



Dipartimento di economia e direzione delle imprese

Cattedra: Prospettive Macroeconomiche Globali

Approccio macroeconomico alla crisi globale negli USA: cause, interventi delle
autorità e contagio internazionale

Relatore: Prof. Luigi Marengo

Candidato

Correlatore: Prof. Gianfranco Di Vaio

Francesco Persico

Anno accademico

2014/2015

INDICE

INTRODUZIONE **pag1-2**

CAPITOLO 1

CRISI: DEFINIZIONE, STORIA E MODELLI INTERPRETATIVI

- 1.1** Definizione di crisi globale **pag 3-5**
- 1.2** Crisi definite da soglie quantitative e crisi di eventi **pag 5-8**
- 1.3** Storia della crisi globale **pag 8-10**
- 1.4** Strumenti per analizzare le crisi: tassi di cambio **pag10-12**
 - 1.4.1** Teoria dei mercati efficienti **pag12-14**
 - 1.4.2** Irrazionalità del mercato: finanza comportamentale **pag15-16**
- 1.5** Modelli interpretativi della crisi **pag16-19**
 - 1.5.1** Crisi messicana, argentina e asiatica **pag19-21**
- 1.6** Politica monetaria **pag21-23**
- 1.7** Modello di Instabilità finanziaria **pag23-26**
- 1.8** Bolla speculativa **pag27-29**

CAPITOLO 2

CRISI USA: DALLE ORIGINI ALLA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

- 2.1** Saving and Loans **pag29-31**
- 2.2** Mercato immobiliare: cause del crollo **pag31-33**
- 2.3** Cronologia della crisi **pag33-37**
- 2.4** Cause macroeconomiche **pag37-40**

2.5	Cause microeconomiche	pag40-49
2.6	Risposte delle autorità: il ruolo dell’FMI e della FED	pag49-51
2.7	Riforma finanziaria	pag52-57
2.7 .1	Ultimissime riforme americane nell’economia reale	pag57-58
2.8	Dopo la crisi	pag58-61

CAPITOLO 3

EFFETTI DELLA CRISI: ASIA, EUROPA E ITALIA

3.1	Fenomeno del contagio	pag62-63
3.2	Scenario asiatico	pag63-66
3.3	Europa: il ruolo della BCE	pag66-68
3.3.1	Crisi e risposte delle autorità	pag68-79
3.3.2	Basilea III	pag79-84
3.3.3	Riforma finanziaria	pag84-90
3.4	Italia: Crisi e risposte	pag90-94
3.4.1	Gli effetti delle manovre	pag94-102

CONCLUSIONI	pag103-104
--------------------	-------------------

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	pag105-106
----------------------------------	-------------------

INTRODUZIONE

In questa tesi presentiamo l'evoluzione e gli aspetti tecnici delle crisi finanziarie. In particolare viene analizzata la più grossa crisi mondiale: la crisi americana dei subprime. Siamo partiti dal concetto generale di crisi; per poi affrontare nello specifico la crisi dei subprime in America e il successivo contagio Europeo e Asiatico. Prima di tutto occorre precisare che la crisi finanziaria moderna ha origine nelle più antiche crisi finanziarie elaborate dai diversi studiosi. Le cause principali della crisi sono tre:

- i forti squilibri macroeconomici internazionali e la politica monetaria abbastanza accomodante hanno portato ad un aumento del credito hanno portato ad un eccessivo indebitamento e una bolla immobiliare
- nel corso degli anni le banche hanno fatto ricorso a politiche di business aggressive basate sulla cartolarizzazione dei crediti e su nuove strutture finanziarie molto rischiose
- i sistemi di regolamentazione non erano idonei a limitare il comportamento inadeguato delle banche

