



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

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE  
*L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE***

Tesi di laurea

**J.K. GALBRAITH E L'EUFORIA IRRAZIONALE DEL 1929**

***J.K. GALBRAITH AND THE IRRATIONAL EUPHORIA OF 1929***

Relatore:

Prof. TUSSET GIANFRANCO

Laureando:

MASCANZONI DAVID

Anno Accademico 2015-2016

**J. K. GALBRAITH**  
**E L'EUFORIA IRRAZIONALE DEL 1929**

**di**  
**David Mascanzoni**

## SOMMARIO

Introduzione	3
Capitolo 1: Il punto di vista di Galbraith	
1.1: Le cause	4
1.2: Gli effetti	6
1.3: Il ruolo delle autorità	7
1.4: Le holding finanziarie e gli investment trusts	8
1.5: I fattori psicologici	9
Capitolo 2: Critica	
2.1: La visione di Keynes	11
2.2: La visione di Friedman	12
2.3: L'importanza di " <i>The great crash</i> " secondo Stephen Foley	13
2.4: Stiglitz su Galbraith e Friedman	15
2.5: Skousen su Galbraith e Friedman	16
Capitolo 3: L'euforia irrazionale	
3.1: L' <i>homo oeconomicus</i>	18
3.2: L'incertezza	19
3.3: La assicurazione delle autorità	22
3.4: L'euforia	23
Conclusione	26
Allegati	27
Bibliografia	28
Ringraziamenti	30

## INTRODUZIONE

Il crollo della borsa statunitense del 1929 è uno degli argomenti più trattati e più affascinanti dell'economia moderna in termini di crisi e depressione economica. John Kenneth Galbraith, influente economista canadese del ventesimo secolo, attraverso del suo libro “*The great crash*”, pubblicato per la prima volta nel 1955 e poi rivisto l'ultima volta nel 2009, fornisce la sua interpretazione del grande crollo e delle conseguenze sulla Grande Depressione che ne seguì e sulla visione moderna del capitalismo. L'oggetto del seguente elaborato è una revisione della crisi del 1929 da un punto di vista galbraithiano, che, come si potrà leggere nelle pagine successive, è stato tema di discussione e confronto da parte di molti economisti recenti. Nel primo capitolo viene riportata la prospettiva di Galbraith non solo sugli avvenimenti storici, ma anche, e soprattutto, sulle cause e sugli effetti che hanno, secondo lui, contraddistinto gli anni '20, '30 e '40 del 1900, focalizzandosi sui fattori psicologici che hanno condotto al terribile crollo di Wall Street, così come sul ruolo a riguardo delle autorità in carica all'epoca. Nel capitolo secondo viene riportata un'analisi critica generale nei confronti dell'interpretazione di Galbraith, che viene sostenuto dal celebre economista britannico John Maynard Keynes e dal quotidiano online “The independent” attraverso la penna di Stephen Foley. Tuttavia, il premio Nobel per l'economia nel 1976, Milton Friedman, si pone in contrapposizione a Galbraith, soprattutto dal punto di vista tecnico. Questo contrasto viene trattato e argomentato negli articoli del 28 Dicembre 2006 sul “Christian Science Monitor” dagli economisti moderni Joseph Stiglitz e Mark Skousen, il primo sostenitore del canadese, il secondo a favore del massimo esponente della scuola di Chicago. Nel terzo capitolo, dopo aver analizzato da diversi punti di vista l'oggetto della tesi, ci si concentra sulle cause e sull'incidenza di quella che si può definire come “euforia irrazionale”, rifacendosi al concetto walrasiano di *homo oeconomicus* che sembra venir meno nelle dinamiche che hanno contraddistinto gli anni appena precedenti il famoso crollo e al ruolo dell'incertezza, esposto da Keynes e dalla scuola austriaca, nelle decisioni degli operatori economici. Inoltre, in questo capitolo, si analizzerà il ruolo delle istituzioni come “rassicuratrici”. Infine, nella conclusione, si trova un commento finale e personale sul tema proposto.

## CAPITOLO 1: Il punto di vista di Galbraith

### 1.1: Le cause

Il crollo della borsa di Wall Street dell'autunno 1929 è un argomento ampiamente trattato dal punto di vista storico, di conseguenza John Kenneth Galbraith, nel saggio *“The great crash”*, cerca di darne un'interpretazione economica, la quale, nei tempi moderni, è considerata una delle più autorevoli a riguardo. Per quanto riguarda le cause, il canadese sottolinea la situazione economica malsana degli Stati Uniti d'America negli anni successivi al primo dopoguerra e antecedenti al grande disastro. Nel libro vengono evidenziate cinque principali cause dell'instabilità economica americana. La prima è la cattiva distribuzione del reddito: nel 1929 i ricchi erano spropositatamente abbienti rispetto, proporzionalmente, alla classe media. Infatti, rifacendosi all'elaborato della statistica Selma Goldsmith, risultava che il reddito delle classi agiate, includendo interessi, dividendi e rendite, era proporzionalmente il doppio di quella degli anni successivi alla seconda guerra mondiale, e che il 5% della popolazione americana detenesse un terzo dell'intero reddito personale americano<sup>1</sup>. Ciò stava a significare che l'economia si basava su un alto livello di investimenti, o comunque di spesa, in beni di lusso, i quali sono notoriamente soggetti a fluttuazioni più rilevanti e frequenti rispetto agli altri beni. La seconda causa è la cattiva struttura societaria: nonostante la Harvard Economic Society ritenesse nel 1929 che “gli affari nella maggioranza dei settori sono stati condotti con prudenza e conservatorismo”<sup>2</sup>, Galbraith sostiene che, da questo punto di vista, ci si trovava in una sorta di “alta marea del furto societario”<sup>3</sup>. Come verrà trattato successivamente, il punto debole delle società americane, insieme alle *holding* finanziarie, era rappresentato dagli *investment trusts*, ovvero società per azioni a fondo chiuso che ebbero il “merito” di separare il volume delle azioni societarie sottoscritte e la consistenza patrimoniale societaria effettiva (talvolta il primo era un multiplo della seconda). Galbraith afferma con convinzione che “sarebbe difficile immaginare un sistema societario meglio ideato per far continuare e accentuare una spirale deflazionistica”. Non solo la struttura societaria lasciava a desiderare, ma anche quella bancaria era rivedibile, il che ci porta ad analizzare il terzo punto. La debolezza bancaria era dovuto dal grande numero di unità bancarie indipendenti, e ciò portava, in caso di fallimento di una di queste unità, al congelamento delle disponibilità delle

---

<sup>1</sup> Selma Goldsmith, George Jaszi, Hyman Kaitz, Maurice Liebenberg, “Size distribution of income since the Mid-thirties”, febbraio 1954

<sup>2</sup> Weekly Letter , Harvard Economic Society, 23 novembre 1929

<sup>3</sup> J.K.Galbraith, “Il grande crollo”, BUR Saggi, ed. 2015

altre, suscitando nei depositanti l'interesse di andare a chiedere il proprio denaro, con il rischio di creare una vera e propria corsa agli sportelli. Quando una di queste banche, seppur locale e di rilevanza limitata, falliva, si metteva in moto una reazione a catena che portava al fallimento di molti altri istituti bancari (nei primi sei mesi del 1929 fallirono 346 banche in tutto il paese)<sup>4</sup>. A tutto ciò andava aggiunto che anche i banchieri, seppur lievemente rispetto ad altri, avevano ceduto a quell'euforia di cui si parlerà successivamente. Questa situazione comportava il fatto che, qualora si fosse verificata una depressione (come quella che è effettivamente avvenuta negli anni '30) con conseguente diminuzione di redditi e occupazione, sarebbe scoppiata un'epidemia di fallimenti bancari. Il quarto aspetto da considerare è il dubbio stato della bilancia dei pagamenti americana alle porte degli anni '30. Durante la prima guerra mondiale gli Stati Uniti d'America erano diventati un paese creditore nei conti internazionali, e nel decennio successivo continuò l'eccedenza delle esportazioni rispetto alle importazioni, causando un saldo in squilibrio nella bilancia dei pagamenti, seppur in maniera limitata (nel 1923 e nel 1926 l'avanzo fu di solo 375 milioni di dollari)<sup>5</sup>. Per coprire la differenza, negli anni '20 furono frequenti, spesso troppo generosi seppur a discapito del creditore, i prestiti concessi dagli americani agli altri paesi. Questi paesi, non potendo cedere oro, erano costretti ad aumentare le esportazioni verso gli USA, ma il presidente Hoover, nel tentativo di proteggere i produttori americani, decise di evitare un pareggio commerciale derivante da un aumento delle importazioni, causando però l'insolvenza da parte dei paesi debitori che provocò una flessione delle esportazioni statunitensi. Il quinto ed ultimo tarlo dell'economia a stelle e strisce era il pessimo stato dell'informazione economica. Da sempre i consumatori, non potendo disporre di una cultura economica adeguata per poter decidere individualmente in maniera consapevole, si affidano al parere degli economisti rilevanti della loro epoca. Secondo Galbraith, nel 1929 “gli economisti e i fornitori di consulenza economica erano eccezionalmente fuori strada”, anzi, “le direttive della consulenza economica rispettabile furono invariabilmente a favore di misure che avrebbero aggravato la situazione”. Con queste frasi l'autore critica l'informazione e l'interpretazione di Hoover e Fisher delle dinamiche economiche allora in atto.

