

Dalla crisi economica del 1929 alla crisi del 2008

Corso di Politica economica
a.a. 2013-14

L'attuale crisi economica sta segnando profondamente l'economia sia dei paesi occidentali, nella quale si è originata e rapidamente diffusa, che degli *emerging countries* vittime di un forte calo dell'export oltre che dei timori legati al propagarsi del "panico sistemico" dei mercati finanziari.

Le banche centrali hanno assunto un ruolo chiave nel contrastare le spinte recessive in atto e cercare di restituire al sistema finanziario quella credibilità ormai gravemente minata.

I famosi mutui *subprime* sono indicati come la principale ed iniziale causa della crisi finanziaria. Quella che inizialmente era nata come crisi finanziaria si è poi trasformata in crisi dell'economia reale: i fallimenti delle imprese sono cresciuti in maniera esponenziale, la disoccupazione ha toccato livelli record e sembra ancora non arrestarsi, l'inflazione resta alta nonostante la depressione in atto, per non parlare della stretta creditizia (*credit crunch*) che mortifica l'attività di molte piccole e medie imprese.

Nel contempo si è approfondito il problema della sostenibilità del debito sovrano e della stabilità del sistema bancario, in particolare, in diversi paesi dell'Unione europea. Alcuni di questi (Grecia, Portogallo, Irlanda) sono ricorsi ad aiuti economici internazionali. Il dibattito intorno a queste questioni è diventato talmente aspro da mettere in seria discussione la stabilità dell'intera Area Euro. In questa fase, è perciò quanto mai importante prospettare misure in grado di fornire uno stimolo forte all'economia.

Alcuni economisti hanno cercato di spiegare quanto accaduto negli ultimi anni ricordando quanto accaduto tra il 1929 e il 1933, in quel periodo più comunemente noto come quello della Grande Depressione del 1929.

L'accostamento sembra opportuno innanzi tutto in considerazione del luogo in cui si sono originate e da cui si sono propagate, ovvero gli Stati Uniti d'America.

Oggi come allora assistiamo al ripresentarsi delle negative conseguenze scaturite dal fallimento delle autorità di regolamentazione di vigilanza del mercato finanziario statunitense nell'esercizio del proprio ruolo. Non a caso, le autorità sono state sottoposte a vibranti critiche proprio perché, nonostante i precedenti, non hanno saputo prevenire i comportamenti opportunistici degli operatori del mercato che producono sempre, come conseguenza finale, un danno per i piccoli risparmiatori.

Il tema dell'interpretazione della Grande Depressione è quanto mai attuale proprio perché offre spunti di riflessione che si ritiene possano essere utili anche per la comprensione dell'attuale contesto storico-economico e l'implementazione delle scelte dei *policy makers*

La crisi economica del 1929

La Crisi economica del 1929, meglio conosciuta come la Grande Depressione, verrà ricordata, insieme alle due Guerre Mondiali, come uno dei fatti più sconvolgenti dell'intero Novecento.

Sono molte le similitudini tra la crisi economico-finanziaria originatasi nel 1929 e la fase recessiva che, partita nel 2008 negli USA, in breve tempo, si è propagata in Europa e ancora "fiacca" l'economica dell'*Eurozona*.

Nell'ottobre del 1929, con il crollo delle quotazioni azionarie alla borsa di New York, ebbe il via una gravissima crisi economica che sconvolse gli anni antecedenti il Secondo conflitto mondiale e per certi versi ne fu anche causa indiretta.

Gli anni che hanno preceduto la Crisi del 1929 sono stati definiti come "anni ruggenti" caratterizzati da una particolare euforia giustificata dal boom economico che gli USA sperimentarono in quegli anni.