In base a tali motivazioni la crisi ha assunto nel giro di pochi anni livelli mondiali. A questo punto, occorre precisare cosa si intende per mutui subprime. I mutui subprime sono mutui garantiti da ipoteca concessi ai privati per acquisire immobili. Tali mutui, sono stati definiti subprime in quanto sono stati concessi senza rispettare grandi politiche di rischio; pertanto non tutti sono stati in grado di pagarli. Le banche avevano come garanzia l'ipoteca delle case; ma il prezzo delle case è sceso negli anni e le banche si sono trovate a pignorare degli immobili che valevano meno del residuo mutuo. A questo punto hanno avviato delle operazioni di cartolarizzazione usando i "derivati" in modo da vendere questo debito di banca in banca fino a tre o quattro passaggi. Tutto ciò ha comportato che il fallimento delle banche che avevano concesso tali mutui si esteso anche ad altri istituti

finanziari fino ad arrivare ad un contagio prima americano, e poi via via in tutta Europa. Le risposte a questa crisi, ormai mondiale, sono state diverse e soprattutto non coordinate. In particolare gli Stati Uniti immettevano una grossa quantità di liquidità sul mercato; mentre l'Europa metteva in piano una manovra di intervento ad hoc su misure di anticrisi a livello fiscale. L'intento di questa tesi è stato proprio quello di analizzare la crisi nei suoi aspetti più generali. Nel primo capitolo vengono analizzate le cause della crisi e i tipi di crisi che si sono avute negli anni. In particolare sono state analizzate le cause quantitative e qualitative. Nel secondo capitolo viene analizzata la crisi dei subprime nello specifico, concentrandosi in particolar modo sulle cause e soprattutto sulle manovre poste in essere dalle autorità competenti per gestire tale fenomeno. Si è cercato, inoltre, di dare una definizione ai veri subprime e soprattutto quale è stata la reazione americana a questa crisi. Infine, nel terzo capitolo è stato analizzato il fenomeno del contagio internazionale per comprendere in che modo la crisi, dagli Stati Uniti si è riversata nell'intera economia mondiale; in particolare si è proceduto ad analizzare la questione asiatica, lo scenario europeo concentrandoci sulle riforme delle istituzioni ed infine la situazione italiana prima e dopo gli interventi del Governo.

Capitolo I Crisi: definizione, storia e modelli interpretativi.

1.1 DEFINIZIONE DI CRISI GLOBALE

Molti economisti, negli anni, hanno cercato di dare una definizione al concetto di crisi, ma non sono mai giunti ad una definizione univoca, né sono riusciti a determinare un modello di causa ed effetto che riesca a prevederla. Si parla di crisi finanziaria quando la domanda di denaro delle imprese è superiore all'offerta di denaro da parte di banche e investitori. In genere tale squilibrio si manifesta alla fine della fase espansiva di un ciclo economico, in quanto la disponibilità ad offrire denaro diminuisce poiché risente di una situazione economica non più positiva e pertanto lascia insoddisfatta la domanda di credito delle imprese. Spesso la nascita delle crisi finanziarie viene ricondotta a particolari soggetti che operano nei mercati ossia gli speculatori. Lo speculatore è colui che assume posizioni aperte per conseguire profitti, è un vero e proprio giocatore d'azzardo nei mercati e pertanto attraverso il suo operato si può creare confusione all'interno del settore finanziario. Per completezza è opportuno ricordare che esistono altri operatori finanziari, ossia arbitraggisti e hedger. In realtà sono diverse le teorie proposte dai vari economisti per spiegare le "vere" ragioni che conducono l'insorgere di una crisi. Da Malthus che la riconduce all'aumento della popolazione, che tende a crescere in misura superiore rispetto alla disponibilità di risorse; Marx che come Shumpeter ne da una spiegazione ciclica, però mentre il primo la ricollega all'espansione e contrazione dell'Esercito Industriale di Riserva (EIR), il secondo la giustifica con il ruolo delle innovazioni ad opera dell'imprenditore¹.

¹ Santoro V., *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive volume 1*, editore Giuffrè.

Volendo dare una definizione di crisi globale, sarebbe opportuno distinguerla dalla crisi regionale in modo tale da collocarla ad un livello più alto in termini dimensionali.

