesi, in *primis* l'Argentina. Un fattore comune tra la crisi messicana e la crisi asiatica che andremo ad analizzare, "*fu il deterioramento dei bilanci bancari, a seguito dell'aumento delle perdite dei prestiti concessi*"[279]. A seguito poi del processo di liberalizzazione dei mercati finanziari, si è avuto nei paesi asiatici un boom del credito, in particolare verso le imprese. Il controllo poco efficace delle autorità di vigilanza "*e la relativa inesperienza delle banche nelle fasi di selezione e monitoraggio dei debitori hanno favorito la crescita delle perdite sui crediti, che piano piano hanno eroso il patrimonio netto delle banche*"[280]. Queste perdite hanno reso impossibile alle banche la possibilità di erogare nuovi prestiti, portando ad una grave contrazione dell'economia.

Volendo ora fare un parallelo tra le crisi che colpirono i Paesi latino-americani con quelli dell'Asia Orientale, si osserva che il forte aumento dell'incertezza verso il Messico era dovuto ad instabilità politiche, in Argentina al prolungato stato di recessione, mentre in

---

[276] A.H. CHAVEZ, *Storia del Messico*, Bompiani, 2005.

[277] A.H. CHAVEZ, *Storia del Messico*, Bompiani, 2005, cit. "*una serie di svalutazioni ridusse il valore del peso rispetto al dollaro da 3,44 a 7,55 nell'arco di soli 3 mesi, pari ad un deprezzamento del 120%. […] Le insolvenze delle banche divennero comuni, e i fallimenti individuali e societari colpirono tutti i settori della popolazione.*"

[278] G.B. Gorton, *Perché non vediamo le crisi*, FrancoAngeli, 2014, p. 88.

[279] F.S. MISHKIN, S.G. EAKINS, G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Mondadori, 2007, p. 410.

[280] Ibidem.

Thailandia e Corea del Sud, al fallimento di molte aziende finanziarie e non. La crisi del mercato azionario, collegato ad un aumento dell'incertezza e all'indebolimento dei bilanci bancari, non fecero altro che "*accentuare i fenomeni di azzardo morale e selezione avversa ed esposero il sistema economico a una grave crisi finanziaria"*[281].

Come vedremo più in dettaglio nel corso di questo capitolo, nel caso della Thailandia, "*le preoccupazioni per l'enorme disavanzo corrente e la debolezza del sistema finanziario, […], favorirono nel luglio 1997 speculazioni così pesanti da costringere la banca centrale a svalutare il bath"*[282]. Quando le valute di Messico, Argentina e dei paesi dell'Asia Orientale persero valore, i bilanci delle imprese locali peggiorarono, "*che a sua volta causò un inasprimento dei problemi di azzardo morale e di selezione avversa"*[283]. Questo crollo delle valute ebbe come conseguenza un aumento dei tassi di interesse verso l'estero, andando ad aggravare ulteriormente sui flussi di cassa e sui bilanci di imprese e famiglie. Ciò comportò un aumento dell'insolvenza di questi soggetti, con conseguenti perdite per le banche (nel caso delle banche di questi paesi, ciò che aggravò ulteriormente la situazione fu che molte banche detenevano "*molte passività a breve termine denominate in valuta estera: il forte incremento del valore di queste passività a seguito della svalutazione delle valute nazionali determinò un ulteriore declino dei bilanci bancari"*[284]).

Solo grazie all'assistenza del Fondo Monetario si riuscì ad evitare il completo collasso del sistema bancario.

Una peculiarità della crisi che coinvolse il Sud-Est Asiatico è stata la liberalizzazione progressiva degli scambi commerciali e finanziari e dell'abbattimento delle tariffe doganali. Con il WTO[285], "*l'estensione del commercio internazionale viene sostanzialmente condizionata, anche al di là della sfera occidentale, alla accettazione della progressiva liberalizzazione dei movimenti dei capitali"*[286]. Questa novità provocò la crisi quasi immediata delle "tigri asiatiche", benché si trovassero in una situazione di *surplus* di dollari per l'andamento positivo delle loro bilance commerciali, perché "*videro quel surplus risucchiato dall'apertura del mercato dei servizi finanziari, con conseguente svalutazione*

---

[281] Ibi, p. 412.
[282] Ibidem.
[283] Ibidem.
[284] Ibi, p. 413.
[285] Acronimo di "World Trade Organizazion" – Organizzazione Mondiale del Commercio.
[286] G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche,* CEDAM, 2012, p. 111.

della moneta a causa delle scarse riserve valutarie"[287].

Paesi	Anno crisi	Saldo partite correnti	Anni di deficit prima della crisi	Situazione banche	Tasso variazione PIL reale
Messico	1994	-6,5	>5	Fragile	-6,2
Thailandia	1997	-7,3	>5	Molto fragile	-8,0
Indonesia	1997	-2,7	>5	Molto fragile	-13,0
Malaysia	1997	-6,7	>5	Fragile	-6,8
Corea del Sud	1997	-2,4	3	Fragile	-6,7
Russia	1998	1,6	0	Molto fragile	-4,5
Brasile	1999	-3,7	>5	Fragile	0,8
Argentina	2001	-4,1	>5	Fragile	-10,8

Fonte Valli (2005)

Tabella 3.2: le cifre delle crisi degli anni Novanta.
Fonte: V. VALLI, *Politica Economica,* Cairocci, 2005.

3.2 Il panorama asiatico

Fra il 1965 e il 1996 l'Asia Orientale fece registrare un tasso medio annuo di crescita del prodotto pro capite di circa il 6%, a fronte di poco più del 2% per i paesi sviluppati e dell'Asia Meridionale, l'1% dell'America Latina e tassi negativi per Medio Oriente e Africa. I tassi medi annui di crescita del PIL furono del 7,2% dal 1965 al 1980, del 7,6% negli anni ottanta e del 10,3% dal 1990 al 1995[288].

Verso la metà degli anni Novanta, cominciò un dibattito[289] tra i sostenitori che tale sviluppo asiatico fosse causato in particolar modo dall'uso intensivo degli input, piuttosto che ad un reale aumento della produttività e, dall'altra parte, chi dava il ruolo maggiore alla forte produttività e ai grandi progressi tecnologici di quei paesi. Tra i maggiori esponenti del primo gruppo citiamo Paul Krugman[290] il quale sosteneva che l'industrializzazione dei paesi dell'Asia fosse in gran parte attribuibile ad un grande incremento dei fattori di input: aumento dell'occupazione, aumento del livello di istruzione e, in modo particolare, importanti

[287] Ibidem.
[288] Cfr., *World Development Report 1989*, p. 167 e 1997 p. 235; cfr. anche *World Bank 1994*, p. 7.
[289] Cfr., The Economist, *The Miracle of the Sausage Maker*, December 9, 1995.
[290] P. KRUGMAN, *The Myth of Asia's Miracle,* Foreign Affairs, 1994, Vol.73, Iss. 6, p. 62.

investimenti in capitale fisico. Ma una crescita economica, secondo Krugman, basata esclusivamente sull'espansione dei fattori produttivi è soggetta inevitabilmente a rendimenti decrescenti nel corso del tempo. Alcuni dati possono aiutarci in questo frangente: tra il 1966 e il 1990, l'economia di Singapore ebbe una crescita, in media, dell'8,5% annuo, tre volte più rapida degli Stati Uniti; il reddito pro-capite aumentò invece ad un tasso del 6,6%[291]. Ma ciò che ebbe il maggior impatto sulla crescita furono gli investimenti in capitale fisico: gli investimenti fissi lordi salirono dall'11% a più del 40% del PIL[292]. La tesi di Krugman però non faceva presagire una crisi economica-finanziaria come quella che sarebbe esplosa nel 1997[293]. Purtroppo in quell'anno la Thailandia venne colpita dalla forte crisi della propria moneta, il *bath,* che contagiò anche tutte le economie vicine, portando alla famosa crisi delle "Tigri Asiatiche"[294].

All'interno di questo capitolo ci concentreremo principalmente sui casi di Indonesia, Malesia e Thailandia (che da qui in avanti chiameremo ASEAN3), perché sono tre paesi molto importati per popolazione[295] e per sviluppo economico.

Nel 1993, uno studio[296] della Banca Mondiale venne dedicato alla grande crescita economica di otto economie dell'Asia Orientale: fra i paesi che facevano parte del "miracolo", oltre al Giappone e alle già citate "quattro Tigri", erano incluse tre economie emergenti del Sud-Est Asiatico, ovvero Indonesia, Malesia e Thailandia. Questo gruppo viene definito nello studio *High Performing Asian Economies* (HPAEs)[297], sottolineando il fatto che "*non si può considerare una semplice casualità una tale concentrazione fra le economie più dinamiche del mondo"*[298]. Tra il 1960 e il 1985 gli HPAEs crescono ad una velocità incredibile: due volte più veloce del resto dell'Asia Orientale, quasi tre volte in più dell'America Latina e

---

[291] A. PIERRI, *L'Asia orientale attraverso le crisi,* Workin paper n. 17, Dicembre 2013, p. 5.

[292] Ibidem.

[293] P. KRUGMAN, *What happened to Asia?*, web.mit.edu/krugman/www/disinter.html, 1998.

[294] Termine con cui si indicano, nel gergo economico, le economie di Hong Kong, Singapore, Corea del Sud e Taiwan, che tra gli anni Sessanta e Novanta hanno attuato processi di industrializzazione, cambiamento strutturale e crescita comunemente considerati di successo.

[295] La Malesia nel 2013 contava circa 30 milioni di abitanti, la Thailandia quasi 70 milioni, l'Indonesia circa 240 milioni ed è la quarta nazione più popolata al mondo. Fonte: Banca Mondiale (2013).

[296] World Bank, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy,* Oxford and New York, Oxford University Press, 1993, cap. 1.

[297] Viene usato il termine "economie" e non nazioni a causa dello status giuridico di Taiwan. Il sistema delle Nazioni Unite, così come la maggior parte dei paesi, considera l'isola una provincia cinese e non riconosce il governo di Taipei. Si veda a riguardo, P.P. MASINA, *La Cina e le Nazioni Unite: dall'esclusione al potere di veto*, Carocci, 2012.

[298] P.P. MASINA, *Il Sud-Est Asiatico in trappola,* Edizioni Nuova Cultura, 2014, p. 15.

circa cinque volte in più dell'Africa Subsahariana[299]. Basti pensare che "*Tra il 1989 e il 1994, il tasso indonesiano di crescita annuale del PIL è stato del 6,9% e, dal 1995 al 1996 ha raggiunto l'8%"*[300]. Per ottenere questi risultati, i governi nazionali dovettero adottare nel corso del tempo varie riforme, investimenti in infrastrutture e attività produttive, aumentare la possibilità per i cittadini di accedere al risparmio e all'investimento, integrazione di sussidi a favore delle imprese. Per poter misurare il *catching up* è stato calcolato il Reddito Nazionale Lordo (RNL) a parità di potere d'acquisto dei diversi paesi come percentuale di quello statunitense: da questo calcolo emerse che nel 2005 Singapore riuscì a sorpassare gli USA in termini di ricchezza nazionale; la Corea del Sud passò dal 20% del RNL americano pro capite nel 1980 al 60% del 2009. I risultati ottenuti dagli ASEAN3 invece furono meno importanti: la Malesia passò dal 19% del 1980 al 30% del 2009, nello stesso periodo, la Thailandia passò dall'8 al 17% e l'Indonesia salì dal 5 all'8%[301].

3.3 Le cause sottostanti la crisi

La data ufficiale della crisi viene fatta risalire al 2 luglio 1997, quando la Bank of Thailand si arrese ai duri attacchi speculativi e decise di sganciare il *bath* dal dollaro americano. Come nelle crisi analizzate precedentemente, anche qui nel giro di pochi mesi si ebbe un contagio di tutta la regione del Sud-Est asiatico, che obbligarono anche altri paesi a svalutare la propria moneta.

In molti paesi della regione vennero adottate delle rigide politiche monetarie: per cercare di difendere l'ancoraggio al dollaro statunitense, vennero praticate politiche di alti tassi di interesse che resero conveniente l'indebitamento in dollari per erogare successivamente prestiti a tassi più elevati nelle valute locali[302]. Con lo scoppio della crisi, i Paesi coinvolti furono accusati di *cronyism* e distorsioni del mercato[303] da parte degli investitori internazionali. A sostegno di questa visione vi fu il già citato Krugman, che in un breve articolo su *"Fortune"*[304] descrisse, come le relazioni troppo ravvicinate tra potere politico ed imprese, avrebbero contribuito alla creazione della bolla speculativa. Oltre a questo, in quei

---

[299] Ibidem.

[300] L. ALLEN, *Il sistema finanziario globale. Dal 1750 ad oggi,* Mondadori, 2002, p. 201.

[301] P.P. MASINA, *Il Sud-Est Asiatico in trappola,* Edizioni Nuova Cultura, 2014, p. 20.

[302] R. GILPIN, *Le insidie del capitalismo globale,* Milano, Egea, 2001, p. 137.

[303] L'espressione *crony capitalism* si può tradurre in italiano come "capitalismo amicale", ovvero un sistema di relazioni non trasparente fra potere politico ed economico attraverso la concessione di rendite di posizione.

[304] P. KRUGMAN, *Asia: what went wrong?,* Fortune, 2 marzo 1998.

mesi si innescò una pesante frattura tra la Banca Mondiale (che aveva come *Chief Economist e Senior Vice President* Joseph Stiglitz) e il Fondo Monetario Internazionale; Stiglitz criticò il FMI per non aver saputo prevedere la crisi e per non averla fronteggiata nel modo migliore[305]. Di sicuro il livello di corruzione[306] in quei paesi alla fine degli anni Novanta aveva raggiunto livelli altissimi, ma ciò non bastò a spiegare l'evoluzione dei fatti avvenuti. Già in questa fase emersero i chiari segnali di un mercato finanziario troppo liberalizzato che puntava solo sul guadagno e sulla speculazione. Lo spostamento di ingenti capitali, dal Sud-Est Asiatico agli Stati Uniti, contribuì a creare la bolla delle *dot.com* che poi esplose nel 2001. A questa bolla farà seguito, come abbiamo visto a partire dal 2004, la bolla del settore immobiliare americano, che poi avrebbe innescato la crisi globale del 2007[307].

Cerchiamo ora di spiegare più in dettaglio cosa avvenne. Il calo dei tassi di interesse nei paesi più industrializzati, spinse gli investitori (ma anche fondi pensione e mutualistici) ad orientarsi verso i mercati emergenti (in particolare nell'Asia Orientale). Al tempo stesso diminuirono gli *spread* fra questi titoli e quelli dei paesi industrializzati, rendendo meno oneroso per le imprese locali finanziarsi sul mercato internazionale. La domande di denaro delle imprese asiatiche incontrò la grande offerta di capitali degli investitori internazionali. La crisi che si scatenò in quegli anni fu il frutto di un panico generale scatenatosi sul mercato finanziario, senza apparenti giustificazioni nell'economia reale. Questa interpretazione era sostenuta da Jeffrey Sachs[308] e da Stiglitz. Difatti "*questi paesi passarono in pochi giorni dalla condizione di ricevere grandi afflussi di capitale a quello di dover invece sopportare deflussi di capitale"*[309].

Per riuscire a capire meglio quali siano state le cause della crisi, è necessario analizzare il motivo per cui alla fine degli anni Novanta si sono create le condizioni tali da rendere possibile un attacco speculativo contro il *bath* thailandese e delle successive conseguenze a livello globale. Uno degli elementi riguarda l'ordine economico post-Plaza[310] che portò alla

---

[305] Stiglitz ha poi dato ampio spazio alle critiche in un capitolo del suo *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino, Einaudi, 2002, cap. 4.

[306] In Thailandia ed Indonesia si pensava addirittura che istituzionalizzare la corruzione fosse preferibile rispetto ad avere una corruzione casuale. In altre parole, il pagamento di tangenti poteva essere considerato la remunerazione di un tipo di servizio, che consentiva di ridurre l'incertezza delle scelte economiche. Si veda a riguardo G. Galeazzi, *Corruzione, efficienza del sistema produttivo e sviluppo economico*, in R. Acquafaroli e L. Foffani (a cura di), *La corruzione tra privati*, Milano, Giuffrè Ed., 2003.

[307] Cfr., P.P MASINA, *East Asian Economic Crisis – or a global one? Implications for the international system*, NIAS Nyt, n. 1, Maggio 2002.

[308] J. SACHS, *The IMF and the asian flu*, in "The American Perspective", marzo-aprile 1997, pp. 16-21.

[309] P.R. KRUGMAN, *Economia Internazionale – volume 1*, Pearson Addison Wesley, p. 130.

[310] Avvenuto nel settembre 1985, dal nome dell'albergo di New York in cui si tennero i negoziati tra USA,

formazione di un regime finanziario "*retto dall'aggancio al dollaro della gran parte delle valute regionali"*[311]. A partire dagli anni Novanta però sorsero alcune questioni: il successo dell'export dell'Asia Orientale venne visto sempre più come una minaccia da parte dell'Occidente; questo portò ad azioni di ritorsione da parte dei paesi verso cui si dirigevano le merci asiatiche.

Tabella 3.3. Esportazioni Totali di alcuni paesi dell'Asia Orientale, per destinazione principale (1980 e 1994, miliardi di dollari).

Esportazioni da Verso		NIEs	ASEAN	Giappone
Mondo[c]	1980	70.3	47.0	129.5
	1994	313.8	156.8	395.3
NIEs[a]	1980	6.4	8.0	19.1
	1994	58.4	39.9	93.2
ASEAN[b]	1980	6.3	1.5	9.1
	1994	41.6	7.4	40.5
Giappone	1980	7.2	16.2	-
	1994	31.8	27.6	-

Fonte: UNCTAD 1996, p. 88. [a]:Corea del Sud, Taiwan, Singapore, Hong Kong. [b]: Indonesia, Malesia, Filippine e Thailandia. [c]Comprende la Germania Orientale dal 1991, in G. Vaggi, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?*,op. cit., 1998.

Vennero sospesi gli accordi commerciali preferenziali (*Generalyzed System of Preference),* rendendo l'importazione di alcuni prodotti più costosa e di conseguenza meno competitiva[312]. Da un lato, dal 1980 al 1994 tutte le economie dell'area vedevano crescere le esportazioni verso il resto del mondo, ma ancor di più aumentarono le esportazioni all'interno delle singole aree: da notare che le esportazioni dei NIEs, le 'primi quattro tigri', all'interno dello stesso gruppo aumentarono di quasi dieci volte. Sempre i NIEs costituivano il gruppo più dinamico in termini di volumi di esportazioni sugli altri mercati dell'Asia Orientale.