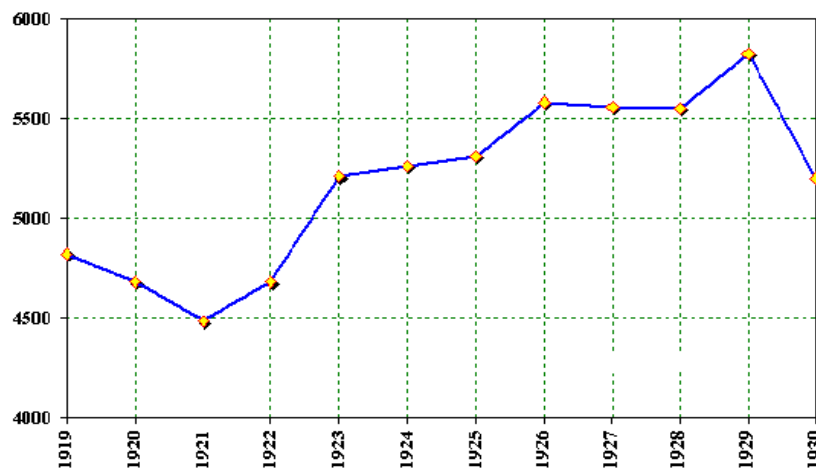
Proprio la grave crisi economica che in breve tempo si propagò anche in Europa diede origine a fenomeni estremistici come il movimento politico-sociale di Hitler.

Lo sviluppo industriale che fu frenetico alimentò le speculazioni avviando così la formazione di una bolla speculativa il cui scoppio ebbe effetti drammatici.

Negli anni precedenti la crisi, infatti, la produzione e i profitti erano aumentati considerevolmente mentre i salari rimanevano piuttosto stabili e il sistema creditizio era ancora disorganizzato e inadeguato (Fig. 1)

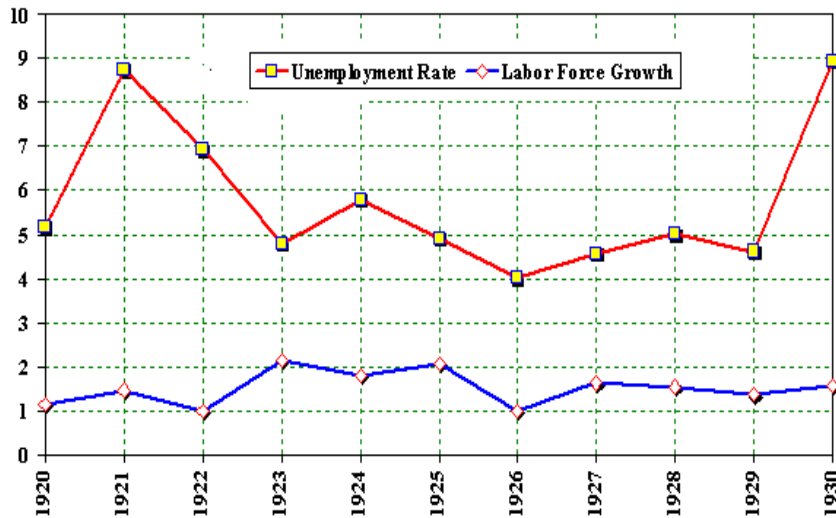
Anche il tasso di disoccupazione diminuì in maniera considerevole favorito anche da leggi più restrittive sull'immigrazione (Fig. 2).

Andamento del prodotto nazionale lordo pro-capite (GNP) 1919-1930



Fonte: Romer, *Advanced Macroeconomics*

Fig. 2. Tasso di disoccupazione e forza lavoro 1920-1930



Il vantaggio competitivo di cui poté approfittare l'economia statunitense in questi anni è da imputare anche alla debolezza della Germania, che dagli anni '80 dell'800 era stata il più importante *competitor* industriale sui mercati internazionali insieme agli Usa e che, dopo la Grande guerra, si trovava a sostenere ingenti spese per pagare i cospicui debiti di riparazione.