La crisi globale si caratterizza per quattro elementi principali che la distinguono dalla crisi regionale:

- La crisi coinvolge più centri finanziari; in modo tale che almeno un Paese sia responsabile di una quota significativa del Pil mondiale.
- Le regioni coinvolte dalla crisi sono almeno due e diverse.
- I paesi coinvolti dalla crisi sono almeno tre in ogni regione.
- La turbolenza finanziaria globale media ha una deviazione standard pari almeno ad uno al di sopra del valore normale.

Quando si parla di crisi globale, bisogna tener presente due fattori importanti, che sono: gli effetti della crisi sull'attività economica che viene misurata dagli aggregati mondiali dei prezzi delle azioni; la sincronicità degli effetti sui paesi diversi.

Nel corso degli anni, se da una lato non si è riusciti a dare una definizione univoca di crisi globale, d'altro lato si è potuto stabilire che le crisi si sviluppano ed emergono attraverso modelli comuni. Lo studio condotto da Kaminsky e Reinhart ha stabilito che il momento iniziale di una crisi è da ricondurre alla liberalizzazione finanziaria. Reinhart ha analizzato il collegamento tra i default esterni e le crisi valutarie. Grazie alla liberalizzazione finanziaria le banche hanno maggiore accesso al credito estero e a livello nazionale si hanno pratiche di prestito più rischiose. Tutto ciò, comporta che dopo un boom di mutui i bilanci delle banche cominciano a presentare punti di debolezza. Nella fase successiva, la banca centrale tende a sostenere le banche estendendo il credito; quando viene manovrato massicciamente il tasso di cambio sorge una incoerenza politica tra il sostegno fornito dal tasso di cambio e il ruolo di prestatore di ultima istanza alle istituzioni in difficoltà. In questa fase, le banche tendono a non seguire una politica di difesa del tasso di interesse mirata a difendere la valuta. Da ciò ne

deriva un deprezzamento o una svalutazione della valuta; in altri termini si ha una crisi valutaria. Dalla crisi valutaria comporta velocemente: o un aumento dell'inflazione o un maggiore indebitamento estero delle banche o un aumento del rischio di default interno ed esterno. A questo punto, la crisi bancaria raggiunge i livelli più alti oppure si ha un peggioramento della recessione fino al default del debito sovrano. È da precisare che non vi è una sequenza solita tra default interni ed esterni. Alla luce di ciò e soprattutto in risposta ai fatti effettivamente accaduti negli anni, non è ancora semplice stabilire un metodo o un comportamento tale da ridurre o evitare una crisi. Sta di fatto che lanciando uno sguardo nel passato sono diverse le crisi (bancarie, finanziarie, reali) che hanno caratterizzato l'economia mondiale e tutto fa pensare che quella che stiamo attraversando sicuramente non sarà l'ultima.

1.2 CRISI DEFINITE DA SOGLIE QUANTITATIVE E CRISI DI EVENTI

Come abbiamo accennato nell'introduzione, in questo paragrafo andremo a delineare gli scenari all'interno dei quali rientrano le diverse tipologie di crisi ed in particolare vedremo l'evoluzione che queste ultime hanno avuto nella storia.

Per semplicità ci concentreremo su due modelli di crisi: quella definite da soglie quantitative e quelle definite da eventi. Nel primo caso rientrano l'inflazione, le crisi valutarie e la svalutazione della moneta. Nel secondo caso, invece, rientrano le crisi bancarie e default estero e domestico. Analizziamole ora singolarmente:

- *Crisi inflazionistiche e valutarie:* Quando un Paese si trova ad affrontare una fase di economia emergente, la tendenza a cadere in periodi di inflazione alta costituisce un denominatore comune sorprendente in quanto nessun economia, in questa fase, è riuscita ad evitare episodi di elevata inflazione². Nella maggioranza dei casi, la causa scatenante l'inflazione è da imputare al Governo e al suo utilizzo smisurato dell'emissione di moneta; inoltre l'introduzione della moneta cartacea ha portato l'inflazione ad un livello tutto nuovo. Dal XVI al XVIII secolo il tasso

² C. M. Reinhart – K. S. Rogoff, *Questa volta è diverso*, 2010, pag. 130.

di inflazione a livello globale era maggiore del 20% con durata pluriennale, basti pensare alla Corea che ha registrato un'inflazione superiore al 20% per più di 50 anni. Nelle crisi moderne la storia non cambia, anzi si registrano tassi di inflazione sempre più elevati come nel caso della Cina che nel periodo post-bellico registrava un'inflazione maggiore del 1500% o l'Angola che nel 1996 arrivò al 4000%.