Giappone, Germania Ovest, Francia e Gran Bretagna.

311 P.P. MASINA, *Il Sud-Est Asiatico in trappola,* Edizioni Nuova Cultura, 2014, p. 28.

312 C.P. CHANDRASEKHAR, J. GHOSH, *Finance and the elusive recovery,* in P.P. Masina (a cura di), *Rethinking development in East Asia: from illusory miracle to economic crisis,* Richmond, RoutledgeCurzon, 2002, p. 119.

Un altro fattore importante fu la tendenza alla sovrapproduzione, che spinse una frenetica corsa all'investimento sulla base di aspettative irrealistiche sulla futura domanda globale[313]. Contrariamente a ciò che avvenne nell'America Latina negli anni '80, i deficit di bilancio dei pagamenti degli anni Novanta in Asia erano chiaramente causati da un eccesso di investimenti privati. Gli alti saggi di investimento portarono ad un forte processo di accumulazione "*anche in settori che già nel corso degli anni novanta mostravano chiari segni di eccesso di capacità produttiva, come per il settore degli autoveicoli*"[314]. Un altro settore in cui le economie asiatiche investirono molto furono le nuove tecnologie: in particolare nella produzione di semiconduttori e hardware. Questa spinta ad investire fu facilitata anche da consistenti flussi di IDE dal Giappone e, per gli ASEAN3, anche dalle "quattro tigri".

La seconda questione riguardava l'estrema vulnerabilità del sistema finanziario: le economie asiatiche in quegli anni erano caratterizzate da un alto livello di risparmio e di conseguente disponibilità di capitale per gli investimenti. L'aggancio al dollaro avvenuto qualche tempo prima, permise di stabilizzare i prezzi di import ed export dall'Asia Orientale, ma a partire dal 1995 questo apparente equilibrio finanziario cominciò a divenire instabile. La liberalizzazione dei mercati finanziari avvenuta negli anni '90, permise una maggiore disponibilità di credito con bassi tassi di interesse che a sua volta diede inizio ad una sovrapproduzione: si assisteva in quegli anni ad una crescita dei flussi di capitali dai paesi sviluppati verso le nuove economie asiatiche, con un conseguente aumento dei volumi di prestiti erogati dalle banche locali.

Un nuovo accordo internazionale tenutosi nel 1995 (il *Reverse Plaza Accord*), capovolse le decisioni prese 10 anni prima: a cominciare dalla svalutazione dello *yen* giapponese nei confronti del dollaro che ebbe un forte impatto su tutta la regione. Non solo, ma a metà degli anni Novanta cominciò a farsi strada anche la Cina, che riceveva in quegli anni "*un flusso di IDE che portò il paese a sorpassare gli Stati Uniti come ricettore d'investimenti esteri"*[315] , e questo non fece altro che innalzare il livello di competizione in quell'area.

---

313 N.L. SUM, *The material, strategic and discoursive dimensions of the "Asian Crisis" and subsequent developments,* in P.P. Masina (a cura di), *Rethinking development in East Asia*, op. cit., p. 60.

314 G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,* Università degli Studi di Pavia, In *L'Asia tra Recessione Economica e Minaccia Nucleare* – Asia Major 1998, a cura di Giorgio Borsa, Il Mulino, 1998. La Malesia aveva la propria auto nazionale (la Proton City) con una *joint venture* con la Mitsubushi.

315 P.P. MASINA, *Il Sud-Est Asiatico in trappola,* op. cit., p. 31.

Tabella 3.4. Investimenti Diretti Esteri in Asia Orientale per origine e destinazione (1986-92).

Economia (o regione) d'origine	Economia ricevente (percentuale di FDI dall'economia d'origine)				
	Cina	Indonesia	Malesia	Filippine	Thailandia
Hong Kong	62.8	7.6	3.1	10.4	17.1
Sud Corea	0.4	5.7	5.5	3.3	0.6
Singapore	1.3	3.8	6.8	1.5	9.5
Taiwan	6.4	8.0	22.3	2.7	8.2
Totale NIEs	70.9	25.1	37.7	17.9	35.4
Giappone	10.2	17.6	22.2	26.4	35.6
NIESs + Giappone	73	42.7	59.9	44.3	71

Fonte: Elaborazioni su dati World Bank, 1996b, p. 29, in G. Vaggi, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?*, op. cit., 1998.

L'Asia Sud Orientale fu una delle aree che ricevette più investimenti esteri in assoluto (cfr. tabella 3.4) e soprattutto una quantità rilevante di questi IDE arrivò direttamente dalla stesse regione. Nonostante la bilancia commerciale dei paesi asiatici fosse in negativo, questo era compensato da grandi flussi di investimento che permisero la creazione di una bolla speculativa nel settore immobiliare (soprattutto in Thailandia). Il livello degli IDE nei paesi in via di sviluppo "*che si aggirava intorno ai 20 miliardi di dollari annui nel 1990, è cresciuto al livello di 140 miliardi di dollari nel 1997*"[316].

Come detto in precedenza, la crisi finanziaria asiatica di fine millennio ebbe origine in Thailandia: nel mese di luglio del 1997, la Bank of Thailand, dopo mesi di attacchi speculativi sulla valuta nazionale, decise di sganciare il *bath* dal cambio fisso con il dollaro americano[317]. Un attacco speculativo è una situazione in cui, in attesa di una svalutazione, si verifica una

316 L. ALLEN, *Il sistema finanziario globale. Dal 1750 ad oggi*, Mondadori, 2002, p. 211.

317 La pericolosità del tasso di cambio fisso con il dollaro era stata sottovalutata; sarebbe stato utile un graduale sganciamento nel corso del tempo o, come sostengono altri autori, un passaggio ad una forma di legame del cambio basato su fasce di riferimento più che su valori fissi. Si veda a riguardo, MILESI-FERRETTI G.M. E RAZIN A. 1996, *Current Account Sustainability: Selected Asian and Latin American Experiences*, *IMF Working Paper* n. 110, Washington.

fuga di capitali dal paese la cui valuta è sotto attacco[318]. Gli speculatori in questa situazione coordinano le proprie azioni: vendono la valuta che sta per essere svalutata per acquistare valuta estera nell'attesa di poter rivendere tale valuta estera ad un prezzo più alto in termini di valuta interna (cioè il tasso di cambio) dopo che è avvenuta la svalutazione. Questa operazione comporta un aumento di domanda di valuta estera, cui la Banca centrale può rispondere o alzando i tassi di interesse oppure svalutando il tasso di cambio. Nella seconda metà del 1997 "*si interrompe bruscamente un lungo periodo in cui le economie emergenti avevano avuto facile accesso ai finanziamenti internazionali"*[319]. Un fattore che portò allo scoppio della crisi fu l'apprezzamento del tasso di cambio. A tal proposito, nella 69ª Relazione Annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali[320], si faceva proprio riferimento a tale contesto di debolezza: "*la maggior parte delle economie di mercato emergenti è stata colpita da un crollo dei prezzi delle materie prime nel corso del 1998 e ha dovuto far fronte a condizioni di forte instabilità nei mercati finanziari internazionali. Soprattutto dopo metà anno, a seguito dell'accresciuta percezione della rischiosità degli investimenti nei mercati emergenti, le banche creditrici e altri investitori hanno ridimensionato drasticamente le proprie esposizioni finanziarie. […] Come era accaduto in passato, un regime di cambi rigidamente controllati, combinato con crescenti squilibri macroeconomici interni ed esterni, si è rivelato insostenibile. […] Alla base delle difficoltà incontrate nella maggior parte dei paesi vi sono state la vulnerabilità del settore delle imprese e del settore finanziario, la debolezza della finanza pubblica, l'ampliamento dei disavanzi correnti e l'incoerenza delle politiche economiche"*[321]. Il cambiamento delle aspettative degli investitori internazionali sulla sostenibilità di lungo periodo dello sviluppo economico di quei paesi contribuì a determinare l'avvio della crisi, mentre gli speculatori sui cambi rividero verso il basso il tasso di cambio reale. Quando i tassi di cambio si deprezzarono furono alimentate le aspettative negative. Era chiaro che le imprese o le banche che avevano contratto prestiti in dollari o yen si sarebbero trovate in grandi difficoltà.

La conseguenza immediata fu la svalutazione del *bath* del 22%; a questa manovra fecero seguito altri paesi del Sud-Est Asiatico, tra cui Filippine, Indonesia, Malesia e Corea del Sud, con il conseguente crollo delle loro valute. Non riuscendo a difendere la propria

---

318 Cfr., A. GAMBINI, *Il crollo dei regimi di cambio fisso,* Università Politecnica delle Marche – Dipartimento di Economia, p. 2.

319 A. DI MASCIO, *Investire con l'analisi fondamentale – II edizione: dall'asset allocation allo stock picking,* EGEA, p. 490.

320 Scaricabile dal sito http://www.bis.org/publ/ar99i.pdf

321 69ª Relazione Annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali, p. 33 e ss.

moneta, il governo thailandese fu costretto a rendere la valuta flottante[322].

Proprio il sistema bancario privato, liberalizzato e deregolamentato troppo velocemente, era il punto debole di queste economie: da qui si scatenò la crisi, che si propagò facilmente dalla Thailandia agli altri paesi limitrofi, e dal settore bancario all'economia reale. I prezzi dell'export crollarono: i paesi in via di sviluppo dell'Asia nel 1998 "*esportavano lo stesso volume di beni del 1997, ma il valore in dollari delle loro esportazioni si era ridotto dell'8%. Tuttavia, contemporaneamente anche il prezzo delle importazioni era diminuito*"[323]. Nel caso del Sud-Est Asiatico, uno dei fattori di debolezza fu la natura della loro crescita economica, basata sull'accumulazione più che sull'incremento della produttività. Non solo, ma la crisi asiatica del 1997 "*ha messo in luce la vulnerabilità di economie molto dipendenti dall'afflusso su breve termine di capitali stranieri*"[324]. Come abbiamo constatato finora, l'opinione degli investitori nazionali può cambiare radicalmente da un momento all'altro e questo diede inizio in Asia ad un "*deflusso di capitale e svalutazione delle valute nazionali, aumentando così il peso dei debiti contratti in valuta estera*"[325] . Basti pensare che nel 1997 l'Indonesia aveva accumulato verso l'estero un debito di 56 miliardi di dollari[326], questo perché il crollo della *rupia* aveva accresciuto il livello del debito delle aziende, rendendo assai difficoltoso il pagamento degli interessi sul debito estero.

Il 19 agosto 1997, la Banca Centrale Indonesiana annunciò una crescita del tasso di sconto al 30%, con tassi interbancari che raggiunsero quasi il 200%. Tale provvedimento si ripercosse sul mercato azionario, con l'indice di borsa che passò dai 740,8 punti dell'8 luglio 1997 ai 493,7 del 29 agosto[327]. Il volume dei capitali in entrata in questi Paesi, non andò a sostenere la crescita delle infrastrutture e della produttività, ma contribuì ad alimentare il fenomeno della bolla speculativa, sia sul mercato borsistico che immobiliare[328]. Questo non fece altro che accrescere il valore dei titoli azionari e degli immobili, nascondendo i gravi deficit di bilancio di molte imprese che continuarono ad accedere a prestiti nonostante i

---

322 Significa non mantenuto ad un dato livello, ma lasciato libero di oscillare. Fonte: Dizionario Treccani.

323 P.R. KRUGMAN, *Economia Internazionale – volume 1,* Pearson Addison Wesley, p. 130.

324 L. ALLEN, *Il sistema finanziario globale. Dal 1750 ad oggi,* Mondadori, 2002, p. 211.

325 Ibidem.

326 Ibidem.

327 G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,* Università degli Studi di Pavia, In *L'Asia tra Recessione Economica e Minaccia Nucleare* – Asia Major 1998, a cura d Giorgio Borsa, Il Mulino, 1998.

328 P.R. KRUGMAN, *What happened to Asia*, Mimeo Ed., Gennaio 1998, pp. 5-6. Krugman vedeva la crisi del cambio più come effetto che come causa della crisi. Il crollo della borsa e del mercato immobiliare ridusse il valore del patrimonio delle società quotate e delle società di intermediazione finanziaria, queste ultime in difficoltà o decisero di vendere o addirittura fallirono.

problemi interni[329].

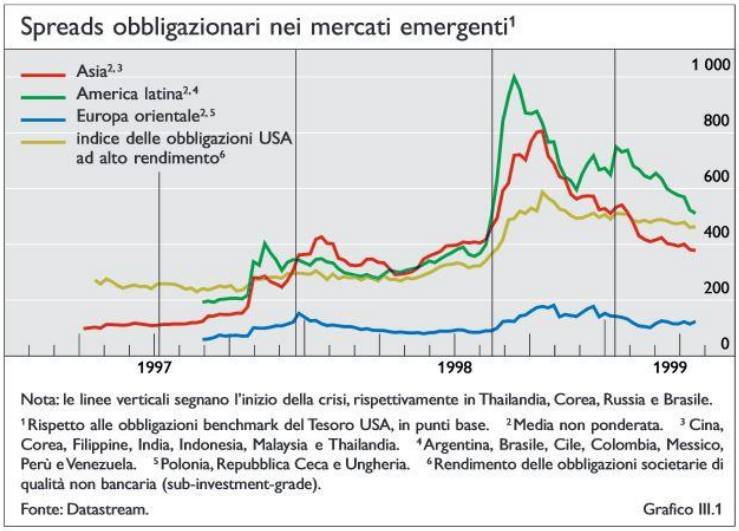

Grafico 3.3: Spread obbligazionari nei mercati emergenti, in Banca dei Regolamenti Internazionali, 69[a] Relazione Annuale (1998).

L'accesso senza limiti agli investimenti, soprattutto di investimenti di portafoglio a breve termine, produssero quotazioni elevate che a loro volta alimentavano ulteriori afflussi di investimento esteri. La crisi finanziaria nacque dal fatto che molti investitori caddero nella 'trappola' del *moral hazard*, per cui essi ritenevano che l'investimento non potesse che andare a buon fine[330]. Per quanto riguarda i flussi di capitali a breve termine, Eatwell, in un suo lavoro[331], sottolineava che nel 1973 sul mercato delle valute si scambiavano fra i 10 e i 20 miliardi di dollari al giorno, per poi raggiungere gli 80 miliardi nel 1980. Ma nel 1992 le transazioni in valuta raggiunsero gli 880 miliardi al giorno e nel 1995 erano salite a ben 1.260 e soprattutto erano di 50 volte superiori al valore del commercio mondiale e 70 volte superiori al valore di tutte le riserve auree e valutarie del mondo, e questo in un giorno di scambi medi

329 G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?*, Università degli Studi di Pavia, In *L'Asia tra Recessione Economica e Minaccia Nucleare* – Asia Major 1998, a cura d Giorgio Borsa, Il Mulino, 1998.

330 Nel corso delle crisi analizzate finora, abbiamo constatato che i mercati finanziari internazionali sono facilmente soggetti a ondate di ottimismo e di pessimismo che possono portare alla creazione di bolle speculative o ad eccessi di ribasso. Questo avviene anche per il cosiddetto *herding*, cioè il fenomeno per cui gli operatori tendono a seguire in massa il mercato e quindi procedono ad acquistare o a vendere a seconda di cosa fanno gli operatori più importanti e i gestori di fondi speculativi. Sia nelle ondate di pessimismo che in quelle di ottimismo, con fenomeni di *overshooting*, cioè di eccesso di reazione sia verso il basso che verso l'alto dei prezzi che vanno al di la dei valori che possono essere ritenuti ragionevoli in base ai cosiddetti 'fondamentali' dell'economia.

331 J. EATWELL, *International Financial Liberalization: The impact on world development*, UNDP Discussion Papers n. 12, New York, 1997.

e non nei giorni di crisi valutarie[332].

Tavola 3.5 Cinque Economie Asiatiche[a]: Flussi Netti di Capitali Privati
(miliardi di dollari)

	1994	1995	1996	1997[b]	1998[c]
Flussi privati netti	40.5	77.4	93.0	-12.1	-9.4
Investimenti azionari	12.3	15.5	19.1	-4.5	7.9
Acquisti diretti di azioni	4.7	4.9	7.0	7.2	9.8
Tramite investimenti di portafoglio	7.6	10.6	12.1	-11.6	-1.9
Creditori privati	28.2	61.8	74.0	-7.6	-17.3
Banche commerciali	24.0	49.5	55.5	-21.3	-14.1
Creditori non bancari	4.2	12.4	18.4	13.7	-3.2

a. Corea del Sud, Indonesia, Tailandia, Malesia e Filippine. b. stime. c Previsioni. Fonte: IIF, Capital Flows to Emerging Market Economies, 1998, p. 2, in G. Vaggi, L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?, op. cit., 1998.

Il sistema finanziario e creditizio di molti di questi paesi si dimostrò non trasparente e senza regole che garantissero la solidità delle istituzioni che in esso operavano; vi fu una mancanza di interventi da parte del governo e delle autorità monetarie che permisero "*la crescita di società finanziarie non affidabili che si reggevano solo grazie al continuo afflusso di capitali esteri e al boom del mercato borsistico e immobiliare*"[333]. È quindi accaduto che la forte concentrazione di capitali, in particolare nel mercato immobiliare, abbia provocato un eccessivo aumento dei prezzi, che ha inevitabilmente condotto a una crisi di assestamento.

La crescente integrazione delle economie emergenti nel sistema finanziario globale e le "*brusche inversioni dei flussi di capitali hanno quasi sempre costituito l'elemento che ha innescato, o aggravato, i problemi interni"*[334] e che comportò la grande velocità del contagio. Le successive crisi e le forti riduzioni dei tassi di cambio hanno avuto effetti molto negativi sul commercio internazionale. Questo a sua volta, "*ha creato ulteriori canali attraverso i*

[332] Cfr., J. EATWELL, *op. ult. cit.*, p. 4.
[333] G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,* op. cit.
[334] 69ª Relazione Annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali, p. 35.

quali la crisi è stata trasmessa a tutta l'area dei paesi emergenti, e ben oltre"[335].