---

<sup>4</sup> dati del Federal Reserve Bulletin (numeri mensili), 1929

<sup>5</sup> U.S. Department of Commerce. Bureau of Foreign and Domestic Commerce, Statistical Abstracts of the United States (1942)

## 1.2: Gli effetti

Alla luce delle cause di cui sopra, si può capire il ruolo che ha avuto il crollo della borsa americana sull'economia e sulla Grande Depressione successiva, nonostante Wall Street abbia cercato non poco di minimizzare il proprio ruolo in tutto ciò. Come detto prima, la maggior parte delle persone che detenevano valore erano i ricchi, di conseguenza, dopo il crollo dei valori in borsa, i benestanti furono quelli maggiormente colpiti, con inevitabili ripercussioni sulla spesa e sull'economia generale. Il crollo del mercato azionario mise in luce le debolezze delle holding e degli investment trusts, distruggendo di conseguenza la capacità di attingere al credito. Per quanto riguarda la bilancia commerciale, fu inevitabile, in ultima istanza, la riduzione delle esportazioni, andando a gravare sulle produzioni di grano, cotone e tabacco. Anche la produzione industriale risentì del crollo, così come si nota dall'andamento dell'indice dei valori industriali "New York Times" e dal PIL del 1929 (allegato 1)<sup>6</sup>. Uno dei luoghi comuni riguardo la crisi del 1929, alimentato dalla stampa londinese una settimana dopo il Giovedì Nero, sono i suicidi, ma Galbraith, dati alla mano, smentisce tale distorta visione della realtà accusando i giornalisti britannici di strumentalizzazione. Come si evince dalla tabella (allegato 2)<sup>7</sup>, le statistiche riguardo i newyorkesi indicano soltanto una lieve deviazione in relazione alla gravità dell'accaduto. Ciò che è però economicamente rilevante, secondo Galbraith, è l'aumento del numero delle malversazioni, che lui definisce "il più interessante dei reati". La peculiarità di questa forma di lucro è che possono passare settimane, mesi, anni prima che il reato possa essere scoperto. Le malversazioni ci sono sempre, e il loro numero varia in base al ciclo economico: durante boom economico antecedente il crollo esse erano aumentate esponenzialmente, per poi ridursi (e venir smascherate) altrettanto drammaticamente dopo lo sciagurato e celebre Martedì Nero. I casi di malversazioni, ci fa notare Galbraith, sono molto più frequenti di quelli di suicidi. L'aspetto positivo di una depressione è che mette a nudo i reati prima coperti, infatti, secondo Bagehot, "ogni grossa crisi rivela le eccessive speculazioni di molte aziende che prima nessuno sospettava"<sup>8</sup>. Il crollo della borsa, quindi, ha causato una serie di conseguenze che hanno messo in ginocchio l'economia americana per numerosi anni a venire; tuttavia, sottolinea Galbraith, è stata imparata una delle più importanti lezioni della storia economica: "la

---

<sup>6</sup> U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis

<sup>7</sup> estratto da J.K.Galbraith, "Il grande crollo", BUR Saggi, ed. 2015, attingendo da U.S. Department of Commerce. Bureau of The Census, Mortality Statistics, 1929

<sup>8</sup> Bagehot, "Lombard Street" cit., pg. 150

sventura attende particolarmente e personalmente coloro che presumono di conoscere per rivelazione il futuro”, mettendo in luce l’inadeguatezza delle autorità dell’epoca.

### 1.3: Il ruolo delle autorità

Le autorità, secondo Galbraith, non sono riuscite a rispondere rapidamente ed in modo adeguato alle debolezze del mercato azionario dopo il boom. Per autorità si intendono l’allora presidente in carica Herbert Hoover, i maggiori esponenti dal punto di vista economico, rappresentati da Irving Fisher di Yale, e la Federal Reserve. Secondo l’autore, il presidente Hoover fu il pioniere di un rito che è divenuto una vera e propria arma politica, ovvero la riunione destinata a non produrre decisioni. Infatti, nei momenti più delicati del mercato azionario, Hoover era solito indire delle riunioni i cui contenuti non sarebbero mai stati rivelati, anche perché, molto probabilmente, esse erano prive di sostanza. Ciò che realmente contava era la reazione degli operatori sul mercato: questi ultimi, riponendo grande fiducia in queste riunioni di grandi menti, e sentendosi rassicurati per il solo fatto che si ritrovassero nella stessa stanza, per ore, i personaggi più economicamente influenti del tempo, finivano per aumentare i loro consumi e investimenti, alimentando così, per breve tempo, il mercato azionario che comunque sarebbe crollato successivamente. Hoover, secondo Galbraith, riusciva così a manipolare i comportamenti delle persone coinvolte in borsa senza in realtà adottare misure concrete, seguendo la linea del *laissez faire*. Le persone erano anche influenzate dalle continue dichiarazioni di Irving Fisher, una personalità economica autorevole, che però, purtroppo, prima e durante la crisi, si lasciò frequentemente andare a dichiarazioni come “i prezzi dei titoli hanno raggiunto quella che appare una quota stabilmente elevata”, per poi, dopo essersi accorto di aver sbagliato, tentare di giustificarsi dichiarando: “è stata la psicologia della folla. E non, principalmente, il fatto che il livello dei prezzi del mercato fosse pericolosamente elevato”<sup>9</sup>. Fisher, nel suo libro “*The stock market crash - and after*” del 1930, continuò a sostenere che il boom era avvenuto a causa di buone, fondate previsioni di guadagni, ricevendo una brutale quanto sincera dichiarazione del direttore della *Commercial and Financial Chronicle*, che asserì “l’illustre professore sbaglia com’è sua abitudine quando parla del mercato azionario”. Se Fisher era prodigo di dichiarazioni, seppur spesso errate, dall’altra faccia della medaglia vi era la Federal Reserve, che, ritenendo le proprie parole eccessivamente influenti (soprattutto perché l’autore di tali

---

<sup>9</sup> New York Herald Tribune, 3 Novembre 1929



parole sarebbe stato additato dall'opinione pubblica), decise di armarsi di smisurata prudenza e di non proferire parola, lasciando che il disastro si compisse nell'assoluto silenzio della più grande autorità finanziaria statale.

#### 1.4: Le *holding* finanziarie e gli *investment trusts*

Durante il boom antecedente il crollo del 1929 una moltitudine di società videro aumentare smisuratamente il proprio valore. Una prima struttura societaria da considerare è sicuramente la *holding* finanziaria. In un periodo storico dove gli investitori fornivano capitale con entusiasmo e facilità, risultava più facile la fusione tra società che, raggruppandosi in gruppi sempre più grossi, si proponevano l'obiettivo di eliminare o regolare la concorrenza. Nel caso dei servizi pubblici lo strumento usato per accentrare la direzione ed il controllo era la società finanziaria, oppure *holding*. Queste società, formando catene di aziende associate e ramificando la propria influenza, il più delle volte controllavano a livello locale e nazionale i mercati dell'elettricità, del gas e dell'acqua. Ma mai nessuna struttura societaria riuscì a trarre maggior vantaggio dalla situazione, per poi vedere tutto quello che era stato guadagnato svanire con la stessa drammatica rapidità, come gli *investment trusts*. Come spiega Galbraith, "queste società di investimento non fondavano imprese, né ampliavano le vecchie già esistenti", si limitavano a vendere alla gente titoli di vecchie società attraverso società nuove, arrivando a detenere titoli di 500-1000 società di gestione, ripartendo così il rischio su una base più larga. Solo nell'arco del 1927 il numero di questo tipo di società, che per la verità dal punto di vista tecnico dovrebbero essere chiamate *investment companies* o *corporations*, raddoppiò. Gli *investment trusts* cominciarono a vendere i propri titoli al pubblico, generando un ricavo che veniva messo a disposizione dei direttori, i quali potevano utilizzarlo a loro discrezione senza che gli azionisti potessero intervenire in alcuno modo. Il fatto che gli azionisti non potessero sapere come gli amministratori avrebbero impiegato l'utile dovrebbe essere una circostanza eccezionalmente strana e pericolosa, o quantomeno singolare, ma nei tempi in cui ci si fidava ciecamente di chi aveva sopravvalutate capacità imprenditoriali e sopravvalutate capacità di previsione, i dirigenti avevano pieno il pieno potere di ricavare i guadagni in qualsiasi modo, senza dover rendere conto a nessuno dell'operato. Queste società di investimento erano patrocinate da un altro istituto, la cui natura poteva essere molteplice, e che poteva godere di un compenso basato su una percentuale del capitale o degli utili, a seconda del tipo di contratto stipulato. La formula magica del successo degli *investment trusts* era un misto di esperienza, abilità manovriera e acume finanziario derivante, nella maggior