Dopo la crisi globale del 2001 la maggior parte dei Paesi ha attraversato un periodo "tranquillo" in termine di elevata inflazione dando credito alla teoria di "questa volta è diverso", ovvero che l'inflazione non sarebbe più tornata.

Abbiamo accorpato crisi inflazionistiche e crisi valutarie perché entrambe si verificano nella medesima crisi e viaggiano di pari passo soprattutto nei casi in cui vi sono Paesi dove si registra un'inflazione cronica. Un espediente, utilizzato da molti Paesi quando si verificano questi fenomeni, consiste nella *dollarization* ovvero l'utilizzo di una valuta estera come mezzo di scambio; questo rappresenta però un costo elevato di lungo termine e di conseguenza gli obiettivi della politica sono mirati alla riduzione di questo strumento e alla riassunzione del controllo.

- *Svalutazione della moneta: "Con la diffusione della moneta cartacea, gli studiosi della storia della moneta metallica sanno che i governi avevano trovato vari modi per lucrare redditi da signoraggio sulla moneta in circolazione già ben prima di allora. Il sistema principale era costituito dalla riduzione del contenuto in metalli preziosi delle monete, o attraverso leghe con metalli meno pregiati oppure mediante la tosatura delle monete e la nuova emissione delle monete più piccole con il medesimo valore facciale, Le moderne macchine per la stampa della moneta cartacea non sono altro che un modo più efficiente e tecnologicamente più avanzato per ottenere il medesimo risultato³."*

Tutti gli episodi di svalutazione della moneta ci portano a diverse conclusioni: fenomeni come l'inflazione ed il default non sono nuovi, le uniche novità sono rappresentate dagli strumenti; l'innovazione tecnologica (qui intesa come passaggio dalla moneta metallica a quella cartacea) non crea nuove crisi ma ne

³ C. M. Reinhart – K. S. Rogoff, *Questa volta è diverso*, 2010, pag. 162 – 165.

accentua gli effetti ed infine si può notare come i Paesi avanzati abbiano avuto in passato difficoltà che stanno oggi vivendo le economie emergenti.

- *Crisi bancarie*: La maggior parte delle crisi bancarie è avvenuta nei Paesi avanzati come Francia e Regno Unito a dimostrazione del fatto che questa tipologia di crisi non trascurava nessun; infatti è stato dimostrato come il superamento di una crisi bancaria a differenza di una inflazionistica risulta illusorio. E' utile, però, fare una distinzione tra crisi bancarie in sistemi finanziari repressi e non. Nel primo caso lo Stato impone ai cittadini di depositare tutto ciò che è in loro possesso nelle banche e di conseguenza lo Stato può finanziare il debito pubblico con tassi di interesse molto bassi. Nel secondo caso la situazione è completamente diversa: le banche solitamente si indebitano a breve termine e concedono prestiti a lungo termine. Le risorse liquide in possesso delle banche riescono a far fronte ad un aumento del ritiro dei depositi ma le difficoltà arrivano nel momento in cui non viene più riposta fiducia nelle banche e si assiste ad un massiccio ritiro dei depositi. Naturalmente la banca dovrà liquidare le proprie attività a prezzi di realizzo oppure nel caso in cui la sfiducia è riversata nei confronti di una singola banca, quest'ultima può prendere a prestito da altre banche private. Il problema, però, è quando il panico riguarda una moltitudine di banche questa soluzione non sarà efficace. Quest'esempio è rappresentativo della crisi che tratteremo nel capitolo successivo; in particolare vedremo come le imprese non operanti nel settore bancario hanno portato allo scoppio della crisi finanziandosi con prestiti a breve termine.