Nell'arco di un decennio si svilupparono importanti industrie, soprattutto nel settore automobilistico nate nei primi del '900: si pensi alla Ford e alla General Motors.

Lo sviluppo industriale trainato dal settore automobilistico, in breve tempo, si allargò ad altri settori con gli utili aziendali che crescevano in maniera esponenziale alimentati dal commercio nazionale ed estero.

Proprio in questi anni i prezzi azionari delle principali aziende del Paese raggiunsero picchi molto elevati tanto da spingere sempre più persone, e in particolare i piccoli risparmiatori, ad investire in borsa.

Il boom economico americano fu, inoltre, sostenuto da una politica di tassi di interesse bassi attraverso i quali il Governo USA sosteneva il rilancio degli investimenti. Il basso costo del denaro, inoltre, garantiva il sostegno USA della sterlina nell'ambito del *gold exchange standard*.

Un primo segnale di allarme, che i politici statunitensi non riuscirono subito a cogliere riguarda la speculazione immobiliare che in questi anni interessò la Florida

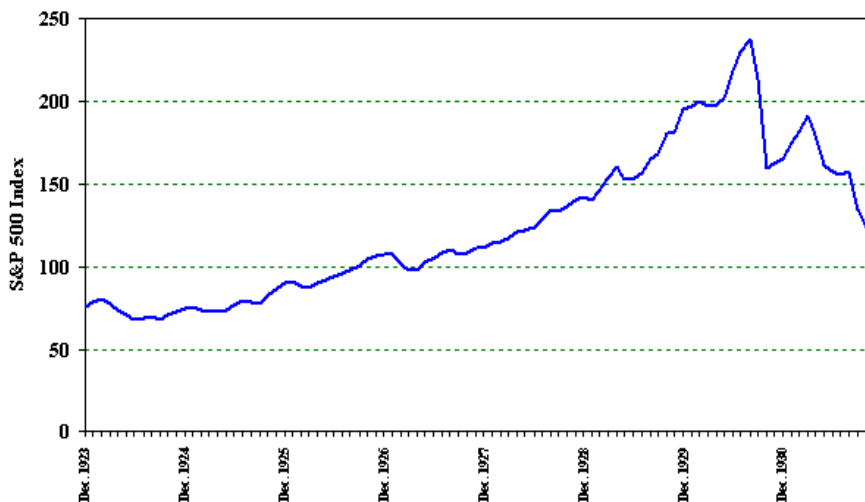
Nel 1926 la bolla immobiliare della Florida si sgonfiò e non appena si diffusero *rumors* su un calo della domanda di lotti, tutti si precipitarono a vendere provocando un'inarrestabile crollo dei prezzi.

Nonostante il "caso Florida" la corsa all'arricchimento della *middle class* statunitense non si arrestò; il mercato azionario visse la stessa esperienza del mercato immobiliare della Florida per valori notevolmente maggiori.

L'economia degli USA aveva già conosciuto un brusco rallentamento a partire dal terzo trimestre del 1929, a causa del calo della domanda interna; tuttavia, i corsi azionari continuavano a salire non rispecchiando così il calo della produzione industriale, mentre la speculazione veniva sostenuta dal ritmo crescente dei prestiti bancari concessi dai principali istituti di credito.

Favoriti dai crescenti utili aziendali, sempre più investitori si interessarono al mercato azionario tanto che tra il 1925 e il 1929 il volume degli scambi aumentò esponenzialmente; questo meccanismo degenerò ben presto, in quanto l'acquisto dei titoli era finalizzato all'arbitraggio consentito dalla continua ascesa delle quotazioni.

Fig.3. Andamento dello S&P 500 (1923-1931).



Fonte: Banking and Monetary Statistics

Come insegna la storia, ogni bolla speculativa è destinata a sgonfiarsi: il crollo azionario del 1929 ebbe effetti catastrofici sull'economia statunitense soprattutto perché si era in precedenza diffusa la convinzione che l'investimento in borsa avrebbe generato un "arricchimento facile" ed ormai tutti investivano i propri risparmi in azioni.