parte dei casi, dalla straordinaria combinazione delle menti dirigenti; ma la cosa più affascinante ma allo stesso tempo sconcertante era l'utilizzo della leva finanziaria. Per capirne il funzionamento, si consideri ad esempio un *investment trust* con un capitale di 150 milioni di dollari, cifra plausibile per il 1929<sup>10</sup>. Si supponga che un terzo del capitali disponibile derivi dalla vendita di obbligazioni, un terzo dalla vendita di azioni privilegiate e l'altro terzo da azioni ordinarie. Se si fossero investiti quei 150 milioni in titoli, l'incremento normale di questi avrebbe provocato un aumento del valore del portafoglio, in sei mesi, del 50%, portando così il valore a patrimoniale a 225 milioni di dollari. Le obbligazioni e le azioni privilegiate avrebbero continuato a valere 100 milioni, mentre i restanti 125 milioni erano di conseguenza la base per valutare le azioni del *trust*. In altre parole, le azioni ordinarie del *trust* sarebbero aumentato di valore da 50 a 125 milioni, cioè del 150%, grazie ad un aumento appena del 50% nel valore della consistenza patrimoniale del *trust* nel suo insieme. Se le azioni ordinarie del *trust* fossero state tenute da un'altra società di pari potenza di leva, il valore delle azioni sarebbero aumentate del 700-800% dall'originario rialzo del 50%. Un esempio di questo meccanismo è l'American Founders Group, che collaborando con il United Founders Group di John J. Raskob, una di quelle menti che veniva osannata come visionaria, passò da una spesa iniziale di 500 dollari nel 1921 ad un valore di oltre un miliardo di dollari alla fine del 1929; ma l'*investment trust* più celebre è la Goldman Sachs & C., che iniziò la sua avventura il 4 Dicembre 1928. Wall Street era molto scettica riguardo questo nuovo tipo di società, ma decise di ammettere questi titoli alle contrattazioni proprio nel 1929, i cui titoli ovviamente andarono a ruba. Successivamente si verificò, però, che l'azione della leva agisce anche al contrario, caratterizzata da una progressione geometrica discendente drammatica: la velocità impressionante del boom dovuta in buona parte alla leva fu anche la rapidità con cui la bolla scoppiò nell'autunno 1929. Questi due tipi di società, le *holding* e le società di investimento, secondo Galbraith amplificarono di molto l'effetto del crollo di Wall Street, anzi, ne crearono addirittura i presupposti.

### 1.5: I fattori psicologici

La componente psicologica è stata senza dubbio un fattore molto influente nell'ambito delle scelte e dei comportamenti sia degli operatori, che delle autorità competenti. Galbraith, spesso, ricorre a termini come "magia" o "chiaroveggenza", descrivendo con epiteti che poco

---

<sup>10</sup> il seguente esempio è tratto da J.K. Galbraith, "Il grande crollo", BUR Saggi, ed. 2015, pg. 54

hanno a che fare con la razionalità della scienza economica le azioni intraprese dalla gente durante il boom economico antecedente al crollo. Addirittura a volte si lascia andare a connotazioni religiose, ad esempio “divino” o “disegno di Dio”. Questo dimostra quanta irrazionalità Galbraith vedeva nelle cause del boom. Il canadese suggerisce che questa irrazionalità deriva sì da un contesto di euforia generale, ma anche da una scarsa capacità di comprensione dei meccanismi della borsa e dell’economia, o semplicemente di ciò che era dietro un andamento così insolitamente positivo: “fra gli esseri umani c’è un genere di rapporti che ha origine non dalla conoscenza, o dalla mancata conoscenza, ma dall’incapacità di apprendere ciò che di fatto si ignora”<sup>11</sup>. Ciò che sorprende l’autore di “*The great crash*” non è tanto la partecipazione in massa delle persone all’attività borsistica, ma soprattutto da un lato la posizione centrale che la borsa di Wall Street (ma anche le borse di Boston e Chicago) occupava nella cultura degli americani, dall’altro lato la differente tipologia di persone che vi partecipavano. Per sottolineare il secondo aspetto è d’aiuto riportare un estratto di Frederick Lewis Allen: “Edwin Lefèvre (un distinto cronista finanziario che poteva vantare una considerevole esperienza personale) raccontava di quel fattorino di un agente di cambio che si era guadagnato quasi un quarto di milione in borsa, di quell’esperta infermiera che aveva messo da parte trentamila dollari seguendo i suggerimenti dei pazienti grati, e di quell’allevatore di bestiame del Wyoming, a quaranta chilometri dalla più vicina ferrovia, che comprava o vendeva un migliaio di azioni al giorno”<sup>12</sup>. La fragilità del sistema borsistico newyorkese di quegli anni era sì dovuto alle *holding*, agli *investment trusts*, alle errate previsioni delle autorità, ma anche alla diffusa, spesso immotivata, mentalità ottimistica che derivava dall’adattamento alla psicologia di massa, entrando così in un circolo vizioso letale.

---

<sup>11</sup> J.K. Galbraith, “Il grande crollo”, BUR Saggi, ed. 2015, pg. 70

<sup>12</sup> Frederick Lewis Allen, “Only Yesterday”, cit. pg. 315

## CAPITOLO 2: Critica

### 2.1: La visione di Keynes

John Maynard Keynes è universalmente riconosciuto come il padre della macroeconomia. Già nel 1926, con il suo libro “*The end of lassaiz-faire*”, introduceva concetti che sarebbero stati di estrema attualità ed importanza dopo il terribile crollo. In quest’opera, infatti, sottolinea come gli individui e gli operatori di mercato tendano a prendere decisioni che poco hanno a che fare con la prospettiva economica o comunque con la razionalità, definendole addirittura poco sagge, soprattutto nel caso in cui vi sia un clima di incertezza che rende offuscate le previsioni, e di conseguenza, le aspettative. Nel terzo capitolo si tratterà proprio del ruolo dell’incertezza nel processo decisionale, mentre ora ci si concentrerà sugli individui che, quando devono prendere decisioni, sono molto influenzati dalla collettività, ed è quello che in parte, secondo lui, successe nel 1929. In quel celebre anno si mise in moto quello che Keynes definì il “paradosso della parsimonia”, ovvero quel fenomeno che si verifica quando, in una nazione, i singoli individui decidono di risparmiare di più, senza però influenzare a livello aggregato il risparmio totale a causa della sottrazione di risorse al sistema economico, alimentando così la crisi che avrebbe bisogno, come nel caso di una recessione, di un aumento della spesa. A causa di questo fenomeno, Keynes suggerisce di porre fine alla politica del *lassaiz-faire*, preferendo una politica interventista da parte dello Stato, che dovrebbe intervenire per modificare inflazione e disoccupazione. Come si evince da “*The great crash*”, dove spesso sorgono critiche verso l’indole statica della Federal Reserve e di Hoover, anche Galbraith avrebbe preferito un atteggiamento propositivo ed attivo da parte delle istituzioni. In “*The end of lassaiz-faire*”, Keynes dimostra anche una sorta di avversità verso l’incentivo al profitto, quella spinta interna agli individui che caratterizzò il boom del mercato azionario. Il britannico, infatti, auspicava un sistema economico dove gli utili fossero limitati, e sottolinea il fatto che l’imprenditore, spinto appunto dall’incentivo al profitto, effettui scelte che dipendono dalla sua psiche, come nel caso delle aspettative psicologiche: “nello stimare le prospettive dell’investimento dobbiamo quindi aver riguardo ai nervi e agli isterismi, e perfino alle digestioni e alle reazioni al clima, di coloro alla cui attività spontanea esso dipende in gran parte”<sup>13</sup>. Anche da questo punto di vista, il canadese Galbraith è in totale accordo. La scarsa fiducia che John Maynard Keynes ripone nell’imprenditore è riassunta nella celebre metafora dello speculatore, che si adatta perfettamente alla crisi del 1929: un

---

<sup>13</sup> J.M. Keynes, “The General Theory of Employment, Interest and Money”, 1936

giornale mette in palio un premio per chi riuscirà ad individuare la ragazza vincitrice di un concorso di bellezza nel quale a votare sono gli stessi pretendenti al premio, cosicché i partecipanti non dovranno scegliere quella che secondo loro è la ragazza più dotata, bensì quella che ritengono possa attirare più voti dagli altri concorrenti, che sono, a loro volta, inconsapevoli dell'atteggiamento degli altri concorrenti. In questa breve metafora si evidenzia, come del resto nel libro di Galbraith, il comportamento degli agenti di borsa negli anni del boom, che invece di interessarsi ai dividendi dei titoli che acquistavano, si concentravano sul valore che il mercato attribuiva all'investimento, per poi rivendere il titolo. Questo meccanismo aumentava di molto il ritmo degli investimenti rispetto al risparmio, generando un boom proprio come quello degli ultimi anni '20 del ventesimo secolo. Un'altra spiegazione che attribuisce Keynes alla crisi del '29 è il fatto che, secondo lui, vi era eccessiva separazione tra la gestione e la proprietà delle imprese, infatti chi investiva sapeva poco o nulla di tali imprese. Anzi, addirittura chi comprava i titoli di una certa impresa non ne conosceva neppure la storia, l'operato, le aspirazioni, i progetti, concentrandosi solo sul rivendere il titolo ad un prezzo maggiore in un periodo successivo, spesso molto prossimo. L'eccessiva "spersonalizzazione" della struttura societaria e dei dirigenti, secondo Keynes, conduceva ad una minor stabilità. Allo stesso modo Galbraith disprezzava la struttura di molte società di quegli anni, che secondo lui erano eccessivamente piramidale non solo all'interno di una singola società, ma anche, e soprattutto, tra gruppi di società (es. *holding* finanziarie ed *investment trust*). Traendo le conclusioni sulla critica di Keynes e quella di Galbraith rispetto al crollo della borsa di New York, alla grande depressione che ne seguì, alle caratteristiche e alle cause della speculazione, si capisce facilmente come questi due giganti dell'economia moderna siano, generalmente, in accordo.