Le crisi bancarie, su base storiche e geografiche, hanno avuto degli elementi in comune: nella fase che precede la crisi si registra un boom degli afflussi di capitale e un boom creditizio; sono strettamente collegate ai prezzi reali degli immobili; quando sono state precedute da una liberalizzazione finanziaria hanno più probabilità di riproporsi a causa di una regolamentazione inadeguata.

- *Debito estero e domestico*: Il debito domestico viene identificato come una parte significativa dell'indebitamento di un Paese e tra il 1900 e il 2007 la quota del debito domestico era compresa tra il 40 e l'80% del debito totale⁴.

Nelle economie emergenti questa tipologia di debito è la quota maggioritaria dell'indebitamento del settore pubblico; invece nei Paesi emergenti a causa dell'inflazione prevista da parte dei governi il debito domestico ha avuto una crescita minore. Non c'è da stupirsi che nei dieci anni precedenti la crisi del 2007 le economie emergenti pagavano sul debito domestico tassi orientati al mercato.

Esistono diverse ipotesi sul debito pubblico domestico; la maggior parte assume che il debito viene sempre onorato. Si possono utilizzare modelli dove il disavanzo della spesa pubblica viene considerato irrilevante oppure modelli dove attraverso il debito pubblico domestico si determina il livello dei prezzi.

Il debito estero e quello domestico viaggiano di pari passo a causa dello stesso comportamento prociclico della politica fiscale; infatti prima di un default estero, il debito domestico subirà una accelerazione che verrà riscontrata anche nel debito estero. Prima del default la diminuzione della produzione risulta maggiore se si tratta di un default sul debito domestico ma la differenza più importante riede nell'inflazione in quanto nelle crisi domestiche quest'ultima arriva a toccare picchi del 170 % che rimarranno più o meno invariati nei 3 anni successivi la crisi.

1.3 STORIA DELLA CRISI GLOBALE

Fino a poco tempo fa, si era portati a pensare che le crisi finanziarie interessavano solo i paesi avanzati oppure i paesi capitalistici della seconda dell'epoca attuale. Tale idea nasceva dalla convinzione che le grandi crisi finanziarie appartenessero al passato; ma la crisi finanziaria mondiale che vede come protagoniste Stati Uniti e Europa ha fatto decadere questa opinione. La prima crisi finanziaria può essere datata nella metà del XIV secolo con i prestiti dei finanzieri fiorentini a Eduardo

⁴Capriglione E. e Semeraro G., *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'unione europea tra rischi ed opportunità*, editore Utet Giuridica.

III d'Inghilterra o con gli ingenti prestiti effettuati dai banchieri newyorchesi all'America latina negli anni settanta del secolo scorso. Nel corso degli anni, è emerso che la crisi del debito estero sovrano e i default sul debito estero sovrano hanno interessato quasi tutti i paesi nel corso della loro maturazione da economia di mercato emergente a economia sviluppata avanzata. A tal proposito, la Francia è andata in default sul debito estero ben otto volte, la Spagna solo sei volte e così via molte altre nazioni hanno avuto insolvenze durante la fase di sviluppo di mercato. Nel corso degli anni, si registrano la crisi dell'India e dell'Indonesia intorno agli anni settanta, ma la vera particolarità riguarda gli anni che vanno dal 2003 al 2008 dove si registra un periodo di tregua e di forte onorabilità dei debiti. Dal 2008 inizia la vera crisi globale prima negli Stati Uniti nel 2007 dovuta ad una crisi immobiliare manifestatasi con la crisi dei subprime e poi con la crisi finanziaria mondiale. I primi segnali della crisi americana si avvertono intorno al 2007 quando le più importanti istituzioni finanziarie iniziano a ridurre le esposizioni in titoli collegati a mutui ipotecari. Da questo momento, il quadro macroeconomico inizia a dare i primi cedimenti e nonostante la crisi dei titoli subprime il credito alle imprese cresce senza grandi restrizioni di offerta. I premi ai rischi aumentano vertiginosamente e la capitalizzazione di borsa delle banche mondiali crolla sempre più. La crisi investe l'economia reale: la produzione industriale si contrae, le esportazioni calano, e come conseguenza si ha una forte contrazione del prodotto interno lordo. Sempre alla fine del 2008 le banche dispongono un taglio dei tassi di policy. Tale periodo è dominato da un aumento dei prezzi di materie prime e una forte inflazione nella zona dell'euro. In tale periodo si registra un aumento vertiginoso delle materie prime, in particolare del petrolio grezzo e dei cereali, con il conseguente freno dell'attività economica generale. Nel corso del 2008 la situazione generale subisce un ulteriore peggioramento con il concludersi della crisi dei mutui subprime. Alla base di quest'ultimo peggioramento vi fu una crescita del mercato immobiliare e un aumento dei prezzi delle case; ciò comportò il massiccio indebitamento delle famiglie americane e la successiva impossibilità delle famiglie di pagare. Le banche, a questo punto, al fine di ridurre l'esposizione decisero di vendere questi mutui a terzi attraverso parcellizzazioni e cartolarizzazioni. La cartolarizzazione