La possibilità di guadagni facili determinò una vera e propria migrazione di capitale dall'Europa verso gli USA e ciò segnò profondamente soprattutto l'economia tedesca. Si arriva così a quello che è ricordato come il "Martedì nero".

L'economia degli USA aveva già conosciuto un brusco rallentamento a partire dal terzo trimestre del 1929, a causa del calo della domanda interna; tuttavia, i corsi azionari continuavano a salire non rispecchiando così il calo della produzione industriale, mentre la speculazione veniva sostenuta dal ritmo crescente dei prestiti bancari concessi dai principali istituti di credito.

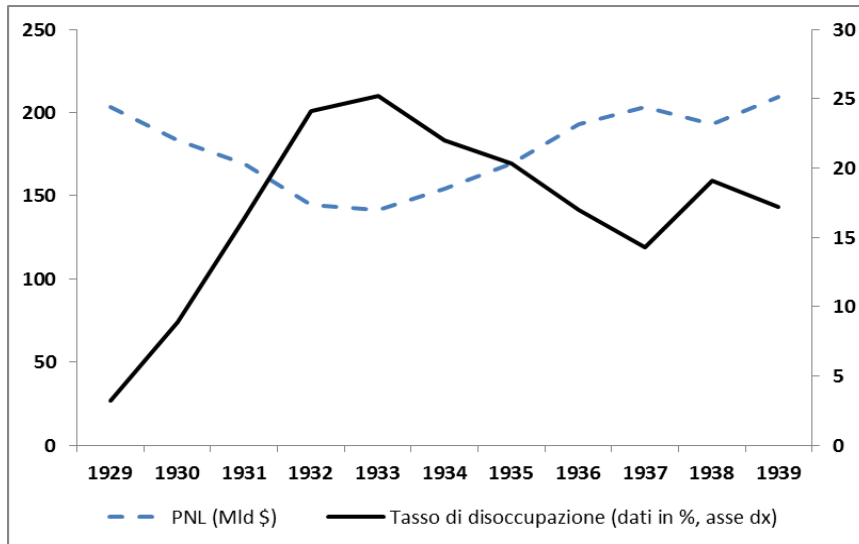
La crisi del mercato azionario arrivò nell'autunno del 1929 quando la fiducia degli investitori iniziò ad essere minata dalla preoccupazione che i titoli avrebbero in breve perso parte del loro valore spingendo tutti a vendere e provocando un cosiddetto "*panic selling*".

Il 24 ottobre del 1929 ha inizio la fase che dà il via alla Grande Depressione: non si riusciva a trovare un acquirente e si rese necessario l'intervento dei principali banchieri statunitensi che assicurarono un'immissione di capitali per sostenere il sistema.

I dati aggregati sulla produzione e sull'occupazione non lasciano dubbi: la crisi che scoppiò negli Stati Uniti nel 1929 ebbe pesanti ripercussioni non solo sul tessuto produttivo statunitense ma anche su quello di molti Stati europei.

In poco meno di 3 anni il tasso di disoccupazione raggiunse il suo picco, poco sotto il 25%, crescendo di quasi venti punti percentuali nell'arco di un triennio; gli alti tassi di disoccupazione furono la diretta causa della forte contrazione dell'attività produttiva (-15% a/a nel 1932) Fig. 4.

Fig- 4: Tasso di disoccupazione e PNL negli USA (1929-1939)



Il crack borsistico, negli Stati Uniti, accrebbe enormemente le difficoltà del sistema industriale, paralizzando investimenti, produzione, profitti. Le conseguenze ulteriori furono il ribasso dei prezzi e il dilagare della disoccupazione.

La recessione fu aggravata dalla crisi del settore agricolo, che causò un'ulteriore contrazione dei consumi, deprimendo ancora di più l'economia.