## 2.2: La visione di Friedman

Milton Friedman è stato un economista americano considerato il maggior esponente della scuola di Chicago e premio Nobel per l'economia nel 1976. La sua posizione riguardo il 1929 differisce da quella di Galbraith: mentre il canadese trova più di una ragione scatenante la crisi (come trattato nel paragrafo 1.1 Galbraith si concentra maggiormente sulle cause dell'instabilità antecedenti il 1929), l'americano basa la sua teoria sull'inefficienza delle politiche economiche intraprese dalla Riserva Federale, soprattutto in materia monetaria.

Quello che secondo Friedman, nelle sue opere a riguardo<sup>14</sup>, ha scatenato ciò che lui definisce più una contrazione che una depressione, è il declino persistente dell'offerta di moneta, che iniziò nel 1928 quando la Federal Reserve decise di applicare una stretta monetaria persistente fino al crollo dell'autunno dell'anno successivo, alzando così i tassi di interesse e creando una recessione che preparava i presupposti per il crollo. Alla luce del crollo, per difendere la posizione del dollaro in risposta agli attacchi speculativi, la FED alzò i tassi di interesse, ignorando che ciò avrebbe comportando gravi difficoltà per le banche domestiche del paese. La Riserva Federale fu anche criticata per aver ignorato la situazione problematica del settore bancario dei primi anni '30, fallendo nel tentativo di costruire uno stabile sistema bancario domestico attraverso il supporto alle piccole realtà bancarie come prestatore di ultima istanza nel caso di panico bancario o corsa agli sportelli. Ne *“A monetary history of the United States”*, Friedman si rivela un monetarista riscontrando l'esistenza di un forte legame di dipendenza di reddito e prezzi con la moneta, concludendo che sarebbe auspicabile espandere l'offerta di moneta ad un tasso stabile. Inoltre la scarsa conoscenza delle variabili economiche presupporrebbe l'obbligo di non intervenire per regolare l'economia attraverso la politica monetaria. Ne risulta che mentre John Maynard Keynes era un sostenitore dell'interventismo (idea simile a quella di Galbraith), Milton Friedman crede più nel liberismo, che poi ispirerà le politiche di Margaret Thatcher in Inghilterra e di Ronald Reagan negli Stati Uniti. Inoltre, a differenza di Galbraith, il quale certamente critica il non interventismo delle autorità politiche, ma in qualche modo le assolve in un secondo momento (ad esempio sottolineando l'efficacia delle riunioni di Hoover o dicendo “le loro espressioni avevano un carattere rituale; allora, come oggi, nessuno pensava che tali portavoce sapessero effettivamente se la situazione era sana o meno”<sup>15</sup>), Friedman punta il dito contro le FED senza esitazione. La differenza della visione tra i Friedman e Galbraith, sostenuta da due economisti moderni più che rispettabili, è oggetto del paragrafo seguente.

### 2.3: L'importanza di *“The great crash”* secondo Stephen Foley

La visione del 1929 di John Kenneth Galbraith non è supportata solo da Keynes, ma anche da molti critici attuali, tra cui Stephen Foley. Stephen Foley è un giornalista economico

---

<sup>14</sup> M. Friedman, *“A Monetary History of the United States”*, 1963

<sup>15</sup> J.K. Galbraith, *“Il grande crollo”*, BUR Saggi, ed. 2015, pg. 136

britannico, voce di “*The Independent UK*”<sup>16</sup>, il famoso quotidiano online, a Wall Street e “Business and Finance Journalist of the Year” nel 2009 ai British Press Awards. In un suo articolo del 10 Ottobre 2008 spiega i motivi per cui “*The great crash*” sia ancora oggi una lettura essenziale per comprendere a fondo i fatti accaduti attorno alla caduta di Wall Street del 1929. Foley, nell’introduzione, sottolinea la tendenza con cui la storia tende a ripetersi, e attraverso gli spunti suggeriti di Galbraith, paragona la crisi del 2007-2008 a quella del 1929. Il primo fattore che analizza è la disparità di reddito tra ricchi e poveri: se nel 1928 il 5% della popolazione deteneva un terzo del reddito totale, nel 2006, secondo Emmanuel Saez della University of California, il 5% della popolazione dispone del 38% del reddito totale<sup>17</sup>. Ciò, come dice Galbraith, rende l’economia meno stabile in quanto il mercato del lusso sarebbe sovraccaricato, e in caso di crollo, come nel 1929, l’effetto sarebbe enorme. Per quanto riguarda la struttura societaria, dal punto di vista pubblico sono stati fatti dei progressi, infatti è molto poco diffuso l’utilizzo della leva e vi è una forte generazione di liquidità, mentre da quello privato si è, secondo Foley, in presenza di una bolla. L’autore dell’articolo citato in nota, inoltre, riportando il fatto che nei primi sei mesi del 1929 ben 346 banche statunitensi collassarono e che nel 1933 sia stato introdotto uno schema di assicurazione dei depositi federali, evidenzia come il sistema bancario sia attualmente molto diverso, infatti oggi i prestiti bancari concessi sono serrati, a differenza del 1929 quando era troppo agevolato l’accesso al credito. Il fatto che oggi il sistema bancario sia secondo Foley più stabile è dovuto dall’apporto dell’analisi galbraithiana rispetto alla situazione del primo dopoguerra. Infine viene considerata l’intelligenza economica delle autorità, di cui Galbraith tanto ha dubitato nelle sue opere. Durante la Grande Depressione iniziata nel 1930 la dottrina del perseguire la parità del debito pubblico era bipartisan, mentre nel 2008, il repubblicano John McCain proponeva di tagliare le tasse lasciando invariata la spesa pubblica, mentre il democratico Barack Obama, in pieno stile keynesiano, proponeva di aumentare le tasse e anche la spesa in infrastrutture statali. In questo caso l’autore sembra privilegiare la proposta democratica, conferendo ancora più importanza alle teorie keynesiane condivise anche da Galbraith. In generale, questo articolo rivendica con forza l’attualità del pensiero dell’economista canadese, concentrandosi su “*The great crash*” e sulle contromisure che sono state adottate o meno in seguito agli ammonimenti del libro. L’opera di Galbraith, quindi, non è solo un’analisi

---

<sup>16</sup> quotidiano vincitore del Press Award per la testata giornalistica britannica dell’anno nel 2003. Sito internet: <http://www.independent.co.uk>

<sup>17</sup> <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/history-lessons-galbraiths-the-great-crash-1929-is-still-essential-reading-today-956710.html>

storico-economica della crisi del 1929 o delle bolle speculative in generale, ma è anche uno spunto di riflessione molto attuale, che, di tanto in tanto, andrebbe considerato per confrontarlo con il presente in modo da evitare eventuali disastrose ripetizioni della storia.

#### 2.4: Stiglitz su Galbraith e Friedman

“*John Kenneth Galbraith understood capitalism as lived - not as theorized*”<sup>18</sup> è il titolo dell’articolo di Joseph Stiglitz, professore alla Columbia University e premio Nobel per l’economia nel 2001, che fornisce la sua opinione sul valore di “*The great crash*” di Galbraith, e sull’apporto all’economia dell’economista canadese. In questo scritto, consultabile sul Christian Science Monitor, Stiglitz inizia con l’osannare la bravura di Friedman e Galbraith nell’utilizzare propriamente la lingua inglese per esercitare un’enorme influenza sull’audience attraverso le parole. Seppur di correnti diverse (Friedman era per l’idea conservativa del mercato libero, Galbraith per il progresso), il loro apporto, scrive, ci ha reso tutti più saggi. Ripercorrendo la storia dei due economisti presi in considerazione, si nota come Friedman sia stato insignito del premio Nobel ed insegnato nelle università, mentre Galbraith non è mai stato totalmente accettato in ambito accademico. Ciononostante, Stiglitz afferma che il canadese sia, sotto molti punti di vista, un osservatore della realtà economica migliore, e più critico. Galbraith, infatti, sottolinea come l’esempio negativo del capitalismo americano (come descritto in “*The great crash*”) serva da promemoria del fatto che la realtà non è perfetta, come descritto nei modelli economici che assumono le condizioni di concorrenza perfetta, perfetta informazione e consumatori perfettamente razionali (condizioni su cui si basano molte, se non quasi tutte, le teorie di Friedman). Nella realtà, durante la Grande Depressione, il mercato del lavoro non seguiva le previsioni standard derivanti dal modello utilizzato, e per questo motivo il canadese abbracciò la scuola keynesiana auspicando un intervento del governo. Inoltre, mentre Galbraith osservava e cercava di spiegare quella che Stiglitz chiama “*irrational exuberance*”, Friedman ignorava deliberatamente la speculazione per concentrarsi sui fallimenti della Federal Reserve. Per Galbraith il governo era la soluzione, per Friedman il problema. Galbraith, attraverso l’analisi della realtà, sosteneva che la mano invisibile<sup>19</sup> di Adam Smith, ovvero la nozione che l’individuale perseguimento del massimo profitto porti all’efficienza dei mercati capitalisti, è talmente