Un altro fattore che portato all'origine della crisi è stata la rigidità delle politiche monetarie: per difendere l'ancoraggio al dollaro (giudicato fattore di stabilità) venne praticata una politica di alti tassi di interesse, che rese conveniente indebitarsi in dollari per poi prestare a tassi più elevati nelle valute locali. Dopo le prime svalutazioni, la corsa alla ricopertura provocò un effetto valanga, cosicché le svalutazioni si autoalimentarono. La precarietà stessa degli investimenti finanziari ha inoltre indotto a richiedere prevalentemente garanzie immobiliari. Ai primi segnali di crisi le banche richiamarono i propri finanziamenti, provocando un crollo del mercato immobiliare e delle borse. L'azione di risposta degli investitori internazionali fu quella di cercare di convertire i propri investimenti esteri in una moneta nazionale forte: questa manovra portò ad un deflusso di capitali dai paesi a rischio verso le economie Occidentali, contribuendo alla creazione di una crisi finanziaria. Ecco quindi che "*una crisi finanziaria in un paese innesca una crisi in un altro paese creando il potenziale per un'ondata di crisi finanziaria globale che può arrivare a travolgere l'intera economia"*[336].

3.4 Thailandia: l'origine della crisi

La nostra ricerca sull'origine e sulle ragioni della crisi "*possono essere ricercate nel modello di sviluppo finanziario e industriale dei paesi asiatici, nonché nella sua interazione con la politica di liberalizzazione finanziaria internazionale"*[337], come avvenne in Thailandia e in molti altri paesi di quell'area. A metà degli anni '90, la Thailandia arrivava da un decennio di crescita straordinaria, perché tra il 1980 e il 1994 la Banca mondiale e il FMI concessero vari prestiti al Paese, il quale, a seguito di riforme strutturali, raggiunse un tasso di crescita annuale del 5,4% pro capite[338]. Nello stesso periodo vennero concessi prestiti anche alla Corea del Sud, la quale riuscì a raggiungere una crescita annua pro capite del 6,7%[339] e venne inserita meritatamente tra i paesi NIC[340]. Questi prestiti vennero concessi in cambio, tra

---

335 Ibidem.

336 L. ALLEN, *Il sistema finanziario globale. Dal 1750 ad oggi,* Mondadori, 2002, p. 212.

337 F. TARGETTI, A. FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione: storia, politica e istituzioni*, Francesco Brioschi Editore, 2008, p. 245.

338 W. EASTERLY, *Lo sviluppo inafferrabile. L'avventurosa ricerca della crescita economica nel Sud del mondo,* Mondadori, 2006, p. 129.

339 Ibidem.

340 Acronimo di "*Newly Industrialized Country",* termine utilizzato per indicare un gruppo si Stati che sono accumunati dall'aver raggiunto nel corso degli anni Settanta e Ottanta un considerevole livello di sviluppo e di

l'altro, dell'apertura di questi mercati alla libera circolazione dei capitali. Tra il 1985 e il 1996 la Thailandia ebbe una crescita economica media del 9% annuo[341].
Grazie a una strategia di sviluppo fortemente rivolta all'esterno, ad una *governance* politica sostanzialmente efficace, la Thailandia, come molti NICs asiatici, era riuscita ad evitare i dissesti che avevano frenato a lungo lo sviluppo in America Latina dopo la crisi debitoria (la cosiddetta *Década Perdida*[342]).

Si è detto che il punto debole ti tale sistema era il settore bancario privato: le banche locali si indebitavano in dollari americani a breve e concedevano prestiti in valuta locale a lungo termine. Proprio il debito a breve era un indicatore che avrebbe dovuto attirare l'attenzione sui rischi di una crisi, insieme alle partite correnti e alle riserve internazionali. Inoltre, il sistema bancario privato thailandese, a causa dei profondi legami con il potere politico, adottò comportamenti imprudenti facendo affidamento sulla garanzia implicita del Governo nazionale. Gli istituti di credito della Thailandia e degli altri paesi, "*confidando che i governi e le banche centrali avrebbero mantenuto stabili i tassi di cambio rispetto al dollaro, si indebitarono pesantemente e a breve termine in dollari e continuarono a concedere prestiti in valuta nazionale alle imprese locali"*[343]. Questo durante i primi anni Novanta portò la Thailandia ai risultati economici riportati pocanzi, ma a causa della troppa fiducia riposta nei tassi di cambio stabili "*e le rassicuranti prospettive di crescita dei paesi, vennero sottovalutati i rischi di subire perdite in conto capitale o di dover affrontare eventuali problemi di liquidità"*[344]. Le banche nazionali infatti, per poter concedere prestiti alle imprese, necessitavano di ingenti capitali esteri per poter sopperire alla grande richiesta di denaro dell'economia thailandese.

Per quanto riguarda gli investitori esteri, essi "*avevano indirizzato ingenti flussi di capitale a breve termine senza una accurata valutazione della solvibilità dei singoli debitori e della sostenibilità del sistema finanziario nel suo complesso"*[345] ; questo perché i bassi tassi di rendimento degli USA e di altri paesi industrializzati, spinse gli investitori a scommettere sui paesi in forte crescita di quell'area asiatica. Questo tipo di attività era sostenuto anche dal FMI duranti gli anni '90: "*il Fondo aveva ripetutamente incoraggiato tanto i paesi asiatici a*

---

capacità produttiva. Fonte: Enciclopedia Treccani, Dizionario di Economia e Finanza (2012).

341 C. WILLIAMS, *Thailandia,* EDT, 2010, p. 37.

342 In inglese "*The lost decade"* si riferisce ad un periodo finanziario di crisi in America Latina nel corso del 1980.

343 F. TARGETTI, A. FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione: storia politica ed istituzioni,* op. cit., p. 245.

344 Ibi, p. 246.

345 Ibidem.

indebitarsi verso l'estero quanto gli investitori internazionali a confidare nella bontà e nella convenienza del processo"[346]. Ovviamente con l'approvazione di tali manovre d'investimento anche del Fondo Internazionale, gli investitori erano convinti di poter avere garanzie pubbliche e dallo stesso FMI, ma la scarsa conoscenza del mercato asiatico da parte soprattutto degli investitori Occidentali contribuì ad adottare "*politiche di investimento frettolose ed eccessivamente rischiose"*[347].

Nonostante l'apparente successo di tali investimenti dei primi anni Novanta, il sistema finanziario della Thailandia e degli altri paesi non era abbastanza sviluppato da poter reggere il grande flusso di capitali esteri e, in aggiunta, mancava un efficiente sistema di sorveglianza sull'operato delle singole banche. Con l'arrivo poi della concorrenza cinese, i prezzi delle materie prime e della lavorazione si abbassarono notevolmente, creando tensioni all'interno degli investitori internazionali. Avvenne allora che, per evitare perdite eccessive, gli speculatori cominciarono a forzare la svalutazione contro le valute dell'area Sud-Est dell'Asia.

La crisi della valuta ebbe inizio già dalla metà di giugno del 1997, con forti attacchi speculativi da parte di fondi di investimento internazionali[348] al *bath* thailandese, il quale a fine giugno si trovò a perdere il 20% del proprio valore rispetto al dollaro[349]. A partire dal mese di luglio, la banca centrale cercò di adottare una fluttuazione controllata, ma alla fine del mese si arrivò ad una svalutazione del 30%. Il basso livello delle riserve valutarie nazionali e il costo troppo elevato di salvataggio "*impedirono alle autorità nazionali di sostenere la valuta"*[350].

La svalutazione del *bath* decisa dalla Banca centrale thailandese il 2 luglio 1997 è riconosciuta come il punto d'inizio della crisi vera e propria: inizialmente restia a svalutare, la Thailandia fu costretta dagli attacchi speculativi a sganciare la valuta dal dollaro. Gli investitori thailandesi ricorsero ai prestiti "*per finanziare dispendiosi progetti edilizi, società e banche dichiararono bancarotta, […] il bath thailandese […] perse valore bruscamente e il paese dovette chiedere l'aiuto del Fondo Monetario Internazionale"*[351]. Mentre l'inflazione,

---

346 Ibidem.

347 Ibidem.

348 Pare che i fondi speculativi, gli hedge funds, abbiano giocato un ruolo importante nelle crisi valutarie asiatiche solo nel caso del bath (cfr. IMF 1998a, pp. 5-6).

349 Cfr., C.A. KUPCHAN, *La fine dell'era americana. Politica estera americana e geopolitica nel ventunesimo secolo,* Vita e Pensiero Ed., 2003, p. 118.

350 F. TARGETTI, A. FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione: storia politica ed istituzioni,* op. cit., p. 247.

351 R. JONES, *Thailandia,* Morellini Ed., 2007, p. 136.

che fino a un mese prima si è mantenuta attorno al 5%, vide una brusca impennata, inducendo gli analisti a prevedere per la fine dell'anno un tasso a due cifre.[352]

Dopo la svalutazione quasi immediata del *baht*, seguirono un crollo della borsa[353] e la bancarotta di *Finance One*[354], la principale finanziaria nazionale. Seguirono a ruota la svalutazione del *peso* filippino, del *ringgit* malese, della *rupia* indonesiana[355] e – in misura minore – del *dollaro* singaporiano. Questo effetto a catena avvenne perché questi Paesi "*condividevano dei sistemi finanziari e bancari sostanzialmente fragili e inadeguate norme e pratiche fallimentari e di insolvenza"*[356]. C'è poi da sottolineare che per poter rifinanziare i propri debiti nazionali, il Sud-Est Asiatico necessitava dei continui investimenti esteri; con la caduta delle valute, sia le banche che i vari creditori internazionali cercarono di recuperare i propri investimenti trasferendo i loro problemi di bilancio sulle imprese. Da questa concatenazione di eventi si sviluppò una crisi che dalla finanza passò all'economia reale. Se nel 1996 Thailandia, Malesia, Indonesia, Corea del Sud e Filippine avevano ottenuto circa 65 miliardi di dollari, nel 1997 vennero ritirati da questi paesi circa 85 miliardi di dollari[357]. Il calo delle economie e del PIL lo possiamo valutare dal grafico 3.4.

Indonesia e Thailandia furono i paesi maggiormente colpiti dalla crisi e il loro livello di accumulazione del capitale cadde in modo repentino. Dopo anni di sviluppo economico, il crollo verticale della valuta e la successiva crisi finanziaria, prese di sorpresa i governi nazionali, dimostrando l'inadeguatezza della classe dirigente.

Il passaggio da crisi finanziaria a crisi economica fu abbastanza rapido: già nel 1998 molti paesi entrarono in recessione. La Corea del Sud perse in quell'anno il -6,9% del PIL, mentre la Malesia il -7,4%, Thailandia -10,5%, mentre ebbe la peggio l'Indonesia con un -13,1%[358]. La crisi però non risparmiò Singapore (-2,2%) e le Filippine (-0,6%). Tale contagio non ebbe effetti sulla Cina e sul Vietnam, che si salvarono grazie alla "*non convertibilità delle loro*

---

352 G. BORSA (a cura di), *Asia Major. Continua il miracolo asiatico?*, Bologna, Il Mulino, 1997, p. 207

353 Nel corso di quelle sedute, Moody's declassò il debito della Thailandia (da Baa1 a Baa3). La perdita maggiore fu però per la Corea del Sud, che perse in pochi giorni il 5,89% a Seul. Fonte: www.larepubblica.it, "*Corea e Thailandia retrocesse mentre cede la borsa a Seul",* 29 novembre 1997.

354 La compagnia possedeva debiti per 4,8 miliardi di dollari in prestiti verso investitori, in S. SHARMA, *The Asian financial crisis: new international financial architecture*, Manchester University Press, 2003, p. 89.

355 Cit., C.A. KUPCHAN, *op. ult. cit.*, "*nel giro dei due mesi successivi, anche la rupia indonesiana perse il 30% del suo valore"*.

356 F. TARGETTI, A. FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione: storia politica ed istituzioni*, op. cit., p. 247.

357 Ibidem.

358 Ibi, p. 21.

valute" [359]. La crisi non ebbe effetti nemmeno su Taiwan, perché l'isola non aveva liberalizzato il proprio mercato finanziario, a differenza delle altre economie della regione.

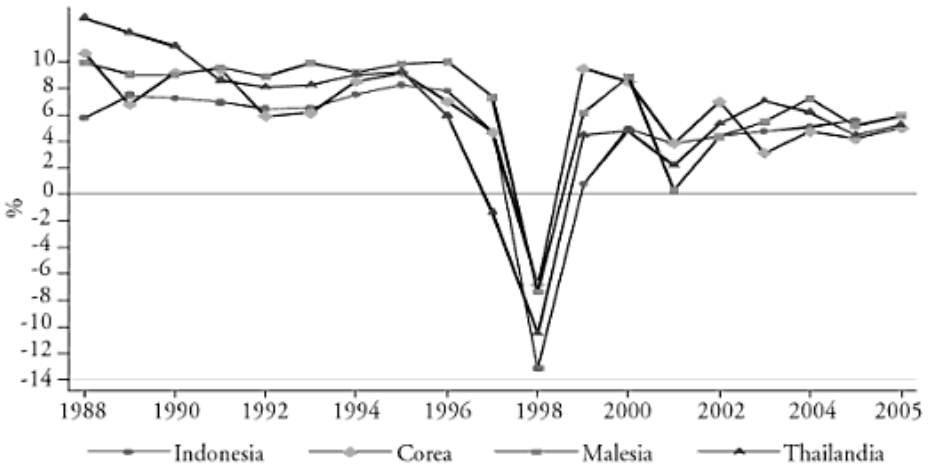

Grafico 3.4: Tassi di crescita annui del PIL (%) in alcuni paesi asiatici (1988-2005).
Fonte: dati International Financial Statistics, IMF, (luglio 2007), in F. TARGETTI, A. FRACASSO, Le sfide della globalizzazione: storia politica ed istituzioni, op. cit., p. 248.

La crisi toccò anche il mercato delle materie prime: calarono le quotazioni sulle prospettive di crescita dei paesi in via di sviluppo (Pvs) e nello stesso tempo gli investitori cercarono di ridurre la propria esposizione su tali mercati. Questo effetto domino, oltre a colpire i paesi asiatici, mise sotto pressione i tassi di cambio della maggior parte dei Pvs, provocando gravi perdite agli istituti finanziari e alle banche. La crisi che scoppiò nel Sud-Est Asiatico "*fu il primo episodio a segnalare chiaramente come l'elevata integrazione finanziaria dei paesi legasse i destini degli uni e degli altri ben oltre quanto preventivato e osservato in passato"*[360]. Divenne chiaro che i mercati non erano in grado di autoregolarsi e di garantire "*l'ordinato funzionamento dell'economia globale"*[361]. La caduta della moneta thailandese aveva avuto già dei segni premonitori nei mesi precedenti[362], tra i quali possiamo menzionare innanzitutto un deficit di parte corrente pari a circa l'8% del PIL, all'incirca lo stesso del Messico due anni e mezzo prima[363]. Secondo, un tasso di cambio sostanzialmente ancorato al dollaro statunitense che aveva portato ad un stima del tasso di cambio reale (che tiene conto del tasso di inflazione relativo dei vari paesi) del 17% fra il 1995 e il Giugno

[359] Ibidem.
[360] F. TARGETTI, A. FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione: storia politica ed istituzioni*, op. cit., p. 248.
[361] Ibidem.
[362] Cfr., *The economist*, 11 gennaio e 24 maggio 1997.
[363] G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,* op. cit.

1997[364], con conseguente perdita di competitività e conseguenti rischi di peggioramento del deficit di parte corrente. Terzo, un elevato debito estero e soprattutto uno squilibrio fra riserve valutarie e debiti esteri a breve assai elevato: tra il 1990 e 1996 il 46% dei flussi privati di capitali erano costituiti da prestiti a breve[365].

3.5 Il contagio si allarga

Nel 1998 il contagio finanziario raggiunse la Russia[366] e poco più tardi l'America Latina[367], portando al tristemente famoso *default* dell'Argentina; nel gennaio 1999 in Brasile si ebbe una svalutazione del *real* del 35%[368]. Nemmeno gli USA rimasero immuni dalla crisi[369]. Alcune delle peculiarità della crisi asiatica furono la velocità e le modalità con cui ebbe inizio il contagio. Sulle modalità di trasmissione del 'virus' vi sono varie interpretazioni che si possono riassumere in due grandi aree[370]. La prima descrive che il contagio avviene quando gli operatori economici, soprattutto gli investitori sui mercati finanziari, vedono somiglianze significative fra due economie, soprattutto segni premonitori simili.

Alcuni sostengono che vi siano dei fattori di rischio che indichino in anticipo la possibilità di una crisi valutaria: l'apprezzamento del tasso di cambio, un'espansione veloce del credito e un basso rapporto fra riserve valutarie e quantità di moneta. La seconda interpretazione del contagio riguarda invece i rapporti commerciali, secondo cui un'economia viene colpita dalla crisi perchè un partner commerciale importante subisce una crisi valutaria e quindi entra in una fase recessiva[371]. Nel caso della crisi valutaria asiatica, il contagio si manifestò abbastanza rapidamente su altre valute: il *ringitt* della Malesia, il *pesos* delle Filippine e la *rupia* indonesiana. Malgrado i fatti descritti in precedenza, gli investitori internazionali e i grandi centri finanziari, consideravano l'Asia Orientale un'area comunque promettente grazie agli elevati saggi di crescita del PIL e alla prolungata fase di crescita

---

364 Cfr., *World Bank,* 1997b.

365 Ibidem.

366 C.A. KUPCHAN, *La fine dell'era americana. Politica estera americana e geopolitica nel ventunesimo secolo,* Vita e Pensiero Ed., 2003, cit. "*la Banca Centrale alzò i tassi di interesse del 150%. […] il 17 agosto 1998, il Cremlino annunciò la svalutazione del rublo e la sospensione del pagamento del debito estero",* p. 119.

367 C.A. KUPCHAN, op. ult. cit, "*la Banca Centrale Brasiliana, in settembre (1998), aumentò i tassi di interesse al 50% per tamponare la fuga di capitali",* p. 119.

368 R. GILPIN, *Le insidie del capitalismo globale*, Milano, Egea, 2001, p. 135.

369 C.A. KUPCHAN, op. ult. Cit, "*alla fine di ottobre del 1997 […] l'indice Dow Jones perse 554 punti, segnando un nuovo record negativo di perdita di punti in una giornata",* p. 119.

370 G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,* Università degli Studi di Pavia, In *L'Asia tra Recessione Economica e Minaccia Nucleare* – Asia Major 1998, a cura d Giorgio Borsa, Il Mulino, 1998.

371 Ibidem.

economica che stavano avendo in quegli anni. Sembrava che crisi del tipo di quelle che colpivano abbastanza regolarmente l'America Latina non potessero avvenire in Asia Orientale.

Nell'estate del 1997 la crisi sembrava ancora limitata ai quattro paesi dell'ASEAN e anche le sue dimensioni sembravano inferiori a quelle della crisi messicana del 1994.