Nel 1932, la quotazione dei titoli nella Borsa di New York era scesa a meno del 20% rispetto al livello raggiunto nell'ottobre del 1929 e la produzione industriale statunitense, per la caduta dei prezzi, era diminuita di circa il 50%.

La crisi del 1929 segnò il primo e più importante fallimento dell'economia di mercato.

Le cause

le cause della Grande Depressione sono state oggetto di un ampio dibattito; vi è un largo consenso sul fatto che essa sia derivata da una diminuzione della domanda aggregata che ha portato ad un anomalo aumento delle scorte e ad una drammatica caduta della produzione.

La cura keynesiana

Per superare la fase depressiva, per Keynes, era necessaria una manovra pubblica di politica economica che rialimentasse la domanda di beni di consumo e di investimento.

L'intervento statale poteva realizzarsi sia in termini di politica monetaria, che in termini di politica fiscale: secondo Keynes la manovra più opportuna per risollevare l'economia dagli effetti della crisi è la politica fiscale sottolineando l'importanza della politica di espansione della spesa pubblica.

Nella teoria keynesiana, il livello di produzione e di occupazione dipende essenzialmente dagli investimenti. Questi, a loro volta, sono in gran parte determinati dalle aspettative degli imprenditori, le quali sono per lo più irrazionali, essendo influenzate dal grado di ottimismo/pessimismo circa l'andamento generale dell'economia.

Qualora il livello di investimenti sia insufficiente ad occupare tutta la forza lavoro e le risorse produttive esistenti, si determina un equilibrio di sotto-occupazione. In questo caso, l'unico modo per rilanciare l'economia è quello di aumentare la spesa pubblica, portando la domanda complessiva ad un livello compatibile con la piena occupazione, rimediando così ai problemi causati dal livello insufficiente di domanda privata.

Attraverso l'aumento della spesa pubblica, infatti, lo Stato può contribuire all'aumento della domanda aggregata di beni, e quindi stimolare positivamente l'occupazione ed arginare la crisi da insufficienza di domanda. Quindi, secondo Keynes, l'aumento della spesa pubblica effettuata tempestivamente può invertire la tendenza e ricondurre il sistema alla stabilità attraverso l'incremento della domanda aggregata.

L'indebitamento contratto dallo Stato per aumentare il proprio intervento viene contestualmente ripagato dall'aumento della ricchezza dal paese.

In merito a quest'ultimo punto, la novità importante introdotta da Keynes è il concetto di "moltiplicatore" che cerchiamo di spiegare come segue:

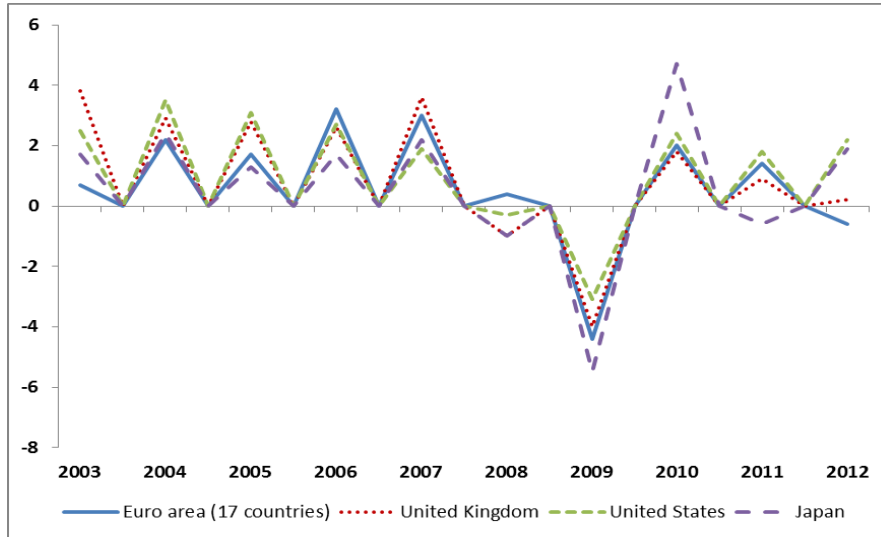
- 1) se lo Stato investe nella spesa pubblica, questo investimento si trasformerà in reddito per le imprese e in salari per gli operai;
- 2) imprese e operai spenderanno a loro volta una parte del finanziamento ottenuto in beni di consumo o d'investimento;
- 3) i commercianti, a loro volta, con i soldi ottenuti vendendo i prodotti, provvederanno ad altri acquisti;
- 4) l'effetto finale di questo meccanismo è un aumento del reddito complessivo superiore all'incremento della spesa pubblica necessario per innescare "la miccia" dell'economia.