---

<sup>18</sup> J.E. Stiglitz, “John Kenneth Galbraith understood capitalism as lived - not as theorized”, Christian Science Monitor, 28 Dicembre 2006, link: <http://www.csmonitor.com/2006/1228/p09s02-coop.html>

<sup>19</sup> A. Smith, “An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations”, 1776



invisibile da non esistere: ecco perché i mercati sono così inefficienti da presupporre il bisogno di un'azione governativa, e l'economia funziona non grazie ad una mano invisibile, ma grazie a poteri che controbilanciano gli andamenti del mercato. Friedman non è mai stato un sostenitore del fatto che i mercati siano limitati, anzi, eppure la storia ci ha insegnato, dice Stiglitz, che, nel caso di successo di un'economia, lo Stato ha sempre svolto una funzione fondamentale, e l'autore di *"The great crash"* è uno dei migliori ad esporre questo concetto, seppur così poco popolare nel 1930. Friedman inoltre ignora, a differenza di Galbraith, il fatto che la gente non sia razionale dal punto di vista delle aspettative economiche, in quanto deve relazionarsi con la pubblicità, con le pressioni politiche e sociali. Galbraith, quindi, ha dimostrato di dare una visione del capitalismo dopo averlo vissuto nella realtà, non solo teorizzato in modelli semplicistici, lasciando in eredità una domanda a cui Stiglitz spera qualcuno possa dare una risposta: chi articolerà una visione economica che si basi sui modelli, ma che sia in contatto con la realtà e comprensibile ai cittadini ordinari?

## 2.5: Skousen su Galbraith e Friedman

Dall'altra faccia della medaglia, però, c'è un sostenitore di Friedman, ovvero Mark Skousen, economista e scrittore statunitense di San Diego, analista economico per la CIA (1972-75) e autore di numerosi articoli per il Wall Street Journal. Sempre sul Christian Science Monitor, risponde all'articolo di Stiglitz con il suo *"Milton Friedman: objective scientist first, free-market promoter second"*<sup>20</sup>, in cui difende a spada tratta la posizione dell'esponente della scuola di Chicago. Secondo Skousen, innanzitutto, Friedman applicava sistematicamente il metodo scientifico alle sue teorie economiche, testandole più volte empiricamente in modo rigoroso, sviluppando così sofisticati metodi statistici ed econometrici. Oggigiorno, grazie a Friedman, questi test sull'evidenza empirica sono divenuti una tecnica universale, a differenza delle teorie di Keynes sulla sua *"new economics"* o di quelle di Galbraith, per l'appunto, che anzi, in merito a *"The great crash"*, utilizza spesso una prospettiva più storico-sociologica che economica. Al contrario, in *"A monetary history of the United States, 1867-1960"*, Friedman dimostra che la Grande Depressione non è stata causata da un fallimento del mercato capitalista, ma da un errore nella politica economica adottata dal governo: la Federal Reserve, in maniera improvvida, ha lasciato ridurre lo stock di moneta più di un terzo, portando ad una recessione. Con i suoi studi empirici nella scuola di Chicago ha dimostrato che una manovra

---

<sup>20</sup> M. Skousen, "Milton Friedman: objective scientist first, free-market promoter second", Christian Science Monitor, 28 Dicembre 2006, link: <http://www.csmonitor.com/2006/1228/p09s01-coop.html>

riguardante lo stock di moneta influiva maggiormente rispetto ad una politica fiscale riguardante le tasse o la spesa pubblica, ricavando una regola monetaria fissa. Con una visione diametralmente opposta rispetto a quella di John Kenneth Galbraith, ha rinvigorito la fiducia nel capitalismo, grazie anche alle opere “*Capitalism and freedom*” (1962) e “*Free to choose*” (1980), dimostrando che il mercato libero funziona, e che gli individui sono in grado di prendere decisioni migliori per sé stessi che non i governi o i tecnocrati. Preferisce la mano invisibile del *laissez-faire* rispetto a quella pesante del governo. Friedman, quando si trattava di criticare le opere di Galbraith, ha utilizzato lo stesso metodo del testare l’evidenza, la quale, infatti, non ha dato supporto a Galbraith quando egli sosteneva che i grandi business possono manipolare i consumatori o ignorare gli azionisti, forti di dimensioni e potere considerevoli. Attraverso le opinioni di Mark Skousen e Joseph Eugene Stiglitz è possibile comprendere in maniera più completa e approfondita i punti di vista e gli approcci all’analisi del crollo di Wall Street e della Grande Depressione da parte di Milton Friedman e John Kenneth Galbraith, i quali sono diametralmente opposti, ma comunque entrambi rilevanti alla fine dello studio del fenomeno. Che sia attraverso una conservatrice visione monetaria e scientifico-empirica, oppure una concezione keynesiana, psicologica ed interventista, tutti e due hanno portato molteplici spunti di riflessione e teorie, utili a non far ripetere il fenomeno in futuro. Nel prossimo ed ultimo capitolo si passerà ad analizzare la componente psicologica, soffermandoci sul capire come gli operatori di mercato effettuano le loro previsioni e le loro aspettative circa il futuro, e sull’euforia irrazionale descritta da Galbraith (o esuberanza come direbbe Stiglitz).

## CAPITOLO 3: L'euforia irrazionale

### 3.1: L'*homo oeconomicus*

Durante gli anni del boom economico, come evidenziato più e più volte da John Kenneth Galbraith nel libro considerato, gli operatori economici sembrano aver formato le proprie aspettative e decisioni in balia della cosiddetta “euforia irrazionale”, o, come direbbe Stiglitz, “esuberanza irrazionale”. In entrambi i casi riportati i termini stanno ad indicare quello stato mentale illogico che era proprio degli individui americani degli anni '20 del 1900, la cui percezione della realtà era caratterizzata dalla tendenza a propendere verso ciò che è illogico o quantomeno improbabile da un punto di vista scientifico, a causa proprio dal suddetto stato mentale, come ad esempio “la convinzione che fosse nel disegno di Dio l'arricchimento della classe media americana”<sup>21</sup>. Questo atteggiamento irrazionale si scontra duramente con le idee teorizzate fino ad allora riguardo il comportamento degli individui, soprattutto con le considerazioni di Marie Esprit Léon Walras. Dal punto di vista dell'economista francese definito da Joseph Alois Schumpeter “il più grande di tutti gli economisti”, il comportamento decisionale e previsionale dell'individuo è dettato dal principio dell'*homo oeconomicus*. L'*homo oeconomicus* è dotato di tre caratteristiche principali<sup>22</sup>: la prima consiste nell'essere un individuo considerato l'unico giudice competente ed esclusivo dei propri interessi. Ciò significa che l'individuo ha ben chiaro in mente cosa vuole grazie alla presenza congenita di preferenze e desideri ben identificati. Queste preferenze sono stabili nel tempo, complete e transitive. Da questo set ordinato di preferenze sorgono appunto i desideri, la cui realizzazione viene considerata in termini di utilità marginale. La seconda caratteristica è l'indole intrinseca all'*homo oeconomicus* di aspirare fortemente alla massimizzazione realizzazione, attraverso una grande motivazione interna che lo spinge a cercare la massima somma delle utilità marginali, o meglio massimizzare il saldo delle utilità al netto delle disutilità. Essendo in ipotesi le risorse economiche scarse, l'uomo entra in concorrenza con gli altri, enfatizzando così il carattere individualistico che sfocia in un comportamento altamente competitivo, talvolta addirittura aggressivo. L'uomo è quindi un essere economicamente egoista e non curante degli interessi degli altri uomini. Questa determinazione a massimizzare non è solamente innata nel comportamento dell'individuo, ma si riflette anche nel modo in cui egli si relaziona con gli altri. La terza caratteristica è lo strumento di cui si avvale l'*homo oeconomicus* al fine di raggiungere la massimizzazione delle utilità marginali, ovvero il

---

<sup>21</sup> J.K. Galbraith, “Il grande crollo”, BUR Saggi, ed. 2015, pg. 6

<sup>22</sup> Sergio Caruso, “Homo oeconomicus”, Firenze University Press, 2012, pg. 11

calcolo utilitario. In questo principio rientrano due ulteriori concetti. Il primo è l'utilitarismo spinto al suo limite, che diventa in qualche modo cinismo nel considerare la dimensione economica come il primo dei bisogni, spingendo l'individuo a monetizzare ogni tipo di interesse. L'azione dell'uomo è quindi sia utilitaria, in quanto razionale nel considerare il rapporto costi/benefici, che utilitaristica, nel senso che è motivata da ragioni prettamente economiche. Il secondo concetto è la capacità di calcolo, in cui rientra la perfetta razionalità di cui è dotato l'*homo oeconomicus* che appare quindi come un "computer" che cerca di raggiungere i suoi obiettivi in maniera determinata, razionale e scientifica. Le aspettative dell'individuo sono quindi razionali, e abbinate alla grande capacità strategica, portano ad una razionalità perfetta. Secondo queste aspettative razionali, l'*homo oeconomicus* è in grado non solo di acquisire ogni informazione disponibile riguardo le variabili in gioco nel mercato, ma anche di sfruttarle a suo vantaggio ed utilizzarle in maniera efficiente, formulando previsioni attendibili riguardo il comportamento altrui. Secondo alcuni autori, l'individuo è talmente indipendente da essere insofferente per qualunque sistema di regole imposte dal centro. Proiettando questa ampia definizione dell'*homo oeconomicus* sulla scena del boom economico antecedente al 1929, si comprende facilmente che questo carattere forte di uomo che sa cosa vuole, come raggiungerlo e cosa aspettarsi, è venuta meno, e risulta di conseguenza necessario cercare risposte in altre teorie.