Tavola 3.6 Debito a breve più deficit di parte corrente (% delle riserve[a])

	1994	1995	1996
Cina	42	40	35
Indonesia	139	169	138
Corea del Sud	125	164	251
Malesia	46	60	55
Tailandia	127	152	153
Filippine	212	203	149
Argentina	151	118	110
Brasile	101	124	121
Messico	900[b]	267	241
Cile	43	37	31

a. Riserve internazionali meno l'oro alla fine del periodo; alla fine del Febbraio 1997 per Indonesia e Malesia. b. Stima delle riserve a metà Dicembre, appena prima della crisi. Fonte: UNCTAD 1997, pp. 32-33, in G. Vaggi, L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,op. cit., 1998.

A partire dall'autunno del '97 ebbero luogo due eventi che cambiarono il corso e le dimensioni della recessione. Prima di tutto, vi fu il collasso economico dell'Indonesia, con il conseguente crollo della *rupia* che a fine Gennaio arrivò ad una svalutazione dell'85% rispetto al dollaro[372]. Il FMI erogò una prima *trance* di 23 miliardi di dollari[373] che portò al crollo della valuta locale: le imprese indonesiane, fortemente indebitate in dollari statunitensi, si trovarono a dover far fronte a debiti enormi creati dalla svalutazione della *rupia*, acquistando dollari americani per ripagare i propri creditori e contribuendo ad aggravare la svalutazione. Nel corso del 1998, l'Indonesia registrò un calo del PIL pari circa al 14%[374]. Il secondo evento importante riguarda il coinvolgimento della Corea del Sud e quindi una delle 'prime tigri'. La Corea era il più importante tra i NIEs e fino al 1998 non dovette mai

[372] G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?*,op. cit.
[373] G. GABELLINI, *Caos: Economia, strategia e geopolitica nel Mondo globalizzato*, Fuoco Ed., 2014.
[374] Ibidem.

chiedere una ripianificazione (*rescheduling)* dei pagamenti sul debito estero e sugli interessi. Mentre la Thailandia vedeva calare sempre di più il valore della sua moneta, l'agenzia di rating Moody's tagliò le stime di crescita del paese coreano, declassandolo da A1 a B2, motivato "*sulla base della perdita di competitività dei mercati orientali e della notizia relativa all'imminente richiesta, da parte del colosso coreano KIA, di un prestito di emergenza"*[375]. Il progresso della Corea tra gli anni Ottanta e Novanta era spinto principalmente attraverso la concessione di credito alle imprese locali: avvenne allora che quando Moody's tagliò le stime di crescita, le banche occidentali, verso le quali le imprese coreano erano molto esposte, decisero di non concedere ulteriori prestiti, anzi ritirando i propri investimenti. Come conseguenza, il governo di Seul vide crollare la propria borsa[376] e fu costretto a chiedere l'intervento del FMI. La situazione precipitò nella seconda metà dell'anno, con il fallimento a catena di altri *chaebol*[377]: alla debolezza delle imprese e delle banche si accompagnarono (come in altri paesi asiatici) problemi di liquidità dovuti alla caduta della borsa e della valuta. Tutto ciò era aggravato dal fatto che, per le distorsioni del mercato finanziario locale, gli istituti di credito avevano contratto debiti a breve per finanziare investimenti a lungo termine.

Il caso coreano creò il passaggio da crisi valutaria a vera e propria crisi finanziaria e poi reale. Nel giro di pochi mesi, Thailandia, Indonesia, Corea del Sud, Malaysia, Filippine, Hong Kong, Taiwan e Singapore persero competitività a livello globale, alimentando il gioco speculativo degli *hedge fund*, i quali scommettevano sul fatto che i Governi avrebbero fatto ricorso o meno alla svalutazione monetaria, dando inizio ad una conversione di massa di valute locali in dollari. Il pesante deflusso di capitali che subirono le imprese di quelle regioni, bloccarono la crescita delle "tigri asiatiche" e dei paesi ad essi collegati. Le aziende che dichiararono bancarotta furono acquistate da compagnie statunitensi ed europee, aumentando il loro potere in Asia. Volendo fare un ulteriore parallelo con la crisi messicana che coinvolse prevalentemente solo un Paese, quella asiatica coinvolse molte economie (alcune molto grandi come la Corea). Il Messico venne sostenuto dal FMI, ma soprattutto dagli Stati Uniti e dal NAFTA[378]. Il Messico venne quindi supportato dalla grande

---

375 Ibidem.

376 G. GABELLINI, op. ult. cit., "*la Samsung perse oltre 5 miliardi di dollari, mentre la Daewoo fu assorbita dal gruppo americano General Motors. Il cambio passò da 800 won per dollaro ante-crisi ad oltre 1800 won per dollaro durate il periodo recessivo".*

377 Termine coreano che si riferisce ad imprese conglomerate.

378 Acronimo di "*North America Free Trade Area",* è un trattato di libero scambio commerciale tra USA, Canada e Messico.

potenza a stelle e strisce che permise di arginare la crisi in tempi tutto sommato rapidi. Quando invece la Thailandia entrò in crisi, il sostegno dei Paesi vicini (Giappone, Australlia, Corea, ecc.) per cercare di evitare che un importante partner commerciale entrasse in recessione, non riuscì a contenere il contagio. L'integrazione regionale che aveva, negli anni precedenti al 1997, dato un punto di forza a quelle economie, si tramutò in un boomerang, colpendo uno alla volta tutti i paesi del Sud-Est Asiatico.

3.6 Gli aiuti internazionali e le critiche al FMI

Già dal mese di agosto del 1997, il FMI offrì alla Thailandia i primi aiuti, per un totale di circa 17,1 miliardi di dollari e altri aiuti simili vennero predisposti per Indonesia (36,1 miliardi), Corea del Sud (58,3 miliardi), Filippine (1,5 miliardi) [379].

Tavola 3.7 Impegni della Comunità Internazionale e Versamenti del Fondo Monetario Internazionale in Risposta alla Crisi Asiatica

(miliardi di dollari statunitensi)

	Impegni				Versamenti del IMF
Paese	IMF[1]	Multilaterali[2]	Bilaterali[3]	Totale	al 10 Aprile 1998
Indonesia	9.9	8.0	18.7	36.6	3.0
Corea	20.9	14.0	23.3	58.2	15.1
Thailandia	3.9	2.7	10.5	17.1	2.7
Totale	**34.7**	**24.7**	**52.5**	**111.9**	**20.8**

[1] Gli impegni del Fondo Monetario ammontano a 36 miliardi di dollari se si includono quelli del 1997 verso le Filippine. [2] Banca Mondiale e Banca Asiatica di Sviluppo.[3] Da governi.
Fonte: IMF 1998b, Box 1, , in G. Vaggi, L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,op. cit., 1998.

In cambio del pacchetto di salvataggio, la Thailandia e gli altri NICs dovettero adottare:

- Una politica monetaria restrittiva, con relativo aumento dei tassi di interesse per ristabilire la fiducia degli investitori esteri, per frenare la svalutazione della moneta e ridurre in tal modo il disavanzo delle partite correnti;
- Una politica fiscale restrittiva, con tagli alla spesa pubblica e aumento del volume delle imposte (l'IVA in particolare su numerosi servizi e beni industriali e di consumo

[379] J.E. STIGLITZ, *Stabilità non solo crescita,* Francesco Brioschi, 2008, p. 284.

passò dal 7% al l0%) per ridurre il disavanzo delle partite correnti e permettere un avanzo necessario a ricapitalizzare;

- Importanti riforme strutturali con smantellamento dei monopoli di stato e riduzione dei legami tra stato e mercato, specialmente nel settore bancario.

Le prime conseguenze delle politiche imposte dal FMI furono disastrose per l'economia thailandese (nel 1998 il PIL calò di oltre il 10%[380]): oltre alla recessione per due anni consecutivi, l'avanzo nel saldo delle partite correnti venne pagato al caro prezzo del taglio delle importazioni, che immobilizzò l'economia con numerosi fallimenti di imprese che non potevano più acquistare dall'estero le materie prime. L'obiettivo dichiarato del FMI è stato fin dall'inizio quello di mantenere attivi i canali finanziari fra le economie in crisi e i mercati internazionali, in modo che esse mantenessero l'accesso a questi mercati. In sostanza si trattava di impedire che si creasse un blocco dei finanziamenti. Inoltre, con la chiusura di alcune grandi banche insolventi, si ridusse ulteriormente la fiducia internazionale nel sistema finanziario locale e la disponibilità al credito locale. Fortunatamente, la debolezza della valuta locale attirò molti importatori internazionali, portando le importazioni ad un +13% e consentendo alla Thailandia di sottrarsi alla tutela del FMI già nel 2000[381].

In termini di dollari si riportano i seguenti dati: al tasso di cambio con il dollaro del 4 Febbraio 1998 le economie coreana e tailandese dimezzarono quasi il valore del PIL rispetto al 1996, la Malesia e le Filippine persero rispettivamente il 12% e 20%, mentre il PIL dell'Indonesia passò da 226 a 51 miliardi di dollari[382]. Nel caso coreano, il FMI insistette particolarmente sulla rimozione delle pratiche e delle regole che ponevano ostacoli alla liberalizzazione commerciale e all'accesso di capitali stranieri, indicando nel 31 dicembre 1997 la data per la rimozione di tutte le restrizioni al movimento dei capitali [383]. Il ruolo del FMI però può essere analizzato anche nella fase precedente la crisi: esso promosse la liberalizzazione dei mercati finanziari in quella regione dell'Asia; non suggerì ai Pvs di cercare di moderare i flussi di capitali in entrata né di "*far precedere la liberalizzazione dei mercati da una fase di profonda ristrutturazione delle istituzioni e dei sistemi bancari*

---

[380] C. WILLIAMS, *Thailandia,* op. cit., p. 37.
[381] Ibidem.
[382] G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,* op. cit.
[383] IMF Survey, *World Economie Outlook*, Washington, maggio 1998, box 4.

locali"[384]. Purtroppo, l'utilizzo delle misure imposte dal Fondo si rivelarono "*inadeguate in Asia a ricostituire (obiettivo numero uno del FMI in quel periodo) il clima di fiducia che aveva caratterizzato il periodo precedente la crisi"*[385], anzi, non fecero altro che aggravare ancora di più la crisi e di conseguenza i *deficit* dei paesi colpiti. Le proteste dei governi e delle popolazioni costrinsero il Fondo a modificare di continuo i propri programmi di salvataggio. Tuttavia, la critica maggiore che in quegli anni fu mossa al FMI fu che esso "*sembrava dedicare maggiore attenzione al recupero dei crediti propri e dei grandi creditori internazionali piuttosto che alla ripresa economica dei paesi in difficoltà"*[386]*;* tanto da voler proteggere gli investitori internazionali dai danni che essi stessi avevano procurato. Uno dei primi passi attuati dal FMI per cercare di porre rimedio al dilagare della crisi, fu quello di raccomandare una politica di austerità per le economie asiatiche. Il Fondo Monetario chiedeva di fatto ai governi dei Paesi interessati di raggiungere il pareggio di bilancio, in una economia in piena fase recessiva. Questo si tradusse in tagli alla spesa pubblica o all'aumento delle imposte, dato che il gettito fiscale non era più sufficiente. Una mossa come questa, invece di creare effetti positivi, contribuì a peggiorare ulteriormente l'economia. Non solo, le politiche di austerità condotte in un determinato Paese ne deprimevano l'economia, ma avevano anche effetti negativi sui suoi vicini e sui partner commerciali. A loro volta, i Paesi "contagiati" ridussero le importazioni verso i propri partner commerciali; ciò provocò il crollo dei prezzi delle materie prime che gettò nel caos i Paesi produttori come la Russia.

La Federazione Russa subì un grave calo del PIL "*nella misura del 5,3%, principalmente dovuto alla compressione degli investimenti, mentre la svalutazione del rublo accrebbe il peso delle esportazioni nette"* [387]. Con l'obiettivo di riportare i capitali stranieri in Asia, il Fondo chiese ai Paesi dell'area di aumentare in maniera rilevante i tassi di interesse "*che di fatto registrarono incrementi di oltre 25 punti percentuali*"[388]. Pur sapendo che uno dei motivi di debolezza delle economie asiatiche era il forte indebitamento delle aziende, l'aumento dei tassi d'interesse non fece altro che aggravare ancora di più la situazione; esse si ritrovarono a dover pagare somme enormi ai creditori, cosicché molte aziende fallirono e molte banche si trovarono a dover gestire crediti in sofferenza. Un altro errore, questa volta

---

384 F. TARGETTI, A. FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione: storia politica ed istituzioni,* op. cit., p. 249.
385 Ibi, p. 250.
386 Ibidem.
387 Cfr., G. CARLI, *L'economia della federazione russa: transizione, dinamiche strutturali, aspetti internazionali,* Luiss, giugno 2006, pp. 9-11, il livello di disoccupazione raggiunse il 13,3% nel 1998.
388 G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,* op. cit.

però di natura politica, fu quello di rifiutare l'offerta del Giappone: nel 1997 lo stato nipponico offrì 100 miliardi di dollari per contribuire alla creazione di un fondo monetario asiatico[389] per finanziare le azioni di stimolo necessarie per la regione[390]. Il FMI temeva però la concorrenza di un fondo regionale specifico per l'Asia e si adoperò per bocciare la proposta. Lo stesso fecero gli Stati Uniti, con la loro forte influenza sulle decisioni del FMI, poiché temevano l'accresciuto peso economico e politico internazionale di Giappone e Cina come maggiori contribuenti di questo fondo asiatico[391].

Un caso esemplare ci mostra come un paese, la Malesia, unica nazione a non aver adottato in quegli anni le misure imposte dal FMI, riuscì ad uscire dalla recessione senza le pesanti perdite economiche che subirono Thailandia ed Indonesia. La Malesia, al contrario di altri paesi, impose pesanti restrizioni ai movimenti di capitale in uscita: vennero firmati nuovi accordi bilaterali contrassegnati proprio da una graduale restrizione del movimento dei capitali. Malgrado queste azioni non bastassero a risolvere tutti i problemi interni ai Pvs, permisero di ritardare e diminuire gli effetti negativi della crisi in atto. Concludendo questa parte, la cause che portarono alla crisi finanziaria prima ed economica poi dei paesi asiatici "*non è da ricercarsi esclusivamente in fattori locali, ma anche nell'architettura finanziaria internazionale e nelle pratiche di mercato degli investitori dei paesi avanzati*"[392].

3.7 Alcune considerazioni sulla crisi e sul FMI

Già all'indomani della crisi messicana del 1994, il Fondo Monetario sosteneva che i paesi che avevano fatto pochi progressi nel rafforzamento del mercato finanziario interno avrebbero dovuto essere molto cauti nel rimuovere le barriere ai flussi di capitali esteri, in particolare per quelli a breve termine[393].

A tal proposito, Stiglitz nel suo libro "In un mondo imperfetto: stato, mercato e democrazia nell'era della globalizzazione" (2001), egli fa proprio riferimento alla liberalizzazione del mercato dei capitali voluto dal FMI: "*nelle ricerche fatte su questa crisi, appare chiaramente*

---

389 E. SCISO, *Appunti di diritto internazionale dell'economia,* Giappichelli, 2012, p. 74.

390 Cfr. A.G. FRANK, *Per una storia orizzontale della globalizzazione*, Rubbettino, 2004, pp. 63-68.

391 E. SCISO, op. cit., "*Il 24 marzo 2010, è entrato in vigore l'accordo che prevede la 'multilateralizzazione' dell'iniziativa Chang May (c.d. Chang May Iniziative Multilateralization). Si tratta di un accordo economico che prevede […] la costituzione di un fondo di riserva da 120 miliardi di dollari. I paesi aderenti potranno accedere al fondo in proporzione alla quota versata, a difesa della propria valuta nazionale",* p. 75.

392 F. TARGETTI, A. FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione: storia politica ed istituzioni*, op. cit., p. 252.

393 Cfr., IMF Survey, 23 Ottobre 1995.

come la fonte del problema fosse la liberalizzazione del mercato dei capitali che il Fondo Monetario Internazionale stesso aveva imposto a questi paesi, così come aveva fatto altrove"[394]. Lo stesso autore poi conclude con questa affermazione: "*curiosamente oggi il Fondo riconosce di aver commesso un errore: una liberalizzazione dei capitali eccessivamente rapida è pericolosa per le economie piccole e poco sviluppate. Ma tutto questo è stato riconosciuto solo dopo che il danno era stato fatto. E il danno è stato enorme"*[395].

Qualche analogia con la crisi del debito in America Latina negli anni ottanta è già stata esposta, a cui aggiungiamo il fatto che le economie asiatiche si trovarono negli anni successivi alla crisi un debito estero molto elevato. L'esistenza di uno stock di debito estero assai rilevante, si manifesta nel cosiddetto problema del *debt overhang*. Di fatto si tratta di un evidente elemento di rischio per i nuovi prestiti, dal momento che le risorse del paese dovrebbero essere utilizzate per il pagamento degli interessi arretrati sul debito già in essere. La situazione scoraggia anche gli investimenti diretti esteri, dal momento che in teoria eventuali profitti generati dall'attività locale potrebbero essere utilizzati, attraverso forme di tassazione, per ripagare i debiti precedenti, ma soprattutto per via dell'instabilità macroeconomica che un servizio del debito elevato comporta, primo fra tutti il rischio di forti aumenti dei tassi di interesse. Il FMI è stato criticato "*per aver usato sempre gli stessi strumenti per questa crisi come per altre in precedenza, sottovalutando l'impatto deflazionistico di misure combinate di stretta creditizia e fiscale*"[396]. Queste misure possono avere pesanti effetti sociali, ma addirittura possono portare ad ulteriori situazioni di insolvenza di istituzioni finanziarie e di banche, soprattutto in seguito all'innalzamento dei tassi di interesse e alla caduta dei valori azionari e obbligazionari.

A differenza di quella Messicana, in Asia si è trattato di una crisi regionale, e le interdipendenze economiche fra i paesi dell'area si sono tramutate in uno svantaggio. Inoltre, il diffondersi della crisi dalla Thailandia alle altre regioni, mise in evidenza "*come mercati finanziari fortemente integrati e reattivi […] potenziano i rischi di contagio tra paesi con fattori di squilibrio in larga misura comuni"*[397]. Le grandi istituzioni finanziarie risposero con

---

394 J.E. STIGLITZ, *In un mondo imperfetto: stato, mercato e democrazia nell'era della globalizzazione,* Donzelli Ed., 2001, p. 14.