Secondo M. Friedman, dopo la morte nel 1928 del Presidente della Fed di New York, Strong, l'impostazione della politica monetaria statunitense divenne fortemente restrittiva tanto da far sì che la recessione originatasi nell'estate del 1929 si trasformasse in Depressione a seguito del crollo azionario dell'ottobre dello stesso anno.

La Grande Crisi del 2008

Nel 2008, sempre dagli Stati Uniti, si è propagata nel resto del mondo una delle crisi finanziarie più drammatiche della storia economica, che per durata ed effetti è stata da molti accostata alla Grande Depressione del '29. Bastano pochi dati per capire qual è stata, e qual è, la portata della crisi che ancora "morde" sull'economia mondiale (Fig. 5).

Tasso di crescita Pil reale (2003-2012, dati%)



Il grafico evidenzia il forte calo del Pil reale sia negli USA sia nelle altre economie avanzate e l'innalzamento "preoccupante" del tasso di disoccupazione.

Così come nella crisi del '29, anche la Grande crisi del 2008 è stata il frutto dello scoppio di una bolla speculativa che si è gonfiata in maniera esponenziale a partire dagli inizi del nuovo millennio.

Attraverso un eccessivo uso della finanza creativa fondata sulle cartolarizzazioni e sui derivati si è attivato un meccanismo perverso di forti speculazioni che le Autorità di vigilanza non sono state in grado di cogliere ed arginare.

L'origine della crisi dell'economia reale è stata una crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti nell'estate del 2007, poi diffusasi in Europa e rapidamente nel mondo intero. La crisi finanziaria è iniziata nel cosiddetto mercato dei mutui *subprime*, un segmento del mercato immobiliare statunitense nel quale si erogano mutui caratterizzati da un alto profilo di rischio.

Grazie alle politiche espansive della Fed (bassi tassi di interesse) dei primi anni del 2000 guidata da A. Greenspan, le banche hanno iniziato a concedere crediti anche a soggetti più "rischiosi" (i cosiddetti "soggetti *subprime*", cioè con rating di minore qualità).

Dal primo decennio di questo secolo quindi i prezzi delle case sono aumentati molto senza che diminuissero i costi di costruzione o che la popolazione crescesse significativamente. Accanto ai mutui *subprime* si sono sviluppati i cosiddetti *Credit Default Swap (CDS)*, contratti derivati che venivano forniti da grandi banche di investimento che rappresentavano vere e proprie assicurazioni sul credito che proteggevano gli istituti che avevano concesso mutui *subprime*

Le banche USA, al fine di contenere la rischiosità della loro esposizione in questa tipologia di crediti, cartolarizzavano tali crediti e cedevano al mercato i titoli derivanti da tale processo in modo da trasferire il rischio sul mercato.

Il problema si è manifestato nel momento in cui, nel giro di soli due anni, i tassi di interesse sono passati dall'1,5% al 5,25% inducendo, di fatto, molti debitori a non poter pagare più le rate dei mutui; in poco tempo, si sono moltiplicati i pignoramenti di abitazioni a cui erano legati i mutui e l'eccessiva offerta di immobili sul mercato ha generato il crollo del mercato immobiliare.