### 3.2: L'incertezza

Prima delle teorie di John Maynard Keynes, soprattutto nella parte finale del 1800 e nei primi due decenni del 1900, le teorie economiche, sia a livello microeconomico che macroeconomico, come ad esempio quella dell'*homo oeconomicus*, avevano in comune l'idea di certezza. Ad onor del vero, la convinzione di avere una conoscenza certa riguardo gli approcci alle molteplici e complicate dinamiche economiche è oggi presuntuosa, nonostante le svariate possibilità di informazione, a maggior ragione lo era un secolo fa. Questo fu capito proprio negli anni del boom economico degli anni '20 del ventesimo secolo, quando gli economisti iniziarono a dedicarsi maggiormente allo studio di casualità, causalità, rischio, probabilità ed incertezza. Nel saggio dello stesso John Kenneth Galbraith si percepisce, in ogni singolo capitolo, la riluttanza nel credere che la sola razionalità possa spiegare tutto. Anche Frank Hyneman Knight, economista di Chicago nonché uno dei fondatori della famosa scuola che ha prodotto premi Nobel come il sopracitato Milton

Friedman, George Stigler e James M. Buchanan, con la sua teoria del profitto del 1921<sup>23</sup>, dice non solo che il profitto nasce da una condizione di incertezza, ma anche che essa è parte della normale condizione umana, che vede il futuro come incerto. Knight differenzia il rischio economico dall'incertezza radicale, che, secondo lui, non può essere ridotta a calcolo probabilistico o stima statistica, e quindi non è razionale. Anche il più noto economista ad aver trattato il tema dell'incertezza in chiave economica, John Maynard Keynes, come scrive Lord Robert Skidelsky, differenziava rischio e incertezza: nel primo le probabilità possono essere conosciute e misurate, nella seconda esse non ci sono le basi scientifiche per poterle calcolare. Secondo l'autore del Sole24Ore, l'incertezza keynesiana "è un'incertezza in cui la nostra conoscenza del futuro è solitamente molto minima e spesso irrilevante e in cui le aspettative sono frequentemente soggette alla delusione"<sup>24</sup>. Già nel 1921 Keynes afferma che ci sono probabilità legate al mondo razionale e che sono calcolabili in modo da poter ottenere una conclusione oggettiva su ciò che accadrà, poi ci sono le "*unknown probabilities*", quelle legate alle aspettative degli individui. Essendo le aspettative di ogni individuo soggettive e soggette all'influenza del contesto sociale dove nascono, esse non sono totalmente prevedibili<sup>25</sup>. L'incertezza deriva dall'imprevedibilità degli eventi futuri nonché, come sottolinea più volte anche Galbraith, dalla limitata capacità di predizione degli individui. Mentre i sostenitori dell'ergodicità, ovvero della statistica meccanica, tra cui Paul Anthony Samuelson, credevano che le leggi della probabilità che scandiscono il passato possono essere utilizzate anche per formulare previsioni, e di conseguenza aspettative, sul futuro, i sostenitori dell'eterogeneità temporale degli eventi economici, uno su tutti proprio Keynes, sostenevano che le probabilità passate non possono essere utilizzate come regola, in quanto ogni tempo, ogni evento economico è, per quanto riguarda la capacità di formare aspettative, una storia a sé. Keynes, nello studio della formulazione di aspettative e del comportamento degli individui, riconosce la necessità di affiancare alla tradizionale logica formale economica una logica umana che tenga in considerazione le abitudini mentali degli uomini che sfociano in comportamenti convenzionali (ad esempio accantonare moneta in caso di imprevisti imprevisti). Inoltre, secondo il padre della macroeconomia, non esistono le basi scientifiche per ridurre in una singola formula il complesso sistema delle aspettative circa il futuro, idea

---

<sup>23</sup> Frank H. Knight, "Risk, uncertainty and profit", Dover Publications, 2012

<sup>24</sup> [http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/dossier/Italia/2009/commenti-sole-24-ore/16-febbraio-2010/duratura-importanza-Keynes\\_2.shtml?refresh\\_ce=1](http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/dossier/Italia/2009/commenti-sole-24-ore/16-febbraio-2010/duratura-importanza-Keynes_2.shtml?refresh_ce=1)

<sup>25</sup> J.M. Keynes, "The General Theory of Employment, Interest and Money", 1936

condivisa anche dalle intuizioni dei membri della cosiddetta scuola austriaca, tra cui il famoso economista premio Nobel nel 1974 e precursore della teoria del ciclo economico Friedrich von Hayek. L'approccio keynesiano alla logica umana, e i suddetti comportamenti convenzionali, hanno un ruolo molto importante nel capire l'euforia irrazionale culminata nel 1929, dove gli individui erano facilmente influenzabili sia dalle varie autorità economiche (i banchieri, la Federal Reserve, le maggiori testate giornalistiche in materia, gli economisti più importanti, i professori di economia delle università principali, addirittura come riportato in seguito il ticker) che dalle aspettative in massa degli altri. Anche il post-keynesiano George Lennox Shackle trattò il tema dell'incertezza. Egli vedeva l'incertezza come "*creative imagination*", ovvero l'immaginazione creativa necessaria all'individuo per evadere dalla determinatezza e dalla razionalità insita nelle azioni decise. Nell'interpretazione dell'incertezza nel mondo, essendo quest'ultimo un qualcosa di imperfetto ed imprevedibile, le analisi teoriche dettate da formalismo economico, come quelle comunemente utilizzate dai teorici del periodo pre-keynesiano, sono totalmente inappropriate e non accurate, e vi preferisce piuttosto l'analisi empirica. L'antitesi dell'incertezza, in ambito di previsioni riguardo il futuro e di comportamenti da seguire di conseguenza, sono le aspettative razionali. Queste, poste come prima ipotesi in ogni sua teoria economica dall'economista statunitense Robert Lucas, sono aspettative soggettive che combaciano con quelle matematiche, quando l'individuo è provvisto di tutta l'informazione disponibile nel momento della formulazione dell'aspettativa stessa. Al contrario, Galbraith, nel romanzo "*A tenured professor*"<sup>26</sup>, nel suo titolo in italiano "Il professore di Harvard", parla in chiave ironica di aspettative irrazionali, mostrando la sua totale avversità alle teorie razionali di Robert Lucas. Per quanto riguarda la crisi borsistica del 1929, come descrive l'economista canadese, il comportamento degli individui non seguiva né i principi dell'*homo oeconomicus*, né quello delle aspettative razionali. Infatti essi erano influenzati da numerosi fattori: dal comportamento degli altri operatori, dalle teorie degli economisti più rilevanti del tempo, ad esempio Irving Fisher, ma appare evidente che le istituzioni abbiano ricoperto un ruolo di fondamentale importanza nell'indirizzare le decisioni delle persone coinvolte in borsa, sfruttando il clima di incertezza che si era venuto a creare.

---

<sup>26</sup> J.K. Galbraith, trad. it. di Mario Biondi, "Il professore di Harvard", Rizzoli editore, 1990

### 3.3: La rassicurazione delle autorità

Durante il boom economico-finanziario degli anni '20, Galbraith sottolinea come, in un clima di euforia generale apparentemente immotivata o perlomeno esagerata, le istituzioni sfruttavano la situazione per cercare di far rimanere stabile o in positivo il mercato azionario, senza però rendersi totalmente conto della bolla che continuava ad espandersi inesorabilmente, preannunciando un imminente scoppio che sarebbe stato disastroso. Non risulta tuttavia del tutto chiaro se le autorità sostenessero tale mercato perché non si accorgevano di ciò che stava per succedere, oppure perché cercavano di ritardare lo scoppio della bolla finanziaria, ma ciò su cui si focalizza l'autore è il modo in cui la speculazione veniva alimentata dalle istituzioni. Innanzitutto Galbraith spiega il motivo per cui le autorità erano altamente credibili, soprattutto la Riserva Federale, dicendo “questa attività disciplinatrice (...) emerge da una misurata e ordinata discussione di uomini dall'aria tranquilla e austera, seduti al loro posto consueto intorno a un bel tavolo (...), che tutt'al più danno suggerimenti. Soprattutto muovono saggi di interesse, comprano o vendono titoli e, così facendo, danno all'economia una piccola spinta qui e una piccola tirannia di redini lì. Poiché il significato delle loro azioni non è inteso dalla grande maggioranza della gente, si può ragionevolmente presumere che essi siano dotati di superiore saggezza”<sup>27</sup>. Da queste righe si evince che quasi la totalità delle persone si affidavano ciecamente nelle mani del Consiglio dei Governatori della Riserva Federale, e rispondevano automaticamente alle indicazioni impartite in modo diretto o indiretto da questo Consiglio in quanto non erano in grado di analizzare in maniera critica l'operato di questo organo statale, o quantomeno il significato delle sue azioni. Lo stesso accadeva nel caso di consigli dati dai professori delle università più rilevanti, ad esempio Fisher. Il problema era che, secondo Galbraith, il Consiglio di cui sopra era, all'epoca, un organo di straordinaria incompetenza, e che le previsioni di Fisher o di tutti gli economisti più positivi si rivelassero nel corso del tempo sempre più erronee. Ciononostante, le frequenti e ormai abitudinarie rassicurazioni che derivavano da tali autorità, talvolta dal presidente Hoover in persona, continuavano a funzionare nel loro intento: il numero di azioni scambiate difficilmente scendeva, il mercato finanziario aumentava stabilmente di dimensioni, così come quello speculativo, e tutti gli altri settori collegati alla borsa rimanevano a galla. Ogni qual volta si verificava una contrazione oppure l'indice dei valori industriali del New York Times subiva una flessione, seppur leggera