395 J.E. STIGLITZ, *In un mondo imperfetto: stato, mercato e democrazia nell'era della globalizzazione,* Donzelli Ed., 2001, p. 14.

396 G. VAGGI, *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?,* op. cit.

397 L. VASAPOLLO, *La crisi del capitale. Compendio di economia applicata. La mondializzazione capitalistica,* Jaca Book Ed., 2009, p. 181.

un totale di oltre 111 miliardi di dollari di aiuti e misure di aggiustamento strutturale per arginare la crisi[398].

Krugman, in articolo pubblicato sul MIT [399], cercò di analizzare la crisi asiatica comparandola ad altre crisi avvenute precedentemente, sottolineando quattro importanti differenze. Per prima cosa "*alla vigilia della crisi tutti i governi erano più o meno in equilibrio di bilancio, né erano impegnati nella creazione di credito irresponsabile o in una corsa di espansione monetaria. I loro tassi di inflazione, in particolare, erano molto bassi*"[400]; il secondo fattore riguarda la disoccupazione, "*i paesi asiatici vittime della crisi non avevano ancora una disoccupazione importante, quando la crisi ha avuto inizio. Non c'era, in altre parole, l'incentivo ad abbandonare il tasso di cambio fisso per perseguire una politica monetaria più espansiva, cosa che è generalmente considerata come la causa della crisi dei tassi di cambio del 1992 in Europa*". Il terzo fattore riguarda il boom del mercato degli asset che ha preceduto la crisi monetaria "*prezzi delle azioni e dei terreni in salita, poi caduti*". Da ultimo, il ruolo centrale giocato dalle società finanziarie "*intermediari non bancari che prendevano in prestito denaro a breve termine, spesso dollari, e quindi prestavano danaro ad investitori speculativi, in gran parte ma non solo nel settore immobiliare*". Tutto questo portò Krugman a considerare la crisi asiatica come il "*portato di eccessi finanziari seguiti dal crollo finanziario*". Ciò che diede il via alla bolla furono le azioni degli intermediari finanziari, i quali non erano regolamentati e diedero inizio all'assunzione di rischi troppo elevati; queste manovre portarono ad un innalzamento dell'inflazione "*non delle merci, ma dei prezzi degli attivi*". Questo ha spinto a credere che la situazione finanziaria degli intermediari "*sembrasse più solida di quanto non lo fosse*". Nella sua analisi Krugman continua con l'analisi del rischio assunto dagli intermediari: essi assunsero rischi così elevati perché credevano che lo Stato li avrebbe protetti dal rischio, "*impressione rafforzata dai forti legami politici dei proprietari della maggior parte di tali istituzioni".*

3.8 La bolla cinese dell'estate 2015

L'estate del 2015 sarà ricordata per lo scoppio della bolla speculativa sui mercati azionari cinesi.

È stato calcolato che la Cina abbia "urbanizzato" nell'ultimo decennio oltre 150 milioni di acri di terreno e che tra il 2011 e il 2012 abbia prodotto più cemento di quanto non abbiano fatto

---

398 Cfr., A. COSSETTA, *Sviluppo e cooperazione. Idee, politiche, pratiche*, FrancoAngeli Ed., 2009, p. 110.

399 P. KRUGMAN, *What happened to Asia?*, MIT, Working Paper Series n. 23, 1998, Cambridge (disponibile al sito web: web.mit.edu/krugman/www/disinter.html).

400 Ibidem.

gli Stati uniti in tutto il 1900[401]. Come sottolineato dal *China Daily*, 18 milioni di contadini, o abitanti di zone rurali, si sono spostati verso le città nel 2014, "*in cerca di migliori condizioni di vita, istruzione e servizi sociali, spingendo il tasso di urbanizzazione del paese a circa il 60 per cento*"[402]. Questa crescita era accompagnata, fino a giugno 2015, da un'impressionante crescita della Borsa Cinese: in parte "*la corsa agli investimenti era stata il 'sostituto monetario' davanti al crollo dei prezzi dell'immobiliare*"[403]. Il tutto era amplificato dal collegamento della borsa di Hong Kong con quella di Shanghai, che nell'aprile 2015 hanno superato la piazza USA e si è attestata come il primo mercato al mondo per capitalizzazione[404]. La connessione tra le due Borse era stata pensata per incrementare la liquidità in Cina e attrarre verso il Dragone nuovi capitali stranieri. Avvenne invece l'esatto contrario.

Il mese successivo, a maggio 2015, gli indici della borsa cinese toccarono il minimo da quattro mesi e circa il 50% delle società quotate a Shanghai, circa millecinquecento, sono state sospese per eccessivo ribasso. Per il 2015, le stime parlano di una crescita del PIL cinese del 7%[405], si tratterebbe "*dell'incremento minore degli ultimi 25 anni, ma Pechino l'ha già inquadrato nel concetto di 'nuovo normale': crescita meno quantitativa e più qualitativa, intendendo con questo l'abbandono dello sviluppo export-oriented pompato dagli investimenti pubblici e una virata sui consumi interni di alta gamma come nuovo traino dell'economia'*"[406].

Perfinoo Goldman Sachs ha cominciato a rivedere ancora più a ribasso la crescita cinese: le sue previsioni sul PIL del 2016, 2017 e 2018 rispettivamente al 6,4%, 6,1% e 5,8%, dalle stime precedenti al 6,7%, 6,5% e 6,2%[407]. Le previsioni di crescita di Goldman Sachs si basano su tre fattori: lavoro, capitale e produttività; "*nel caso della Cina, ciascuna di queste tre componenti dovrebbe rallentare: il lavoro a causa dei dati demografici, il capitale sta diminuendo da livelli eccezionalmente elevati come anche la crescita della produttività*", riferisce la banca.

---

401 Fonte: http://www.italcementigroup.com/NR/rdonlyres/00A66CEA-5BC7-45E2-B1B1-AF6CCB5D43FD/0/Tongbo_ITA.pdf, a partire dal 1986 la Cina è stata leader mondiale nella produzione del cemento per 24 anni consecutivi. Nel 2007 la Cina ha prodotto 13,6 miliardi di tonnellate di cemento.

402 L. LAN, *Urbanization to boost spending,* in "China Daily", 14 maggio 2015.

403 I.M. SALA, *Che cos'è e come è nata la bolla cinese*, La Stampa, 27 luglio 2015.

404 P. JADELUCA, *Hong Kong-Shanghai, la capitale degli scambi*, Repubblica, 20 aprile 2015.

405 OCSE, Valutazione Intermedia, settembre 2015.

406 G. BATTAGLIA, *Cina, Pil a +7% nel secondo trimestre. I dubbi degli osservatori sull'attendibilità,* Il Fatto Quotidiano, 15 luglio 2015.

407 Goldman Sachs, *Outlook 2015.*

Anche per il 2015, Goldman Sachs ha aggiornato la sua previsione sulla Cina, calcolando una crescita del 6,8%. Questo segnerebbe una rallentamento notevole rispetto allo scorso anno, in cui l'economia è cresciuta del 7,4%. "*L'economia si trova di fronte ad un aumento dell'incertezza economica e politica in questo momento*", commenta la banca statunitense; "*Questo si riflette con un'estrema volatilità dei mercati azionari e, più recentemente, sulla svalutazione dello CNY*[408]*, che ha accresciuto l'incertezza sulle dinamiche del tasso di cambio in futuro. Le nostre stime suggeriscono che serviranno un paio di mesi affinché l'incertezza possa influire sull'economia cinese*". Sempre nel corso dell'agosto 2015, le autorità cinesi hanno adottato la maggiore svalutazione giornaliera dello *yuan* da quasi due decenni, portandone il cambio ufficiale ai minimi da circa 3 anni nei confronti del dollaro, "*con una mossa finalizzata con tutta evidenza a sostenere l'economia reale ed in particolare le esportazioni dopo una serie di dati deludenti"*[409]. Tale svalutazione è stata di circa il 2%. Questa mossa, per alcuni economisti, potrebbe accelerare la fuga di capitali: secondo Zhu Haibin, capoeconomista per la Cina di JP Morgan, nell'ultimo anno il valore netto degli asset usciti dal Paese è stato di 450 miliardi di dollari[410]. Qualche giorno dopo, la Cina ha proceduto ad una ulteriore svalutazione della propria moneta del 4,6%[411].
Buona parte della crescita della borsa di Shanghai è stata trainata da *ChiNext*[412], l'indice che raccoglie le maggiori società del settore tecnologico della Cina: il corrispettivo di quello che è il NASDAQ per la borsa statunitense. Secondo alcuni esperti, quello che sta avvenendo nel mercato finanziario cinese è molto simile alla bolla dei titoli "*dot.com*" del 1999, la cosiddetta "*bolla della New Economy*"[413].

L'8 luglio 2015 è stata una delle seduta più tese sui listini asiatici. Hong Kong ha perso il 5,8% facendo segnare il peggior calo dall'ottobre 2008, stagione del fallimento della Lehman Brothers. I timori cinesi, che si aggiungevano alle preoccupazioni legate alla crisi della Grecia, hanno portato le borse di tutto il mondo in negativo. La Banca Centrale Cinese, per evitare un'ondata di instabilità, ha assicurato nuovi impegni per la stabilità e la fornitura di liquidità al mercato. Il governo cinese "*ha ordinato alle controllate pubbliche di acquistare*

---

[408] Rappresenta il codice valuta Renminbi cinese (yuan).

[409] S. CARRER, *Cina, svalutazione-record dello yuan per rilanciare l'economia,* Il Sole 24 Ore, 11 agosto 2015.

[410] G. DI DONFRANCESCO, *Yuan stabile, ma la svalutazione non convince,* Il Sole 24 Ore, 20 agosto 2015.

[411] C. ASTARITA, *Perché Pechino ha svalutato lo yuan,* Panorama, 13 agosto 2015.

[412] http://www.szse.cn/main/en/

[413] Una crisi finanziaria generata da un eccessivo entusiasmo per le nuove aziende digitali statunitensi, nel periodo 1997-2000.

azioni e allentato i limiti sulla quantità di investimenti da parte delle società di assicurazioni',[414] e contemporaneamente ha promesso di continuare a fornire liquidità a credito agli investitori. Il crollo apparentemente inarrestabile della borsa cinese, iniziato lo scorso 12 giugno[415], ha portato le autorità a sospendere dalle contrattazioni oltre 1.200 titoli[416]. La bolla della borsa cinese, che in 12 mesi era cresciuta di oltre il 150% fino al picco del 12 giugno scorso, è quindi scoppiata[417].

Per dare un'idea della portata del crollo, possiamo ricordare che l'indice CSI 300 della borsa di Shanghai è passato dai record di giugno, a 5.380 punti circa, al minimo a 2.952 del 26 agosto, un calo di circa il 45%[418]. Meno marcata e leggermente diversa nella tempistica la flessione registrata dalla borsa di Hong Kong: l'indice Hang Seng ha infatti toccato il massimo annuale a fine aprile a 28.588 punti, per poi sprofondare a 20.524 a inizio settembre (-28%)[419].

Dopo il crollo della Borsa di Shanghai dell'8 luglio (-5,9%), Pechino era intervenuta attraverso il sostegno delle azioni con la liquidità di agenzie para-statali come *China Securities Finance*[420]. Questo però non ha impedito l'ondata di panico nelle sedute successive. A ben vedere il calo dei listini, che ha avuto inizio a metà giugno, è arrivato in contemporanea con il tracollo dei prestiti per finanziare gli acquisti di azioni. Ciò significa che la bolla è stata gonfiata soprattutto dalle compravendite realizzate con denaro preso a debito e garantito con le stesse azioni (oppure attraverso i depositi). Questo tipo di attività è pro ciclica: fino a quando tutto procede in maniera positiva, l'aumentare del valore dei titoli in possesso spinge ulteriori acquisti. Quando invece vi sono dei momenti negativi, si è costretti a vendere. Negli anni precedenti è accaduto che il governo cinese, anche per distogliere l'attenzione dal rallentamento dell'economia e dagli squilibri socio-economici, ha incoraggiato i piccoli

---

414 La Stampa, *Scoppia la bolla cinese, sospeso il 50% dei tioli*, 8 luglio 2015.

415 V. LOPS, Il Sole 24 Ore, *Qual è il reale rischio di contagio della bolla in Cina sui mercati europei?*, 27 luglio 2015. Nel corso del mese di Giugno 2015, la borsa cinese aveva perso il 40% in tre settimane. Poi il 27 luglio è avvenuto un altro crollo dell'8% (il peggiore dal 2007).

416 In particolare i titoli sospesi sono stati 1.243 (il 43% del totale) della borsa di Shanghai e quella di Shenzen. Il totale dei titoli sospesi è pari ad un terzo della capitalizzazione del mercato cinese. La Borsa di Shanghai ha chiuso l'8 luglio 2015 con un ribasso del 5,9%, quella di Shenzhen del 2,94%. Sulla borsa di Hong Kong scatta il "panic selling". L'indice Hang Seng cede il 7,7% dopo aver toccato un minimo dell'8,3%. Si tratta del peggior calo dall'ottobre 2008, stagione del fallimento della Lehman Brothers. Articolo de Il secolo XIX, *Cina, crollano le borse: sospesi oltre 1.200 titoli. "Clima di panico",* 8 luglio 2015.

417 Articolo de Il secolo XIX, *Cina, crollano le borse: sospesi oltre 1.200 titoli. "Clima di panico",* 8 luglio 2015.

418 Fonte: www.borsaitaliana.it, *Mercati azionari: la "bolla" cinese,* 29 settembre 2015.

419 Ibidem.

420 V. CARLINI, *Le cinque cause della "tempesta" su Pechino,* Il Sole 24 Ore, 28 luglio 2015.

risparmiatori (anche studenti e pensionati) ad investire nella finanza. Il mercato ha dato il benvenuto a nuovi investitori, arrivando il 12 giugno 2015 ad un +150% di volume rispetto all'anno precedente[421]. Circa 90 milioni di *trader* che, grazie alle agevolazioni sui prestiti concessi dalle banche, hanno scommesso sul "*Chinese dream*"[422]. Il quale, non appena i prezzi di alcune grandi aziende statali hanno iniziato a scendere, si è trasformato in un incubo. In Cina l'indebitamento pubblico è relativamente basso (circa il 19% del PIL) mentre quello delle imprese ha raggiunto livelli enormi. È passato dal 98% del Prodotto interno lordo (2007) al 155% nel 2014[423]. A Giugno 2015, il debito privato della Cina (diviso fra famiglie e imprese) ha raggiunto il 200% del PIL[424]. Tale quantità di prestiti spesso non arrivava però dal tradizionale canale bancario, bensì, dal cosiddetto "*shadow banking*", cioè un sistema alternativo di "concessione" dei prestiti che, in Cina, vale oltre il 34% del PIL. A gonfiare ulteriormente la bolla è stato il fatto che i prestiti concessi dagli istituti finanziari, non venivano utilizzati per acquistare una casa o un'auto, bensì per investire in borsa. Quando le quotazioni hanno cominciato a scendere, questi piccoli investitori si sono dimostrati molto avversi al rischio, tanto che la SRC (la Consob cinese) ha stabilito che "*soci, amministratori o dirigenti d'azienda che detengono quote azionarie superiori al 5% non possono vendere i loro asset per i prossimi sei mesi*"[425].

Anche il settore immobiliare, come detto in precedenza, ha cominciato in quei mesi a creare diverse preoccupazioni, tanto che secondo alcuni esperti, "*la bolla immobiliare è all'incirca tre volte più grossa di quella degli Stati Uniti prima che scoppiasse la crisi dei mutui subprime"*[426]. Il calo del prezzo degli immobili cinesi non è una novità, già il 29 novembre 2011 un membro dell'Accademia Cinese di Scienze Sociali così scriveva sul "*China Economic Weekly",* la voce del Partito Comunista in materia economica: "*penso che la diminuzione dei prezzi del mercato immobiliare supererà il 50% nel 2012. In alcune zone il*

---

421 Cfr., G. BATTAGLIA, *Cina, crollo delle borse dovuto a esercito di piccoli azionisti "non informati"*, Il Fatto Quotidiano, 9 luglio 2015.

422 V. CARLINI, *Le cinque cause della "tempesta" su Pechino,* Il Sole 24 Ore, 28 luglio 2015.

423 V. CARLINI, *Le cinque cause della "tempesta" su Pechino,* Il Sole 24 Ore, 28 luglio 2015.

424 M. À PANZER, *Il debito cinese, pubblico e privato, supera il 250% del PIL*, Econoply in Il Sole 24 Ore, 15 giugno 2015. L'autore poi riporta che la Banca Mondiale aveva fatto notare il debito privato era cresciuto rapidamente sospinto dal denaro a basso costo e dalla liquidità abbondante.

425 G. BATTAGLIA, *Cina, crollo delle borse dovuto a esercito di piccoli azionisti "non informati"*, Il Fatto Quotidiano, 9 luglio 2015.

426 P. LARROUTUROU, *Svegliatevi! Perché l'austerità non può essere la risposta alla crisi,* Piemme, 2012, p. 11.

calo sarà ancora più forte"[427]. A partire poi da Maggio 2014, vi sono stati sei mesi consecutivi di calo del mercato immobiliare cinese. Al fine di sostenere questo importante settore, la banca e la banca centrale di regolamentazione, "*alla fine di settembre hanno allentato le restrizioni di ipoteca, estendendo ai proprietari di case esistenti, le tariffe preferenziali condizioni agevolate di cui godono per la prima volta gli acquirenti*"[428]. Secondo Credit Suisse, da un lato, l'avvio di nuove costruzioni supera del 12% le vendite, e dall'altro il tasso di invenduto viaggia tra il 15 e il 23%. A questo si aggiunge che il valore dell'immobiliare in percentuale al PIL è, attualmente, oltre tre volte quello massimo raggiunto negli Stati Uniti[429].

Ad agosto è proseguito il panico sulle Borse di Shanghai e Shenzen, risolto solo dall'intervento provvidenziale delle autorità di Pechino. A evitare il crollo, mentre aumentavano i timori sulla tenuta delle banche cinesi, è stata la maxi-iniezione di liquidità effettuata dalla Banca centrale: quasi 100 miliardi di dollari, tratti dalle enormi riserve di valuta estera, per rafforzare il capitale della *China Development Bank* (48 miliardi) e della *Export-Import Bank of China* (45 miliardi)[430]. Questi due istituti, che rischiavano di piegarsi davanti al peso delle sofferenze, sono considerati fondamentali per continuare a finanziare i grandi progetti infrastrutturali della Cina.