Il crollo dei prezzi delle case, di circa il 30% in media negli Stati Uniti tra il 2006 e il 2009, ha messo in ginocchio l'intera economia.

Infatti, se le banche non sono abbastanza prudenti quando concedono un mutuo, al crescere dei tassi, può succedere che la famiglia abbandoni la casa o smetta di pagare il mutuo. Alla banca resta la possibilità di riscattare la proprietà della casa.

Tuttavia, a causa del crollo del mercato immobiliare, il valore attuale di mercato della casa risulta essere inferiore al valore del prestito che è stato inizialmente concesso e la banca registra una perdita.

Allo scoppio della bolla dei mutui subprime si è aggiunto l'esponenziale aumento dei prezzi delle materie prime, ed in particolare delle quotazioni del greggio e di alcuni cereali, che ha generato un aumento dei prezzi alla produzione e una contrazione dei consumi;

come se non bastasse, alla crisi finanziaria si sono accompagnate tensioni politiche che hanno contribuito a peggiorare le aspettative degli operatori.

Si pensi alla cosiddetta primavera araba quando a cavallo tra 2010 e 2011, il caro-vita ha spinto le popolazioni colpite alla rivolta contro le autorità costituite determinando il rovesciamento dei regimi politici in Egitto, Libia, Yemen, e Tunisia.

L'apice della crisi si è avuto con il crollo di Wall Street nell'ottobre del 2008 rievocando così il famoso martedì nero del 1929. Quella che era nata come crisi finanziaria, si è trasformata drammaticamente in una crisi economia reale con un forte calo dei consumi, un aumento dei fallimenti, il rialzo del tasso di disoccupazione e, cosa ancor più grave, una riduzione del credito bancario.

L'Area Euro non si è ancora ripresa a causa dell'instabilità determinata dalle preoccupazioni legate alla sostenibilità del debito dei cosiddetti Piigs (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) che ha portato a siglare politiche di austerità come il Fiscal Compact, che a detta di molti non fa altro che aggravare la crisi. A questo si aggiunge la scarsa fiducia nelle possibilità della Bce di arginare la crisi visto che, a differenza della Fed, non può svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza.

Quanto finora detto avvalorava la considerazione per cui la crisi finanziaria ed economica del 2007-2009 è la maggiore dagli anni 30 del secolo scorso.

Il solo crollo dei prezzi delle case, tuttavia, non è capace da solo a giustificare lo scoppio della crisi del 2008; a tal proposito per spiegare perché il crollo dei prezzi si è amplificato bisogna introdurre il concetto di "leva finanziaria"

Nel tempo, complice la cattiva regolamentazione, i non virtuosi comportamenti delle banche si sono diffusi tra tutte le altre istituzioni finanziarie. Finché i prezzi delle case crescevano, le banche potevano fare enormi profitti mantenendo elevata la loro leva finanziaria. Questa situazione però non è durata a lungo e alla fine molte banche si sono ritrovate senza capitale sufficiente per assorbire le loro perdite.

Secondo Blanchard, i principali canali attraverso cui la crisi finanziaria ha colpito l'economia reale sono stati:

- la contrazione del credito da parte delle banche (*credit crunch*) che ha penalizzato gli investimenti;
- il crollo del mercato azionario a cui è conseguita la riduzione del valore della ricchezza delle famiglie e quindi la contrazione dei consumi.

I rimedi

In Europa si sottolinea l'importanza delle politiche economiche di risanamento dei conti pubblici; si ritiene che il pareggio di bilancio sia una condizione essenziale per la crescita economica, proprio perché, implicando una contrazione della spesa pubblica e delle imposte e, quindi, un aumento delle disponibilità dei consumatori, potrebbe e dovrebbe favorire una più efficiente allocazione delle risorse: da qui l'abbinamento dei termini stabilità (finanziaria) e crescita.