---

<sup>27</sup> J.K.Galbraith, “Il grande crollo”, BUR Saggi, ed. 2015, pg. 26

o trascurabile ma comunque premonitrice, arrivava la pronta rassicurazione dell'autorità di turno, che normalizzava la situazione e spingeva nuovamente il mercato finanziario verso l'alto e la bolla speculativa si gonfiava ancora di più. Il problema che si sarebbe rivelato successivamente è che più la bolla diventa grande, più è difficile sgonfiarla lentamente recidendola in maniera controllata: esattamente ciò che non accadde.

#### 3.4: L'euforia

In precedenza si è evidenziato come i principi dell'*homo oeconomicus* siano venuti meno durante gli anni del boom, dove regnava l'incertezza teorizzata da Keynes. In questo contesto, le autorità esercitavano la loro influenza per gestire a loro piacimento le sorti del mercato. Ma c'è un tassello mancante: che cosa ha spinto gli individui a fiondarsi sulla borsa, anche su titoli che non valevano apparentemente nulla, alimentando così la componente speculativa? La risposta più comunemente accettata è l'esagerata facilità di accesso al credito, e Galbraith lo riconosce come una delle componenti principale, ma, dal suo punto di vista, ciò che sta alla base di tutto è l'euforia irrazionale che governava il comportamento della massa. Un primo esempio se ne aveva avuto quando, nel corso del 1925, il popolo americano, spinto da uno smodato desiderio di arricchirsi alla svelta senza impiegare il minimo dispendio energetico, si precipitò sul mercato immobiliare della Florida credendo in un improvviso aumento del valore degli immobili, che ad onor del vero erano modesti e secondo Galbraith la terra offriva solamente un ambiente paludoso e di poco valore. Ciononostante, all'inizio, il prezzo degli immobili aumentava continuamente grazie all'aumento esponenziale della domanda, ma il valore reale di tali beni rimaneva basso, e ciò causò gravi perdite ad un considerevole numero di famiglie americane investitrici quando due uragani nell'autunno 1926 distrussero gran parte della costa occidentale della penisola. Dal punto di vista di Galbraith, l'euforia del 1929 non era una novità, infatti questa tendenza immotivata a perdere di vista il valore reale di un bene gonfiandone il prezzo era già stata verificata in precedenza, ad esempio durante la crisi dei tulipani in Olanda del 1636 o durante la Bolla della South Sea Company del 1720<sup>28</sup>. Un altro esempio di euforia irrazionale si incontra esaminando il ruolo del *ticker*. Il *ticker* è colui che fornisce i prezzi di borsa in tempo reale, e quando nei giorni bui dell'autunno 1929 egli rimaneva indietro negli annunci, indicando continui e radicali cambi di prezzo (in quel caso a ribasso), la gente, in preda all'irrazionalità, aumentava la velocità con cui vendevano, o

---

<sup>28</sup> esempi tratti da: J.K. Galbraith, "Breve storia dell'euforia finanziaria", Milano, Rizzoli, 1998



miglior svendevano, i titoli. Ad un certo punto anche il ritardo del *ticker* diventava un chiaro segnale, seppur irrazionale, di come gli individui dovessero agire, e lo facevano in massa, creando gravi conseguenze al mercato finanziario. Ciò che alimenta questo tipo di euforia incontrollata ed irrazionale è il fatto che più individui prendono una stessa decisione, seppur immotivata, essa diventa sempre più credibile e passa in secondo piano il valore della decisione stessa, che dovrebbe essere invece l'aspetto principale. Inoltre, durante il boom degli anni '20 del 1900, le azioni assicuratrici delle autorità e le dichiarazioni positive di economisti e testate giornalistiche, più o meno basate su fatti reali, sembravano motivare le scelte popolari degli individui. Ma l'aspetto più difficile da analizzare è senza dubbio capire da dove nasca l'euforia irrazionale. Essendo quest'ultima appunto irrazionale, non ci può essere una logica definita che porti alla radice, ma si possono comunque intuire i fattori che facilitano l'esistenza di questa euforia. Il primo da considerare è sicuramente la psicologia di massa, infatti quando un comportamento è popolare è più facile adottare questo che non un comportamento insolito. Ne è un chiaro esempio sia l'incredibile aumento del numero delle persone coinvolte in operazioni borsistiche, seppur provenienti da ambienti molto lontani dalla finanza, che l'inaspettato rinvigorimento di borse precedente sonnacchiose come quelle di Boston, San Francisco e addirittura Cincinnati<sup>29</sup>. La psicologia di massa aveva fatto diventare l'investimento in azioni di borsa una vera e propria moda a cui, chi voleva guadagnare senza faticare, non si poteva sottrarre. Un altro fattore che incide è l'illusione, come nel caso della continua crescita dei valori dei titoli a Wall Street o dell'indice dei valori industriali del New York Times, che hanno alimentato l'illusione di un mercato illimitato con incredibili margini di miglioramento e guadagno. Questa illusione, supportata dall'irrazionalità della psicologia di massa, spingeva gli individui verso i confini più audaci delle loro azioni, portandoli a prendere decisioni estreme pur di ottenere un'azione che avrebbero rivenduto qualche giorno dopo non appena il loro prezzo sarebbe aumentato. La speculazione, sorretta da un facilitato accesso al credito, era sempre più diffusa e faceva leva proprio sull'illusione di cui le persone erano prigioniere inconsapevoli. Un'altra componente sono le personalità forti che stimolano profondamente gli individui e ne aumentano l'euforia attraverso il loro esempio, come John J. Raskob che riuscì a trarre grande profitto dalla United Corporation o il caso di improvviso arricchimento dell'American Founders Group. Ma gli esempi più lampanti di quest'ultima componente sono probabilmente Fisher, che con le

---

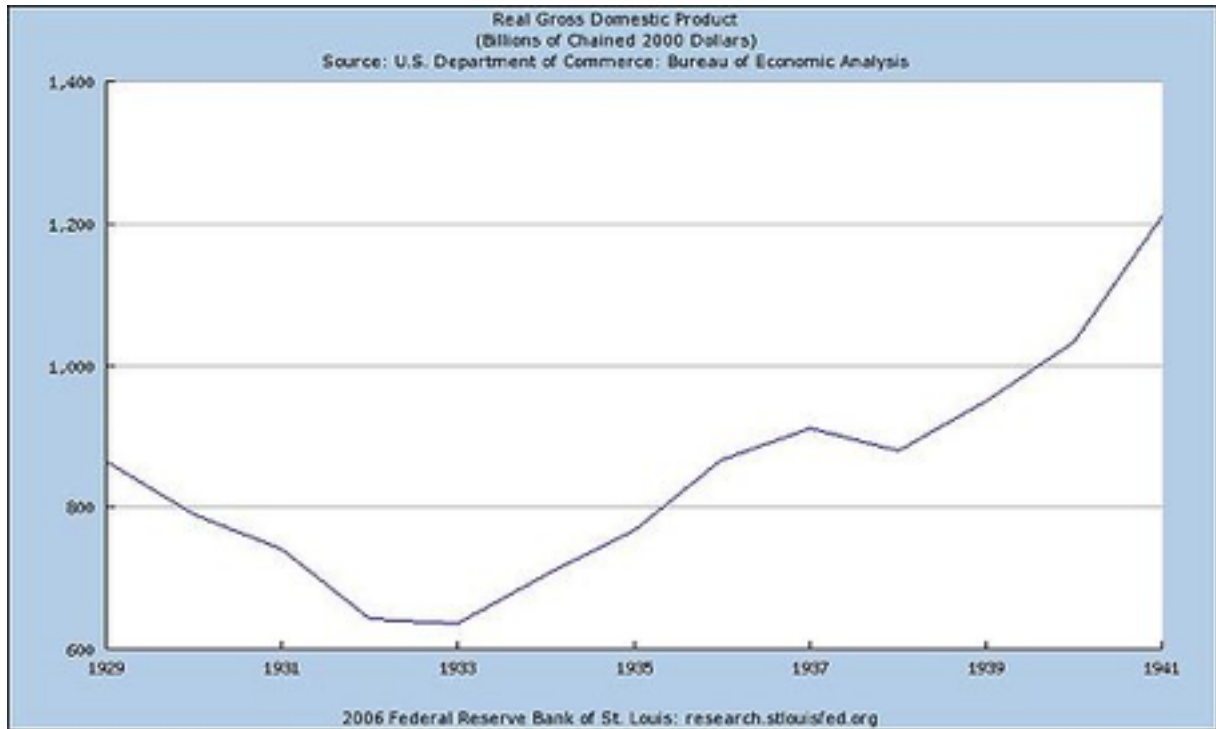
<sup>29</sup> J.K. Galbraith, "Il grande crollo", BUR Saggi, ed. 2015, pg. 63