La frenata del Dragone preoccupa anche la Federal Reserve: "*La possibilità di ricadute negative da una più lenta crescita della Cina solleva preoccupazioni*"[431], si legge nei verbali. Il 24 2015 agosto si scatena il panico in tutti i mercati mondiali[432]. Per rispondere a questo tonfo, il giorno successivo, la Banca Centrale Cinese ha immesso nel mercato 23,4 miliardi di dollari[433]; non solo, ha anche tagliato i tassi di interesse di riferimento dello 0,25% (portandolo al 18%) e ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria per le banche nazionali dello 0,50%[434]. Con questa mossa la PBoC sta cercando di offrire più liquidità alle proprie banche, sempre meno propense a concedere prestiti. La mossa della svalutazione dello *yuan*

---

427 Cit. in P. LARROUTUROU, *Svegliatevi! Perché l'austerità non può essere la risposta alla crisi,* Piemme, 2012, p. 11.

428 Il Messaggero, *Cina, il mercato immobiliare scivola per il sesto mese consecutivo,* 18 novembre 2014.

429 V. CARLINI, *Le cinque cause della "tempesta" su Pechino,* Il Sole 24 Ore, 28 luglio 2015.

430 I.M. SALA, *La Cina evita il crollo in Borsa con 100 miliardi alle banche,* La Stampa, 20 agosto 2015.

431 Verbale del *Federal Open Market Committee*, relative alla riunione del 28 e 29 luglio 2015.

432 Quel giorno, Milano perse il -5,96%, Tokyo -4,6%, Shanghai -8,5%, Londra -4,67%, Francoforte -4,7%, Parigi -5,35%, Dow Jones -3,55%. Fonte: Repubblica, *La crisi cinese scatena il panico sui mercati,* 24 agosto 2015.

433 R. FATIGUSO, *La Banca centrale cinese inietta 30 miliardi di dollari per rassicurare i mercati e garantire la liquidità del sistema,* Il Sole 24 Ore, 25 agosto 2015.

434 Milano Finanza, *La banca centrale cinese taglia i tassi,* 25 agosto 2015.

ha temporaneamente bloccato l'azione della Fed che puntava, nel corso di settembre 2015, a rialzare i tassi di interesse e quindi rafforzare il dollaro. A tutto questo vi è da aggiungere che durante l'estate, il prezzo del petrolio aveva raggiunto i livelli più bassi dal 2009, scendendo sotto i 40 dollari al barile[435].

Secondo Jeremy Warner, vicedirettore e analista economico del Telegraph, "*mentre gli occidentali si stanno concentrando sulla Grecia, una crisi finanziaria potenzialmente molto più significativa si sta sviluppando dall'altra parte del Mondo. Quella che alcuni stanno iniziando a chiamare il 1929 cinese che innescò la grande depressione*"[436]. Warner continua nella sua analisi riportando che la crescita nel decennio precedente, degli USA nel 1929 e della Cina oggi, entrambe le economie sono nella fase più o meno simile di sviluppo economico. Entrambe le crescite dei paesi hanno avuto dietro di loro un boom del credito. Il parallelo continua, dalla crescita "drogata" di Wall Street, a quella del Shanghai Composite, dalla bolla speculativa immobiliare a stelle e strisce a quella del Dragone cinese. Anche qui vi sono molte somiglianze sottolinea Warner: allora, come oggi in Cina, i lavoratori dalle campagne erano emigrati verso le città nella speranza di trovare una vita migliore, come avvenne negli anni Venti negli Stati Uniti. Non solo, "*ma la Cina ha avuto uno sviluppo economico in pochi decenni di qualsiasi altro paese nella storia, creando un eccesso di capacità industriale a livello mondiale*"[437], e come nel 1929, "*ci sono i segnali di pericolo di rallentamento, abbassamento del prezzo delle materie prime e una pausa virtuale della crescita del commercio internazionale*". Naturalmente, sottolinea il vice-direttore, "*la Cina non potrà essere per sempre Greenspan-like, continuando a rispondere ad ogni successiva bolla con la creazione di un'altra*", ma ciò che si è imparato dalla crisi del 1929 è che "*il danno reale nelle crisi finanziarie non è dato dal suo crollo stesso, ma dal collasso del sistema bancario*". I mercati, come abbiamo analizzato in questo elaborato, non sono altro che un segnale di contrazione futura del credito.

La CSRC (*China Securities Regulatory Commission*), l'autorità cinese che regola il mercato borsistico, riteneva che sui mercati stesse dilagando il panico. Ciò che ha fatto scatenare la bolla è stato il manifestarsi di segnali di rallentamento dell'economia cinese. Questo ha messo in crisi il mercato azionario, mercato che sin dall'estate 2014 era stato protagonista di una crescita incredibile, con il valore degli indici principali capace di

---

[435] Valore ad agosto 2015.

[436] J. WARNER, *The really worrying financial crisis is happening in China, not Greece*, The Telegraph, 9 luglio 2015.

[437] J. WARNER, *The really worrying financial crisis is happening in China, not Greece*, The Telegraph, 9 luglio 2015.

apprezzarsi di circa il 150% grazie alla vera e propria corsa all'acquisto da parte dei risparmiatori cinesi[438]. Questi ultimi avevano iniziato ad investire in azioni in modo sconsiderato, oltretutto utilizzando in molti casi la leva finanziaria fornita da alcuni *broker*. Molti analisti ed economisti hanno aspramente criticato le autorità cinesi per l'atteggiamento tenuto: l'accusa è quella di aver agevolato l'afflusso del risparmio privato verso il mercato azionario al fine di sostenere le società, in particolare quelle del settore immobiliare e le conglomerate controllate dallo Stato, alle prese con le bolle del mercato del credito, degli investimenti e del mercato immobiliare. In pratica si è trattato di una ristrutturazione del settore *corporate* a carico di risparmiatori, ma a loro insaputa. Il *sell-off* sull'azionario cinese - cui le autorità hanno tentato di porre un freno in modo maldestro, attirandosi ulteriori critiche da analisti ed economisti - ha causato una marcata accelerazione del deflusso di capitali dal Paese. Le conseguenti pressioni al ribasso sullo yuan hanno costretto ai primi di agosto la banca centrale cinese a svalutare la divisa nazionale, creando ulteriori tensioni sui mercati.

Ciò che preoccupa di più è il fatto che "*la Cina è la combinazione di una tripla bolla: quella del credito, quella degli investimenti e la bolla più grande di tutti i tempi, quella immobiliare. Ecco perché Pechino rappresenta il rischio più grande per l'economia globale*"[439]. A ciò si deve aggiungere poi l'indebolimento dei dati economici cinesi, dal rallentamento dell'export ad un PIL che si è contratto trimestre dopo trimestre. Segnali preoccupanti che finora trasparivano dall'economia, ma non dall'andamento delle Borse cinesi, le quali hanno continuato a correre dando l'impressione che l'andamento fosse un segnale di una solida crescita economica, ma in realtà stava già rallentando. Una spiegazione di questa "distrazione" è stata la mossa a sorpresa della People's Bank of China (PBoC) con l'allentamento della politica monetaria, realizzato senza svalutare la moneta[440]. Lo yuan si è così apprezzato mentre i politici hanno iniettato liquidità sul mercato interno, andando in questo modo ad alimentare una mini bolla sui listini cinesi.

Che cosa ha fatto esplodere la bolla? Forse gli investitori erano distratti perché concentrati su altri rischi, dalla Grecia, ai rialzi dei tassi americani, al prezzo del petrolio, ponendo poca attenzione su quanto stava accadendo in Cina. Rispetto alla crisi del 2008 originata dagli Stati Uniti e alla quale la Cina rispose con una potente misura di stimolo all'economia che in seguito l'avrebbe danneggiata, quella cui stiamo assistendo in questi giorni è una crisi targata

---

[438] Fonte: www.borsaitaliana.it

[439] Fonte: Il Sole 24 Ore, *La tripla bolla cinese, grande rischio per l'economia globale,* 16 luglio 2015.

[440] Il Sole 24 Ore, *La tripla bolla cinese, grande rischio per l'economia globale,* 16 luglio 2015.

made in China che sta creando sconquassi dall'altro capo del mondo441. Fa bene il segretario al Tesoro americano Jacob Lew a sostenere che «stiamo monitorando lo yuan».

Ad ottobre 2015, i dati hanno fatto registrare una diminuzione degli investimenti cinesi in Africa dell'84% nel primo semestre di quest'anno, "*passando da 3,54 miliardi di dollari ad appena 568 milioni di dollari"*[442]. Però , anche se gli investimenti totali di Pechino sono scesi pesantemente, nella prima metà del 2015, "*gli investimenti nelle industrie estrattive sono raddoppiati*". La spesa del colosso orientale in progetti relativi al petrolio, gas , carbone, miniere e metalli, sono passati da 141 milioni di dollari a 288 milioni rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente[443]. Ciò che però crea il timore maggiore, è che se dovesse scoppiare un bolla immobiliare in Cina, questa potrebbe ridurre la domanda di materie prime dall'Africa.

[441] R. FATIGUSO, Il Sole 24 Ore, *Il brusco stop cinese rischia di bloccare le riforme,* 23 agosto 2015.
[442] V. DA ROLD, *Investimenti cinesi in Africa in calo dell'84%,* Il Sole 24 Ore, 22 ottobre 2015.
[443] Ibidem.

CONCLUSIONI

Come si è potuto constatare in questa analisi, le crisi economico-finanziarie internazionali analizzate presentano alcuni tratti comuni. Tutte sono state precedute da un periodo di forte espansione economica e da un boom del credito verso le famiglie e le imprese; in tutti i casi la crisi è cominciata nell'area finanziaria per poi esplodere violentemente in quella economica, con i conseguenti cali del PIL, aumento della disoccupazione, instabilità dei mercati. In tutti i casi è stato necessario un intervento forte e mirato dei Governi nazionali e delle organizzazioni mondiali (Banca Mondiale e FMI).

Le crisi analizzate, a partire dalla Grande Crisi iniziata nel 1929, hanno evidenziato che la durata della recessione può essere più o meno duratura a seconda delle capacità e possibilità di ripresa che il sistema riesce a trovare[444]. Come si è potuto osservare, le reazioni di Hoover furono insufficienti e tardive; con l'arrivo al potere di Roosvelt invece, pur non derogando ai principi del libero mercato, decise che lo Stato dovesse intervenire nell'economia in periodi di crisi. Le due manovre principali possono essere riassunte come segue: 1) nuovi flussi di credito per poter dare respiro all'economia e permettere alle banche di continuare ad erogare prestiti; 2) forti investimenti pubblici in infrastrutture per aumentare l'occupazione. Tali manovre, che verranno esposte in maniera esaustiva da Keynes (Teoria generale dell'occupazione dell'interesse e della moneta – 1936), permisero agli USA di riprendere il proprio ruolo di locomotiva economica a livello mondiale. Tutto questo ovviamente era possibile solo attraverso un aumento controllato del debito pubblico.

Per uscire dalla crisi detta cosiddetta *New Economy* nel 2001, gli Stati Uniti adottarono i rimedi pensati da Keynes per uscire dalla Grande Crisi del 1929-1933, cercando di aumentare il PIL principalmente in tre modi:

- Facendo aumentare i consumi delle famiglie, il che si può raggiungere con un aumento dei salari e un abbassamento delle imposte;
- Favorendo gli investimenti delle imprese mediante l'abbassamento dei tassi di interesse applicati dalle banche sui prestiti;
- Facendo aumentare la spesa pubblica addirittura in *deficit spending*, ossia senza copertura finanziaria. Questa spesa pubblica può essere realizzata all'interno della nazione costruendo opere pubbliche e infrastrutture, oppure, se all'interno si presentano difficoltà insormontabili, si può cercare una soluzione sull'area estero

444 R. DI MARCO, E. MONTAGNA, F. SOLDANI, *Scrivere il domani: logica del capitale, intelletto scientifico e riproduzione di società*, Pendragon Ed., 2003, p. 105.

mediante un conflitto armato e la conseguente ricostruzione del paese avversario vinto.

E' sulla base di queste ricette che negli Stati Uniti si è proceduto per sostenere il PIL, soprattutto con lo strumento della guerra (è quello che in gergo è detto il "keynesismo militare"[445]: a seguito dell'attacco terroristico dell'11 Settembre, gli Stati Uniti si impegnarono dapprima in Afghanistan nel 2001, ma soprattutto in Iraq dal 2003), con l'obiettivo di rilanciare la produzione nazionale tramite le commesse belliche e la riduzione del prezzo del petrolio che si sarebbe guadagnato quando, dopo la vittoria, sarebbero finalmente affluite sul mercato le ingenti riserve dell'Iraq. Dall'altro lato, *anche la Federal Reserve* si precipitò a fare la sua parte, abbassando il tasso ufficiale di sconto fino ai livelli osservati nel capitolo 2. L'abbassamento dei tassi incoraggiò la stipula di mutui immobiliari ipotecari a tasso variabile rispetto a quelli a tasso fisso, così che le rate da pagare risultino nel tempo, col tasso d'interesse che diminuisce, sempre più ridotte. Una rapida espansione del credito, specie di quello ipotecario, ha sospinto verso l'alto i prezzi degli immobili, i quali a loro volta fanno aumentare il valore delle garanzie reali e quindi l'ammontare del credito che il settore privato può ottenere. Quindi è stato il forte allentamento della politica monetaria nei principali paesi avanzati a dar origine al grande flusso di liquidità mondiale. Purtroppo, le spese elevatissime della guerra in Iraq e il conseguente aumento del prezzo del petrolio, hanno portato ad un forte disavanzo federale, ma ciò non ha creato inflazione. Questo perché le famiglie americane, solleticate dal credito facile a disposizione, hanno cominciato ad acquistare le merci straniere importate dalla grande distribuzione commerciale perché più a buon mercato rispetto alle merci nazionali. Così facendo, nonostante l'aumento della domanda, si sono potuti tenere sotto controllo i prezzi, ma la bilancia commerciale, ossia la differenza delle esportazione dalle importazioni, è finita in un crescente disavanzo. Per raddrizzare la bilancia commerciale si è proceduto a svalutare il dollaro così da rendere le esportazioni americane più favorevoli; contemporaneamente la Fed, per raffreddare la frenesia creditizia, rialzò il tasso d'interesse dall'1% dell'estate 2003 al 5,25% di metà 2007. Questo breve riassunto della crisi scoppiata nel settore immobiliare nel 2007, a ben vedere ci mostra alcune caratteristiche comuni alle altre crisi analizzate.

Come nel '29, anche nel 2007 gli investitori stavano adottando strategie troppo rischiose, improntate solo alla ricerca del rendimento e di facili guadagni.

---

[445] Cfr., L. VASAPOLLO, *Trattato di economia applicata. Analisi critica della mondializzazione capitalistica,* Jaca Book ED., 2007, p. 314.

Anche in Asia nel 1997, dove gli investitori internazionali avevano fatto affidamento su una crescita continua dei paesi del Sud-Est Asiatico, quando le prospettive di crescita non furono più soddisfacenti, cominciarono a ritirare i propri investimenti da questa regione. Esattamente come nel 2007 si immaginava che il prezzo delle case potesse continuare a salire, anche nel 2015 in Cina, si pensava che il valore degli immobili potesse continuare a salire e che il Paese del dragone potesse continuare a crescere a ritmi molto elevati.

Ecco che allora diventa fondamentale riconoscere il ruolo delle aspettative: degli investitori e delle banche da una parte, ma anche delle famiglie e dei piccoli risparmiatori. Di sicuro, il ruolo avuto dalle Banche Centrali di tutto il mondo è stato fondamentale per contenere i danni che sono avvenuti, tanto che il Presidente della BCE, Mario Draghi, il 25 luglio 2012, al culmine della crisi finanziaria, aveva affermato che la BCE avrebbe salvato l'Euro, "*whatever it takes",* ovvero ad ogni costo. Un giornalista del Financial Times le aveva definite come le tre parole più efficaci della storia[446]. Le parole del Presidente, durante la conferenza alla Global Investment Conference di Londra, hanno avuto da subito l'effetto di raffreddare la tensione sui titoli di stato europei e sui relativi *spread.* La decisione della BCE di utilizzare qualsiasi mezzo per impedire il fallimento dei Paesi in difficoltà, ha modificato indubbiamente il corso della crisi dell'Eurozona.

Il noto economista statunitense, Hyman Philip Minsky, ha cercato di spiegare e mettere in evidenza gli elementi comuni, in diversi periodi, durante le crisi economiche[447]. Secondo l'economista, durante i periodi di espansione e di boom economico, quando il flusso di cassa delle imprese supera la quota necessaria per il pagamento dei debiti, si sviluppa un'euforia speculativa. I soggetti economici (Stato, banche, imprese, famiglie) sono quindi spinti a credere che vi saranno rialzi importanti nel valore delle loro attività. A ciò si aggiunge in questo frangente un'espansione del credito che alimenta ulteriormente l'ottimismo. D'altra parte, durante i periodo di boom economico, si vengono a creare le premesse per la crisi successiva: infatti le banche si trovano a dover finanziare le proprie attività a lungo termine con passività di breve periodo e contemporaneamente risulta difficoltoso reperire la liquidità presso i risparmiatori. Quando i debitori non riescono più a far fronte ai propri impegni si innesca la crisi, la quale viene aggravata dall'aumento dei tessi di interesse e dell'aumento dell'avversione al rischio degli investitori. Diversamente però da quanto ipotizzato da Minsky, l'ultima crisi economico-finanziaria ha avuto come attori principali le famiglie

---

446 Financial Times, *Mario Draghi's 'whatever it takes' may not be enough for the euro,* 7 aprile 2014,http://www.ft.com/intl/cms/s/03b1e368-be3d-11e3-b44a-00144feabdc0.html#axzz37RmyAzG2

447 Cfr., H.P. MINSKY, *Keynes e l'instabilità del capitalismo,* Bollati Boringhieri Ed., Torino, 1981.

piuttosto che le imprese, le quali non sono più riuscite a rispettare i propri impegni con le banche.