Questo è uno dei punti maggiormente criticati dello stesso approccio neoclassico: in Europa l'aspetto critico è legato proprio ai parametri fissati dal patto di stabilità.

Se il reddito in un paese dell'Unione Monetaria Europea cresce poco, il governo potrà fare una politica economica meno espansiva (dato il vincolo del 3% di disavanzo sul PIL) di quella che può fare il governo di un paese in cui il reddito cresce molto.

Si può fare una politica espansiva quando non serve, perché il reddito cresce già abbastanza per conto suo, e non si può fare quando invece servirebbe e cioè quando il reddito ristagna e, di conseguenza, la disoccupazione aumenta.

In Italia, come nel resto d'Europa, le politiche del rigore, complice anche l'accordo europeo sul *Fiscal Compact* ampiamente caldeggiato dal Governo tedesco, sono state il punto di forza del Governo Monti (la cosiddetta *cura Monti*).

I neoclassici si concentrano sull'idea che è fondamentale che l'economia sia stabile, "con i conti a posto", per poter perseguire un piano di crescita nel medio-lungo periodo; naturalmente, bisogna mettere in conto che politiche di *austerità* generano un sacrificio, nel breve periodo, di posti di lavoro e di perdita della ricchezza.

La crisi del 1929 ci insegna che furono politiche economiche errate a trasformare una crisi finanziaria in una profonda depressione.

Indagando sulle cause della crisi attuale una critica che viene mossa all'economia statunitense riguarda poi il fatto che da tempo negli USA si consuma più di quanto si produce e, negli ultimi anni, ciò è reso possibile dall'eccessivo risparmio cinese che alla fine va a finanziare i consumi statunitensi alimentando quindi la componente di debito estero.

Dopo periodi di forte indebitamento, un paese deve ridurre i consumi, rallentare l'investimento e la crescita.

In questi frangenti si rende opportuna una svalutazione della moneta che, facilitando le esportazioni, aiuta a ridurre l'accumulo di debito privato netto verso l'estero.

Il fenomeno qui proposto trova un'evidenza empirica nel rapporto tra USA e Cina.

I cinesi, spinti dalle esportazioni sempre più crescenti soprattutto agli inizi del Nuovo Millennio, sono riusciti ad accumulare risparmio investendolo prevalentemente in Europa ed in USA.

Naturalmente un paese non può indebitarsi all'infinito, pertanto, gli USA hanno dovuto iniziare a ridurre il loro deficit con l'estero svalutando il dollaro.

Agli inizi del nuovo millennio, infatti, la svalutazione del dollaro aveva cominciato a indurre un abbassamento del deficit della bilancia commerciale così che l'eccesso di risparmio cinese ha cominciato a ridursi e generando un restringimento anche della forbice tra risparmi e spese negli Stati Uniti

Le proposte di *exit strategy*

Le iniziative che possono migliorare il sistema ed evitare che simili guai si ripetano sono:

- a) obbligare le banche a rafforzare i requisiti patrimoniali;
- b) impedire che la banca sia meno rigorosa nel processo di valutazione del merito di credito dei suoi affidati (indicando in tal modo una riduzione della leva finanziaria);
- c) stabilire una correlazione tra gli incentivi dei manager (ovvero la loro remunerazione) e i rischi che essi fanno assumere alla banca.
- d) contenere le dimensioni delle banche europee

Concentrando l'attenzione sul caso Italia, Alesina propone una serie di misure per rilanciare l'economia del Paese:

- 1) incrementare la partecipazione femminile al mondo del lavoro;
- 2) aumento dell'età pensionabile per ridurre il peso fiscale delle pensioni;
- 3) revisione del sistema universitario;
- 4) creare un mercato del lavoro unico per eliminare il problema del precariato;
- 5) rendere più efficiente il settore pubblico.