continue dichiarazioni positive e ottimiste rispetto al futuro riusciva ad influenzare le masse, e i banchieri più influenti, come i capi della National City e della Chase di New York, i quali loro stessi speculavano vigorosamente per conto loro, facendo trasparire con il loro esempio la sensazione di un mercato stabile e con ottime prospettive a lungo termine. L'influenza di queste personalità sul mercato e sul modo di agire degli individui, in preda all'euforia, superava di molto le ammonizioni di molti autorevoli esperti, come quelle di Paul M. Warburg della International Acceptance Bank, che aveva previsto "una depressione generale che avrebbe coinvolto l'intero paese", o quelle di Alexander Dana Noyes che, attraverso la sua pagina finanziaria nel New York Times, più volte (forse troppe, perdendo di credibilità) aveva annunciato che il crollo sarebbe sopraggiunto. Nell'analisi dell'euforia irrazionale, una volta capito dove essa può nascere e gli effetti che ha sul comportamento degli individui, diventa assolutamente un obiettivo primario, soprattutto per le amministrazioni statali, cercare di riconoscerla nel momento in cui si manifesta. Purtroppo, però, essendo per definizione irrazionale, è anche difficile da individuare e ancor di più da quantificare in maniera scientifica, in modo da poterla gestire o stroncare sul nascere. Nel 1929, infatti, non erano in molti ad essersi accorti della presenza di una bolla speculativa dovuta principalmente dall'esuberanza irrazionale degli operatori di mercato. Il fatto che si sia riuscito a controllare in maniera così limitata questa euforia irrazionale è un grave problema che secondo John Kenneth Galbraith mette in discussione alcuni punti del capitalismo americano della prima metà del 1900. L'autore, infatti, si augura che l'esperienza del 1929 possa evitare simili crisi in futuro. Grazie a quell'esperienza e alla trattazione dell'argomento in "*The great crash*", infatti, oggi si hanno a disposizione più strumenti per rilevare eventuali comportamenti troppo esuberanti del mercato, e mentre gli economisti dei primi anni del 1900 non consideravano sufficientemente l'aspetto psicologico delle aspettative e della loro eventuale irrazionalità, quell'errore è difficilmente replicabile nel presente.

## CONCLUSIONE

John Kenneth Galbraith ha dato un apporto straordinario all'analisi delle crisi in generale, grazie a "*A short history of financial euphoria*", e della crisi del 1929 con "*The great crash*". Nei suoi scritti e nell'esposizione dei suoi pensieri si percepisce umiltà di giudizio, riportando sì le scelte sbagliate delle istituzioni, ma non condannandole in maniera eccessiva. In particolare, l'analisi delle cause scatenanti il crollo della borsa americana del 1929 è molto completa e dettagliata, e non trascura né fattori economici, come la struttura societaria e bancaria dell'epoca, né quelli sociali, come appunto l'euforia irrazionale. Ciò che a mio avviso è particolarmente interessante è capire perché gli individui siano caduti in questa spirale emotiva che li ha portati a prendere decisioni economicamente non razionali, e che influenza abbiano avuto le istituzioni e le autorità economicamente rilevanti nei confronti degli individui: di questi due aspetti Galbraith riesce a dare un'ottima interpretazione. Questo saggio, che non a caso è stato studiato, aggiornato e riportato nelle librerie più volte nel corso degli anni, è estremamente attuale nella sua critica non tanto velata a certi aspetti del capitalismo e all'azione più o meno interventista da parte dei governi, ed è sempre utile riconsiderarlo quando le dinamiche economico-finanziarie sono rischiosamente analoghe quelle della prima metà del ventesimo secolo. Il fatto che molti economisti attuali paragonino la crisi del 2008 e quella del 1929 attraverso il libro "*The great crash*" è la prova pratica del carattere attuale del saggio e della sua grandezza non solo a livello sociologico, ma anche economico. Grazie a quest'opera, oggi i fattori trascurati nel 1929, come per l'appunto quello dell'euforia che può offuscare il giudizio degli individui o quello della speculazione, sono più circoscritti e controllati dalle autorità. Indipendentemente dalle opinioni personali, risultano oggettivamente valide le trattazioni e le considerazioni di John Kenneth Galbraith, un economista il cui apporto allo studio dell'economia, soprattutto riguardo l'analisi delle crisi, è stato di fondamentale importanza ed è tuttora di straordinaria attualità.

## Allegato 1



## Allegato 2

### NUMBER OF SUICIDES PER 100,000 OF POPULATION 1925-34

Year	For Registration Area *	For New York City
1925	12.1	14.4
1926	12.8	13.7
1927	13.3	15.7
1928	13.6	15.7
1929	14.0	17.0
1930	15.7	18.7
1931	16.8	19.7
1932	17.4	21.3
1933	15.9	18.5
1934	14.9	17.0

\* The Registration Area is the part of the country—most of it—wherein causes of death are duly reported. Data are from *Vital Statistics: Special Reports, 1-45, 1935* (Washington: Department of Commerce, Bureau of the Census, 1937).

## BIBLIOGRAFIA

Allen, F.L. (1931), *Only Yesterday: An Informal History of the 1920s*, Harper and Row, New York, p. 315

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Henry S. King & Co., Londra, p. 150

Caruso, S. (2012), *Homo oeconomicus*, Firenze University Press, Firenze, p. 11

Foley, S. (2008), *History lessons: Galbraith's 'The Great Crash 1929' is still essential reading today*, in The Independent UK, <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/history-lessons-galbraiths-the-great-crash-1929-is-still-essential-reading-today-956710.html>

Friedman, M. (1963), *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press, Princeton

Galbraith, J.K. (1998), *A Short History of Financial Euphoria*, trad. it. di Mario Biondi, Rizzoli, Milano

Galbraith, J.K. (1990), *A Tenured Professor*, trad. it. di Mario Biondi, Rizzoli, Milano

Galbraith, J.K. (1955), *The Great Crash*, trad. it. ed. 2015, BUR Rizzoli Saggi, Milano

Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan, Londra

Knight, F.H. (2012), *Risk, Uncertainty and Profit*, Dover Publications, New York

Skidelsky, L.R. (2010), *La duratura importanza di Keynes*, ne Il Sole 24 Ore, [http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/dossier/Italia/2009/commenti-sole-24-ore/16-febbraio-2010/duratura-importanza-Keynes\\_2.shtml?refresh\\_ce=1](http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/dossier/Italia/2009/commenti-sole-24-ore/16-febbraio-2010/duratura-importanza-Keynes_2.shtml?refresh_ce=1)

Skousen, M. (2006), *Milton Friedman: objective scientist first, free-market promoter second*, in Christian Science Monitor, <http://www.csmonitor.com/2006/1228/p09s01-coop.html>

Smith, A. (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, W. Strahan and T. Cadell, Londra

Stiglitz, J.E. (2006), *John Kenneth Galbraith understood capitalism as lived - not as theorized*, in Christian Science Monitor, <http://www.csmonitor.com/2006/1228/p09s02-coop.html>

## **RINGRAZIAMENTI**

Vorrei ringraziare chiunque abbia creduto in me in questo bellissimo viaggio. Innanzitutto la mia famiglia, mio fratello e i miei genitori, che sempre mi hanno sostenuto, supportato, sopportato, incoraggiato ed assecondato in questi tre anni: senza di voi non sarei nulla. Mi avete dato tutto quello di cui un figlio ed un fratello minore hanno bisogno, e spero che questo giorno ricambi, almeno in parte, gli sforzi ed i sacrifici fatti per farmi arrivare dove sono ora, con una simbolica corona d'alloro in testa che voi meritereste più di me. Poi vorrei ringraziare i miei amici padovani, senza dilungarmi nel citare nomi, che hanno condiviso con me momenti di straordinaria felicità e momenti di raro sconforto, in cui si risolveva tutto con una birra (forse due) in compagnia. Grazie anche a tutti i miei coinquilini, ovvero Pancio, Stè, Spa, Snoop, Andriy, Marco ed Alessandro: da ognuno di voi ho imparato qualcosa. Grazie anche ai miei amici veronesi, che sempre mi hanno dato motivo di tornare. Grazie alla città di Padova, al Prato, ai portici, alle aule studio. Infine grazie a me stesso, per essere riuscito a studiare quando mollare era facile e a trovare un equilibrio perfetto tra libri e amici, per non essere fuggito in Australia nel Gennaio del 2014, per aver meritato con il sudore questo traguardo, per avermi sopportato nelle mie follie e debolezze.

Dedicato a Carlo Brunelli.

David Mascanzoni