Minsky attribuisce alla banca centrale la funzione di prevenire il crollo finanziario, assolvendo il suo ruolo di "prestatore di ultima istanza". In altri termini, l'economista assegna alla politica monetaria il compito d'introdurre elementi di stabilità in un'economia intrinsecamente instabile. Inoltre, lo Stato attraverso la spesa pubblica può prevenire o attenuare la depressione economica[448]. Il modello di Minsky, che prende il nome di Ipotesi di Instabilità Finanziaria, si fonda sull'idea che la fragilità del sistema finanziario abbia una caratteristica endogena, in quanto è dipendente dai comportamenti delle singole unità (cioè gli operatori finanziari, siano essi individui o aziende) che adottano, in corrispondenza di fasi di grande espansione economica, comportamenti dal carattere speculativo, con un eccessivo livello di indebitamento e quindi con una struttura sempre più legata all'andamento dei tassi di mercato[449]. L'analisi che abbiamo eseguito è di tipo storico-economico perché come scrisse Kindleberger (Comparative political economy: a retrospective – 2000) per gli storici ogni evento è unico nel suo genere. Gli economisti, invece, sostengono che le forze della società e i comportamenti degli attori sociali siano ripetitivi. La storia è particolare, l'economia è generale"[450]. L'idea centrale della teoria di Minsky consiste nel sostenere come un sistema finanziario di per sé stabile possa trasformarsi in un sistema fragile sulla scia dei mutamenti che solitamente caratterizzano le relazioni tra i flussi di cassa: egli individua nella stessa stabilità finanziaria l'origine di una possibile evoluzione destabilizzante[451].

Keynes, osserva Minsky, considerò le situazioni di crisi non come eventi straordinari ed eccezionali, ma come caratteristiche intrinseche al sistema capitalistico, la cui economia è soggetta ad un andamento essenzialmente ciclico. Infatti nel susseguirsi dei cicli, ciascuno stadio raggiunto è solamente temporaneo, nel senso che il sistema mette in funzione dei meccanismi che alterano il successivo comportamento dell'economia. E'in particolare il comportamento del settore finanziario a determinare i diversi stati dell'economia: è il sistema finanziario a regolare l'andamento degli investimenti, in senso espansivo o restrittivo. La morale del messaggio keynesiano è che il sistema finanziario governa l'andamento dell'intera

---

[448] Cfr., H.P. MINSKY, *Keynes e l'instabilità del capitalismo,op. cit.*

[449] Cfr., G. DEGASPERI, *La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger,* Tech Report n. 5, Agosto 1999.

[450] C.P. KINDLEBERGER, *Comparative political economy: a retrospective,* MIT Press, 2000, p. 319.

[451] G. DEGASPERI, *La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger, op. cit.*

economia[452]. La sua teoria ciclica dei boom e delle crisi è servita a Kindleberger come premessa su cui costruire uno dei suoi lavori più importati[453]. La convinzione che in una fase di stabilità, specie se duratura nel tempo, le crisi debbano essere considerate solo come anomalie del passato, la ritroviamo anche alla base dell'analisi recente di Rogoff nel libro *"Questa volta è diverso"*[454], in particolare per quella che egli chiama la "Seconda grande contrazione", cioè la lunga fase di crisi economica che stiamo ancora vivendo dalla fine del 2007 ad oggi. Nel sistema che si è creato, la caratteristica principale degli operatori economici era infatti quella di possedere portafogli e titoli che consentissero di acquisire il controllo o la proprietà di beni capitali, in un contesto di incertezza assolutamente speculativo. La speculazione, osserva Minsky, riguarda infatti tutti gli operatori economici: le imprese e le famiglie speculano sul modo di acquistare attività attraverso prestiti, le banche speculano sulla composizione sia del loro attivo che del loro passivo[455]. La natura speculativa di queste ultime, deriva dalle loro stesse modalità di finanziamento e di impiego, cioè dal fatto che le banche fanno prestiti a lunga scadenza e ricevono crediti a breve. La maggior parte dei crediti concessi nei periodi di boom è infatti a breve scadenza, e quando le passività sono a breve termine sorge la necessità di rifinanziarle, spesso emettendo nuovo debito. Ma quando, terminata la fase di boom, i venditori prevalgono sui compratori, le singole attività diventano illiquide, i prezzi crollano, i valori azionari cadono, gli investimenti si contraggono ed inizia una fase di recessione che viene acuita da un processo di contrazione del credito. Ne deriva un periodo nel quale l'economia si trova in una condizione di depressione, con la caduta del reddito e l'aumento della disoccupazione. È questo, il cosiddetto *Minsky Moment*, osserva John Cassidy nel libro "*Come crollano i mercati*" (2011), cioè quella situazione in cui anche i soggetti più solidi economicamente non riescono più ad ottenere il denaro per le prorie attività[456].

Abbiamo constatato come non esista però una soluzione univoca ai problemi dell'economia; esistono invece strategie differenti, che si adattano alle diverse fasi del ciclo economico, tutte orientare a conseguire però i due obiettivi fondamentali per la visione keynesiana, e cioè la piena occupazione e l'equa distribuzione del reddito. Keynes propone

---

[452] Cfr., H.P. MINSKY, *Keynes e l'instabilità del capitalismo,op. cit.*

[453] Cfr., C.P. KINDLEBERGER, *Euforia e panico Storia delle crisi finanziarie,* Laterza Ed., 1981.

[454] C.M REINHART, K.S. ROGOFF, *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria,* Il Saggiatore, 2010.

[455] G. DEGASPERI, *La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger, op. cit.,* p. 20.

[456] J. CASSIDY, *Come crollano i mercati,* Einaudi, 2011.

una versione riformista del capitalismo, che viene mantenuto come libero mercato, ma che nel contempo è accompagnato dal controllo sociale degli investimenti e da una distribuzione molto più egualitaria dei redditi. E' però con la ripresa dell'economia che gli operatori economici torneranno a rischiare, conclude Minsky, è la stabilità che crea al suo interno degli effetti destabilizzanti[457].

Ciò che ha dato origine alla crisi del 2007, ma che trova fattori comuni anche nella altre crisi studiate, lo ha esplicitato molto bene Lorenzo Bini Smaghi: secondo lui il periodo precedente alla crisi è stato caratterizzato da un'eccessiva espansione del credito[458]. Nel proseguo del suo intervento, egli fece riferimento che a metà 2007 il rapporto credito/PIL mondiale depurato del *trend*, che rappresenta un indicatore di rischio di bolle speculative, aveva superato la soglia di allarme, eppure non si fece nulla in tal senso. Anche l'analisi dei vari segmenti di mercato confermavano l'eccessiva facilità con cui era stato erogato il credito bancario; si pensi alla forte espansione dei prestiti per operazioni di *leveraged buyout* (LBO)[459].

Le banche, come analizzato nel capitolo 2, hanno potuto erogare prestiti oltre i limiti grazie all'uso delle cartolarizzazioni. Bini Smaghi poi fa riferimento ad una leva finanziaria eccessiva, soprattutto nelle costruzioni e nelle imprese immobiliari, che dal 2003 alla metà del 2007, hanno portato le banche ad erogare, in misura troppo elevata e con troppa semplicità, prestiti alle imprese nel settore delle costruzioni e delle attività immobiliari[460]. Questo è ciò che è avvenuto negli Stati Uniti negli anni Venti e negli anni Duemila, ma anche più recentemente in Cina. Il suo discorso prosegue con un'analisi della politica monetaria, cercando di confrontare il ruolo del tasso di interesse sulle politiche adottate da Ben Bernanke[461], secondo cui non esiste una correlazione tra il livello dei tassi d'interesse e il credito bancario, in particolare quello immobiliare. Dall'altra parte, altri studi indicano il contrario: ovvero che il basso livello dei tassi di interesse può incidere sulle valutazioni, sui redditi e sui flussi di cassa, che a loro volta possono modificare il modo in cui le banche

---

457 Cfr., H.P. MINSKY, *Keynes e l'instabilità del capitalismo,op. cit.*

458 L. BINI SMAGHI, Membro del Comitato esecutivo della BCE, Ernst & Young Business School, Milano, 29 gennaio 2010.

459 I prestiti sindacati erogati per il finanziamento di LBO nell'area dell'euro hanno raggiunto un importo annuo di quasi 140 miliardi di euro intorno alla metà del 2007; nel periodo 2005-2007 i prestiti per LBO hanno costituito circa il 13% del totale del mercato dei prestiti sindacati rispetto a circa il 6% registrato sia prima che dopo gli anni del boom, in base ai dati di Dealogic.

460 Cfr. anche il riquadro *Prestiti delle IFM alle società non finanziarie: andamenti per settore* nel Bollettino mensile della BCE di dicembre 2009.

461 B. BERNANKE, "*Monetary Policy and the Housing Bubble",* discorso pronunciato all'Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, 3 gennaio 2010.

valutano i rischi attesi connessi ai crediti erogati[462]. Infine, ma non da meno i bassi tassi d'interesse agevolano la leva finanziaria. In conclusione del suo intervento disse che tali politiche del credito espansivo sono state incoraggiate da una vigilanza non adeguata delle istituzioni e da un'allentata normativa prudenziale, favorita anche dall'influenza troppo elevata che il sistema finanziario ha avuto sui meccanismi regolamentari. Tutto ciò ha provocato la più grande crisi dal dopoguerra.

È diventata famosa la domanda che pose, nel novembre 2008, sua Maestà la Regina Elisabetta II alla London School of Economics, di fronte a un grafico con l' andamento dei mercati finanziari. La Regina chiese come fosse stato possibile che nessuno si fosse accorto dell'arrivo imminente di questa crisi[463]. Il professor Luis Garicano, Direttore del Dipartimento di Management della Lse, le rispose dicendo che in ogni momento di questa fase, qualcuno faceva affidamento su qualcun altro e tutti pensavano di fare la cosa giusta.

462 T. ADRIAN E H.S. SHIN (2009a), "Money, Liquidity, and Monetary Policy", *American Economic Review, P&P*, vol. 99, n. 2, pp. 600-605. J.B. TAYLOR (2009), The Financial Crisis and the Policy Responses: an Empirical Analysis of What Went Wrong", *National Bureau of Economic Research* Working Paper *Series*, n. 14631.

463 Discorso tenuto dalla Regina Elisabetta II alla London School of Economics di Londra, 13 novembre 2008.

BIBLIOGRAFIA

- 69ª Relazione Annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali;
- À PANZER M., *Il debito cinese, pubblico e privato, supera il 250% del PIL*, Il Sole 24 Ore, 15 giugno 2015;
- Aa. Vv., (1975), da Accademia delle Scienze dell'URSS, *Storia universale* - vol IX, Teti Editore, Milano;
- Aa. Vv., (2011), *The financial crisis inquiry report*, Cosimo Inc., New York;
- Aa. Vv., (2013), *La crisi del debito sovrano degli stati dell'euro,* Giappichelli, Torino;
- ABEL, A.B., BERNANKE, B., (2005), *Macroeconomics*, Pearson Addison Wesley, Boston;
- ADAM R., TIZZANO A., (2014), *Manuale di diritto dell'Unione Europea*, Giappichelli, Torino;
- ADRIAN T., SHIN H.S. (2009), *Money, Liquidity, and Monetary Policy*, American Economic Review, P&P, vol. 99, n. 2, New York;
- AJASSA G., *Lo sboom immobiliare americano rischia di ridurre la crescita europea*, La Repubblica, 23 ottobre 2006;
- ALESINA, A., *La crisi del 1929 e le sue false morali*, Il Sole 24 Ore, 20 maggio 2009;
- ALESINA, A., *Perché questa crisi è diversa da quella del '29*, Il Sole 24 Ore, di Giuseppe Chiellino, 16 settembre 2008;
- ALLEN L., (2002), *Il sistema finanziario globale. Dal 1750 ad oggi,* Mondadori, Milano;
- AMATO M., FANTACCI L., (2009), *Fine della finanza*, Donzelli Ed., Roma;
- ASTARITA, C., *Perché Pechino ha svalutato lo yuan,* Panorama, 13 agosto 2015;
- ATTALI J., (2007), *Breve storia del futuro*, Fazi Ed., Roma;
- BAGELLA M., (2015), *L'euro e la politica monetaria – Seconda edizione*, Giappichelli, Torino;
- BAKER D., (2008) *The housing bubble and the financial crisis*, Real-world economics review, issue no. 46;
- BALZANI R., DE BERNARDI A., (2003), *Storia del mondo contemporaneo*, Mondadori, Milano;
- BANCA D'ITALIA, Relazioni annuali 2007, 2008;
- BARLAAM R., *Crisi mercati, Fmi: aiuti di Stato per risolvere problemi banche*, Il Sole 24 Ore, 8 Aprile 2008;

- BASSO F., *Ma che cosa succede se un paese va in default?*, Il Corriere della Sera, 2 novembre 2011;
- BATTAGLIA G., *Cina, crollo delle borse dovuto a esercito di piccoli azionisti "non informati"*, Il Fatto Quotidiano, 9 luglio 2015;
- BATTAGLIA G., *Cina, Pil a +7% nel secondo trimestre. I dubbi degli osservatori sull'attendibilità*, Il Fatto Quotidiano, 15 luglio 2015;
- BCE, *Bollettino economico*, n. 6 – 2015;
- BCE, *Monthy Bulletin*, September 2007;
- BENETAZZO E., (2005), *Duri e puri. Aspettando un nuovo 1929*, La Riflessione, Cagliari;
- BERTINI F., (2006), *Risorse, conflitti, continenti e nazioni,* Firenze University Press, Firenze;
- BINI SMAGHI L., Ernst & Young Business School, Milano, 29 gennaio 2010;
- BIRASCHI P., CARETTA A., PADRINI F., (2009), *Il piano europeo di ripresa economica tra vincoli e opportunità*, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Note tematiche, n. 13 - Novembre 2009, Roma;
- BIS, 79ª Relazione annuale 2008/2009, *The global financial crisis,* Basilea, 29 giugno 2009*;*
- BONVICINI G., BRUGNOLI F., (2012), *Il Fiscal Compact*, Edizioni Nuova Cultura, Roma;
- BORIO C., DREHMANN M., (2009), *Assessing the risk of banking crises - revisited*, Quarterly Review della BRI, Banca dei regolamenti internazionali;
- BORIO C., LOWE, E P., (2004), *Securing sustainable price stability: Should credit come back from the wilderness?*, Working Paper della BRI, n. 157, Banca dei regolamenti internazionali;
- BORSA G., (1997), *Asia Major. Continua il miracolo asiatico?*, il Mulino, Bologna;
- BOSIO R., (2010), *Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica*, EMI, Bologna;
- BRACCO G., CARRERAS A., DAVIS T.J., FONTANA G.L., (2005), *Dall'espansione allo sviluppo: una storia economica d'Europa*, Giappichelli, Torino;
- BRENDON P., (2000), *The dark valley: A panorama of the 1930s*, Knopf, New York;
- BUFFET W., (2002), *Chairman's letter*, in Berkshire Hathaway Inc., Annual Report;
- CAMPIGLIO L., CARVELLI M., DE PONTI G., e altri autori, (2014), *Quale futuro per l'Europa?: percorsi per una rinascita*, BUR, Pavia;

- CANDELORO G., (1981), *Storia dell'Italia moderna: il fascismo e le sue guerre*, *Vol. IX*, Feltrinelli, Milano;
- CAPRIGLIONE F., (2009), *Crisi a confronto (1929 e 2009)*, CEDAM, Padova;
- CARLI G., (2006), *L'economia della federazione russa: transizione, dinamiche strutturali, aspetti internazionali*, Luiss, Roma;
- CARLINI V., *Le cinque cause della "tempesta" su Pechino*, Il Sole 24 Ore, 28 luglio 2015;
- CARLTON D.W., PERLOFF J.M., (2005), *Organizzazione industriale – Seconda ed.*, McGraw-Hill Companies, Milano;
- CARRER S., *Cina, svalutazione-record dello yuan per rilanciare l'economia*, Il Sole 24 Ore, 11 agosto 2015;
- CASSIDY J., (2011), *Come crollano i mercati*, Einaudi, Torino;
- CHANDRASEKHAR C.P., GHOSH J., (2002), *Finance and the elusive recovery*, in P.P. Masina (a cura di), *Rethinking development in East Asia: from illusory miracle to economic crisis*, RoutledgeCurzon, Richmond;
- CHAVEZ, A.H., (2005), *Storia del Messico*, Bompiani, Milano;
- COLOMBINI F., CALABRÒ A., (2009), *Crisi globale e finanza innovativa: irrazionale creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito*, UTET, Torino;
- CONSOB, *Risk Outlook n. 5*, dicembre 2012;
- COSSETTA, A., (2009), *Sviluppo e cooperazione. Idee, politiche, pratiche*, FrancoAngeli, Milano;
- COVA, A., (2002), *Economia, lavoro e istituzioni nell'Italia del Novecento,* Vita e Pensiero, Milano;
- DA ROLD V., *Investimenti cinesi in Africa in calo dell'84%,* Il Sole 24 Ore, 22 ottobre 2015;
- DA ROLD V., *Sostegni all'economia – Le stime su crescita e conti pubblici*, Il Sole 24 Ore, 1 aprile 2009;
- DAWSON, A.S., (2008), *Il sogno del primo mondo. Il Messico dal 1989*, EDT, Torino;
- DE GRAUWE P., (2012), *Economia dell'unione monetaria – Nona edizione*, il Mulino, Bologna;
- DE LUCA D.M., *Il fallimento di Lehman Brotehrs*, Il Post, 15 settembre 2012;
- DE VITO G.N., (2015), *Economia politica. Strumenti ed esercizi*, Maggioli, Rimini;

- DEGASPERI G., (1999), *La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger,* Tech Report n. 5, Trento;
- DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., (2014), *Il sistema bancario e la crisi finanziaria,* Cacucci, Bari;
- DI DONFRANCESCO G., *Yuan stabile, ma la svalutazione non convince*, Il Sole 24 Ore, 20 agosto 2015;
- DI GASPARE G., (2012), *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, Padova;
- DI MARCO R., MONTAGNA E., SOLDANI F., (2003), *Scrivere il domani: logica del capitale, intelletto scientifico e riproduzione di società*, Pendragon Ed., Bologna;
- DI MASCIO, A., (2013), *Investire con l'analisi fondamentale – II edizione: dall'asset allocation allo stock picking,* EGEA, Mulino;
- DUNCAN R., *Bring back the link between gold and the dollar*, Financial Times, 23 novembre 2008;
- EASTERLY W., (2006), *Lo sviluppo inafferrabile. L'avventurosa ricerca della crescita economica nel Sud del mondo*, Mondadori, Milano;
- EATWELL J., (1997), *International Financial Liberalization: The impact on world development*, UNDP Discussion Papers n. 12;
- Enciclopedia Treccani;
- FATIGUSO R., *Il brusco stop cinese rischia di bloccare le riforme*, Il Sole 24 Ore, 23 agosto 2015;
- FATIGUSO R., *La Banca centrale cinese inietta 30 miliardi di dollari per rassicurare i mercati e garantire la liquidità del sistema,* Il Sole 24 Ore, 25 agosto 2015;
- FISHER I., (1906), *The nature of capital and income*, MacMillan, New York;
- FISHER I., (1933), *The debt deflation theory of great depression, Econometrica, Vol. 1, No. 4,* New York*;*
- FORTIS M., *Usa, la crescita c'è ma costa cara*, Il Sole 24 Ore, 11 settembre 2012;
- FRANK, A.G., (2004), *Per una storia orizzontale della globalizzazione,* Rubbettino, Catanzaro;
- GABELLINI G., (2014), *Caos: Economia, strategia e geopolitica nel Mondo globalizzato,* Fuoco Ed., Roma;
- GALBRAITH, J. K., (1972), *Il grande crollo*, Bollati Boringhieri, Torino;
- GALBRAITH, J. K., (2009), Il grande crollo, BUR, Pavia;
- GALLINO L., (2013), *Il colpo di stato di banche e governi*, Einaudi, Torino;

- GAMBINI, A., (2006), *Il crollo dei regimi di cambio fisso*, Università Politecnica delle Marche – Dipartimento di Economia;
- GATTI F., (2002), *Storia del Giappone contemporaneo*, Mondadori, Milano;
- GIAVAZZI F., AMIGHINI A., (2009), *La crisi del 2007-2010, Macroeconomia*, il Mulino, Bologna;
- GILPIN R., (2001), *Le insidie del capitalismo globale*, Egea, Milano;
- GOLDMANS SACHS, *Outlook 2015*;
- GORTON G.B., (2014), *Perché non vediamo le crisi*, FrancoAngeli, Roma;
- GUARNIERI F., (1988), *Battaglie economiche*, il Mulino, Bologna;
- IMF – *World Economic Outlook*, aprile 2014;
- IMF Survey, 23 Ottobre 1995;
- IMF Survey, *World Economie Outlook*, maggio 1998;
- IMF, *Making the global economy work for all*, Annual Report, 2008;
- Istat – rapporto 2014;
- JADELUCA P., *Hong Kong-Shanghai, la capitale degli scambi*, La Repubblica, 20 aprile 2015;
- JONES R., (2007), *Thailandia*, Morellini Ed., Milano;
- KEYNES J.M., (2006), *La teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino;
- KINDLEBERGER C.P., (1981), *Euforia e panico Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma-Bari;
- KINDLEBERGER C.P., (2002), *Comparative political economy: a retrospective*, MIT Press, Cambridge;
- KINDLEBERGER C.P., (2003), *I primi del mondo. Come nasce e come muore l'egemonia delle grandi potenze*, Donzelli, Roma;
- KRUGMAN P. R., (1994), *The Myth of Asia's Miracle*, Foreign Affairs, Vol.73;
- KRUGMAN P. R., (2009), *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, Milano;
- KRUGMAN P. R., *Asia: what went wrong?*, Fortune, 2 marzo 1998;
- KRUGMAN P.R., (2007), *Economia Internazionale – volume 1*, Pearson Addison Wesley, Milano;
- KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., (2007), *Economia internazionale – volume 2*, Pearson Addison Wesley, Milano;

- KUPCHAN C.A., (2003), *La fine dell'era americana. Politica estera americana e geopolitica del ventunesimo secolo*, Vita e Pensiero, Milano;
- LAEVEN L., VALENCIA F., (2008), *Systemic Banking Crises: A New Database*, IMF Working Paper, No. 08/224;
- LAN L., *Urbanization to boost spending*, China Daily, 14 maggio 2015;
- LARROUTUROU P., (2012), *Svegliatevi! Perché l'austerità non può essere la risposta alla crisi*, Piemme, Milano;
- LEON P., (1979), *Storia economica e sociale del mondo. Guerre e crisi 1914-1947, Tomo secondo*, Laterza, Roma-Bari;
- LIEBERMAN M., HALL R.E., (2010), *Principi di economia*, Maggioli Editore, Rimini;
- LOPS V., *Qual è il reale rischio di contagio della bolla in Cina sui mercati europei?*, Il Sole 24 Ore, 27 luglio 2015;
- LUZZATO G., (1960), *Storia economica, vol. II*, CEDAM, Padova;
- MARELLI E. P., SIGNORELLI M., (2015), *Politica economica: le politiche del nuovo scenario europeo e globale*, Giappichelli, Torino;
- MASINA P.P, (2002), *East Asian Economic Crisis – or a global one? Implications for the international system*, NIAS Nyt, n. 1;
- MASINA P.P, (2012), *La Cina e le Nazioni Unite: dall'esclusione al potere di veto*, Carocci, Roma;
- MASINA P.P, (2014), *Il Sud-Est Asiatico in trappola*, Edizioni Nuova Cultura, Roma;
- MILESI-FERRETTI G.M., RAZIN A., (1996), *Current Account Sustainability: Selected Asian and Latin American Experiences*, IMF Working Paper n. 110;
- MINGARDI, A., (2009), *La crisi ha ucciso il libero mercato?*, IBL Libri, Torino;
- MINSKY H.P., (1981), *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Bollati Boringhieri Ed., Torino;
- MINSKY H.P., (1982), *Can "It" happen again? Essays on Instability and Finance*, M.E. Scarpe, New York;
- MISHKIN F.S., EAKINS S.G., FORESTIERI G., (2007), *Istituzioni e mercati finanziari*, Mondadori, Milano;
- MISHKIN F.S., *The causes and propagation of financial instability: lessons for policymakers. Maintaining financial stability in a global economy*, Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 28-30 agosto 1997;

- MULLINS E., (1983), *The secrets of the Federal Reserve*; Bankers Research Institute, Staunton, VA;
- NANTO D.K., (2009), *The global financial crisis: analysis and policy implications,* DIANE Publishing, New York;
- NAPOLITANO G., (2012), *La crisi del debito sovrano e il rafforzamento della governance economica europea*, in *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, a cura di G. Napolitano, il Mulino, Bologna;
- NARDOZZI G., *Addio "Chimerica", nuove basi per la ripresa*, Il Sole 24 Ore, 29 gennaio 2009;
- OCSE, *Valutazione Intermedia*, settembre 2015;
- ONOFRI P., (2009), *La crisi e i suoi cattivi maestri*, il Mulino, Bologna;
- PASETTI M., (2011), *Storia dei fascismi in Europa*, Archetipo Libri. Bologna;
- PIERRI, A., (2013) *L'Asia orientale attraverso le crisi,* Working paper n. 17;
- PIKETTY T., (2013), *Il capitale nel XXI secolo*, Bompiani, Milano;
- PLATERO M., DONADDIO M., *Le radici della crisi nel crollo delle Torri*, Il Sole 24 Ore, 4 settembre 2011;
- PROCACCI G., (2014), *Storia del XX secolo,* Mondadori, Milano;
- RAJAN R.G., (2005), *Has financial development made the world riskier?*, Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City;
- RAVIOLO G., (2009), *La crisi globale: da Bretton Woods ai mutui subprime*, GAIA srl – Edizioni Univ. Romane;
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., (2010), *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria,* Il Saggiatore, Milano;
- ROMANO, B., *Sul tavolo l'evoluzione dell'EFSF in una banca,* Il Sole 24 Ore, 24 settembre 2011;
- SABATELLI I., (2009), *La supervisione sulle banche. Profili evolutivi*, Wolters Kluwer Italia, Milano;
- SALA I.M., *Che cos'è e come è nata la bolla cinese*, La Stampa, 27 luglio 2015;
- SALA I.M., *La Cina evita il crollo in Borsa con 100 miliardi alle banche*, La Stampa, 20 agosto 2015;
- SAYERS R.S., (1976), *The bank of England, 1891-1944*, CUP Archive, Cambridge;
- SCISO E., (2012), *Appunti di diritto internazionale dell'economia,* Giappichelli, Torino;

- SHARMA S., (2003), *The Asian financial crisis: new international financial architecture*, Manchester University Press, Manchester;
- SHILLER R.J., (2009), *Euforia irrazionale: alti e bassi di Borsa*, Il Mulino, Bologna;
- SHIRAKAWA M., (2009), *Unconventional monetary policy – central banks: facing the challenges and learning the lessons*, Remarks at the Conference co-hosted by the People's Bank of China and the Bank of International Settlements (Shanghai, 8 August 2009), BIS Review;
- SHLAES, A., (2011), *L'uomo dimenticato,* Feltrinelli, Milano;
- SINISCALCO D., *Su una lama di coltello,* La Stampa, 5 ottobre 2008;
- SOFRI G., (1995), *Gandhi e l'India*, Giunti, Firenze;
- SORRENTINO R., *Mister Rajan che nel 2005 disse: 'Attenti alla crisi'*, Il Sole 24 Ore, 15 luglio 2010;
- STIGLITZ J.E., (2001), *In un mondo imperfetto: stato, mercato e democrazia nell'era della globalizzazione*, Donzelli Ed., Roma;
- STIGLITZ J.E., (2002), *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, Torino;
- STIGLITZ J.E., (2008), *Stabilità non solo crescita*, Francesco Brioschi, Milano;
- STRANGE S., (1999), *Denaro impazzito. I mercati finanziari: presente e futuro*, Edizioni di comunità, Torino;
- STUDENSKI P., KROOS H., (2004), *Financial History of the United States.*, Beard Books, Washington D.C.;
- SUM N.L., (2002), *The material, strategic and discoursive dimensions of the "Asian Crisis" and subsequent developments*, in P.P. Masina (a cura di), Rethinking development in East Asia, Curzon, Richmond London;
- TARGETTI F., FRACASSO A., (2008), *Le side della globalizzazione: storia politica e istituzioni*, Francesco Brioschi, Milano;
- TAYLOR J.B., (2009), *The Financial Crisis and the Policy Responses: an Empirical Analysis of What Went Wrong*, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, n. 14631, Cambridge;
- FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, (2011), *The financial crisis inquiry report*, Official Government Edition, Washington D.C.;
- TONIOLO G., *Debiti sovrani senza angoscia*, Il Sole 24 Ore, 11 agosto 2010;
- VAGGI G., (1998), *L'Asia Orientale: il tramonto dopo la crescita?*, Università degli Studi di Pavia, in *L'Asia tra Recessione Economica e Minaccia Nucleare* – Asia Major, a cura di Giorgio Borsa, il Mulino, Bologna;

- VALLI V., (2005), *Politica Economica,* Carocci, Roma;
- VASAPOLLO L., (2007), *Trattato di economia applicata. Analisi critica della mondializzazione capitalistica*, Jaca Book Ed., Milano;
- VASAPOLLO L., (2009), *La crisi del capitale. Compendio di economia applicata. La mondializzazione capitalistica*, Jaca Book Ed., Milano;
- Verbale del *Federal Open Market Committee*, relative alla riunione del 28 e 29 luglio 2015;
- VON MISES L., (1997), *Governi distruttori di ricchezza. La teoria austriaca del ciclo economico*, Armando Editore, Roma;
- WARNER J., *The really worrying financial crisis is happening in China, not Greece*, The Telegraph, 9 luglio 2015;
- WIGMORE, B.A., (1985), *The crash and its aftermath: a history of securities markets in the United States*, 1929-1933, Greenwood Publishing Group, Westport;
- WILLIAMS C., (2010), *Thailandia,* EDT, Torino;
- WORLD BANK, (1993), *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press;
- WORLD DEVELOPMENT REPORT, 1989, 1997;
- ZAMAGNI V., (1999), *Dalla rivoluzione industriale all'integrazione europea: breve storia economica dell'Europa contemporanea*, il Mulino, Bologna;

SITOGRAFIA

- Bloomberg and IMF staff estimates – www.bloomberg.com
- Company Annual Reports – www.annualreports.com
- Dow Jones Industrial Average - www.djaverages.com
- EUROPEAN COMMISSION, European Economy, 7 september 2009
- Eurostat - http://ec.europa.eu/eurostat
- F. RECINE, P.G. TEIXEIRA, *The new financial stability architecture in the EU*, disponibile al sito: http://ssrn.com/abstract=1509304.
- FINANCIAL TIMES, *Mario Draghi's 'whatever it takes' may not be enough for the euro*, 7 aprile 2014
- FRBNY – www.newyorkfed.com
- http://am.jpmorgan.co.uk/investment-trusts/explained/what-is-an-investment-trust.aspx
- http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/euro_area_en.htm
- http://monthlyreview.org/2012/05/01/the-endless-crisis
- http://www.bis.org/publ/ar99i.pdf
- http://www.italcementigroup.com/NR/rdonlyres/00A66CEA-5BC7-45E2-B1B1-AF6CCB5D43FD/0/Tongbo_ITA.pdf
- http://www.szse.cn/main/en/
- http://www.worldeconomics.com/Data/MadisonHistoricalGDP/Madison%20Historical%20GDP%20Data.efp
- https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf
- IL MESSAGGERO, *Cina, il mercato immobiliare scivola per il sesto mese consecutivo*, 18 novembre 2014
- IL SECOLO XIX, *Cina, crollano le borse: sospesi oltre 1.200 titoli. "Clima di panico",* 8 luglio 2015
- IL SOLE 24 ORE, *La tripla bolla cinese, grande rischio per l'economia globale*, 16 luglio 2015
- Inside Mortage Finance Pubblications - http://www.insidemortgagefinance.com/
- LA REPUBBLICA, *La crisi cinese scatena il panico sui mercati*, 24 agosto 2015
- LA STAMPA, *Scoppia la bolla cinese, sospeso il 50% dei tioli*, 8 luglio 2015
- M. BLONDET, (2007), *Gli autori del crack*, www.effedieffe.com.

- MBRES - http://www.mbres.com/
- MILANO FINANZA, *La banca centrale cinese taglia i tassi*, 25 agosto 2015
- National Bureau of Economic Research – www.nber.org
- P. KRUGMAN, *What happened to Asia?*, web.mit.edu/krugman/www/disinter.html, 1998
- PACE D., (2014), *La moneta dell'utopia* – www.Lulu.com
- RAZIN A., *La crisi finanziaria mondiale: è come la grande depressione?*, Festival dell'economia di Trento, 31 maggio 2009
- SACHS J., (1998), *The IMF and the asian flu*, in The American Prospect no. 37 - http://epn.org/prospect/*37*/*37sachfs*.html
- The Conference Board (U.S. Leading Index) - www.conference-board.org
- THE ECONOMIST, *No thanks. The ramifications of a likely no vote may not be pleasant*, 4 Marzo 2010
- THE ECONOMIST, *The Miracle of the Sausage Maker*, 9 dicembre 1995
- www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime*, Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008
- www.bancaditalia.it
- www.bankpedia.org
- www.borsaitaliana.it
- www.borsaitaliana.it, *La crisi del '29 – Parte Seconda*, 30 maggio 2008
- www.borsaitaliana.it, *Mercati azionari: la "bolla" cinese*, 29 settembre 2015
- www.cgiamestre.com, *Crisi: l'attuale più pesante di quella del '29*, 15 aprile 2013
- www.euribor-rates.eu
- www.ilsole24ore.com
- www.larepubblica.it - Affari & Finanza, *Usa record disoccupati: 9,5%. E nell'Ue è al 9,8, mai così male*, 2 luglio 2009
- www.usgovernmentspending
- www.washingtonpost.com
- www.worldbank.org

"Le scelte fatte un tempo
Son giunte a compimento
E il cielo che difende
La svolta che c'è in me"

Ringraziamenti

Arrivati a questo secondo grande traguardo della mia vita accademica, non posso non condividere con tutti voi alcune delle persone che mi hanno accompagnato in questo cammino.

Papà Renzo e mamma Carla, grazie per non aver mai dubitato un solo istante nelle mie capacità e per avermi permesso di vivere la mia vita. Grazie perché mi avete accompagnato e sostenuto nei tanti momenti di difficoltà. Grazie per essere i miei modelli di vita.

Ai miei fratelli Chiara, Stefano e Mauro, a cui ho voluto dedicare questo lavoro: perché sappiano quanto è stato bello riscoprire di avervi come fratelli, nei momenti di gioia, ma anche in quelli difficili. Grazie perché avete sopportato le mie lacune e per la gioia che portate ogni giorno in casa.

Grazie a tutti i parenti, zii, cugini, che mi fanno sentire orgoglioso di far parte di questa grande e bellissima famiglia; grazie a mio nonno Angelo, perché sono sempre più convinto che sia un angelo mandato qui sulla terra.

Grazie agli amici storici della compagnia: Andrea M., Francesco V., Andrea C., Nicola S., Denis, Nicola P., Majcol, Denise, Susanna, perché c'erano, ci sono e ci saranno, sempre.

Grazie ad Eleonora e Federica, per aver condiviso con me non solo una parte dell'università, ma anche un'amicizia sincera e vera.

Grazie al gruppo "Unipd di nuovo insieme": Silvia, per la sua tenacia a portare a termine i lavori e per l'allegria che porti a chi ti sta attorno; Alessio, per non avermi mai detto di no a richieste d'aiuto di studio o per qualsiasi altra cosa; Paolo, per essere stato un ottimo compagno di lavoro e di vita; Alberto, perché nonostante tutto sei un grande, ma a volte ti avrei strangolato; Ionut, per aver portato sempre il tuo contributo ed allegria ogni volta che si stava insieme; Sara e Micol, per essere state colleghe solari e uniche. Grazie perché non avrei potuto trovare compagni, colleghi ed amici migliori di voi in questa avventura.

Grazie ad Irene ed Enrica, le mie cuginette che saranno sempre per me esempio di impegno e grande forza di volontà. Grazie per aver sempre tifato per me.

Grazie al gruppo giovani di Ramodipalo, per l'unione, la voglia di fare, di crescere e di vivere assieme questa vita.

Grazie ai giovani e alle coppie guida del Choice, perché hanno visto in me quella luce che si nascondeva da troppo tempo e mi hanno sostenuto in questo cammino. Grazie per il tempo che mi avete dedicato in questo cammino e per avermi fatto sempre sentire importante.
Infine ringrazio il Mister per tutte queste persone meravigliose che mi ha messo accanto, senza le quali non avrei potuto raggiungere questo traguardo. Grazie per gli sbagli e gli errori che mi hanno permesso di essere chi sono oggi.

Nel mezzo del cammin di nostra vita
mi ritrovai a non aver capito
ma poi ci fu una distrazione
o forse fu un'insolazione
a dirmi non c'è niente da capire
di tutte quelle strade
averne presa una
per tutti quegli incroci
nessuna indicazione
di tutte quelle strade
trovarsi a farne una
qualcuno ci avrà messi lì

Luciano Ligabue