dei mutui subprime aumentava i rendimenti in quanto si rivendevano dei “derivati” . Con il passare del tempo la svalutazione di questi strumenti innescò difficoltà economiche in alcuni fra i più grandi istituti di credito che vennero ridotti al collasso e poi messi in sicurezza dell’intervento del tesoro statunitense. Dagli Stati Uniti, nel giro di pochi anni, la crisi colpisce più o meno tutto il mondo, portando in uno stato di recessione generale. Il 2009 fu l’anno generale della crisi caratterizzato da una forte contrazione economica tale da essere definito come l’anno della più grande recessione dopo il 1929. La conseguenza immediata fu un aumento della disoccupazione e una diminuzione della capacità di spesa delle famiglie. Dopo una serie di contrazioni, a partire dal terzo trimestre del 2009 si hanno segnali di ripresa economica nel 2010 si registra una ripresa sostanziale, ma ad oggi ancora non si può parlare di vera ripresa. Ad oggi il vero problema non è più economica ma di disoccupazione.

1.4 STRUMENTI PER ANALIZZARE LA CRISI: TASSI DI CAMBIO

Prima di entrare nel dettaglio della crisi dei subprime, che ha portato al tracollo dell’intera economia statunitense e non solo, è opportuno soffermarsi sugli strumenti che ci permettono di interpretare al meglio le crisi finanziarie in modo da analizzare il ruolo delle banche e delle altre istituzioni.

Analizzeremo infatti i tassi di cambio, i modelli interpretativi delle crisi, la finanza comportamentale e la teoria dei mercati. Iniziamo la nostra analisi partendo dai tassi di cambio, in particolare possiamo definire quest’ultimo come la quantità di valuta estera che può essere acquistata con un’unità di valuta nazionale e tutto ciò è correlato, quindi dipendente, dal valore di mercato che tutte le valute hanno nel mercato finanziario globale⁵.

⁵ Wikipedia, L’enciclopedia libera.

Esistono due tipologie di tassi di cambio: reale e nominale⁶. Il primo rappresenta il rapporto che esiste tra i prezzi di due diversi panieri di beni o servizi uno espresso in valuta domestica e l'altro in valuta estera. In termini analitici può essere espresso con la seguente formula : $R = eP^*/P$ dove R è il tasso di cambio reale, eP^* è il prodotto tra tasso di cambio nominale e prezzo dei beni esteri e P è il prezzo dei beni domestici.

Questa relazione è fondamentale per capire come variano i prezzi tra due diverse valute, nella fattispecie nel momento in cui avviene un deprezzamento (aumento del tasso di cambio) del tasso nominale si avrà contestualmente un aumento della valuta estera nei confronti di quella domestica, oppure quando il tasso di inflazione nei due Paesi è diverso, un apprezzamento del tasso nominale comporta un apprezzamento anche per il tasso reale.

Definiamo invece il tasso di cambio nominale come il prezzo della valuta estera espresso in valuta domestica. Se per esempio consideriamo l'Italia come Paese di riferimento, il tasso nominale ci dice quanti euro sono necessari per acquistare un dollaro. Anche questa seconda tipologia di tasso di cambio è importante avendo dei risvolti pratici sull'intera economia in quanto se la valuta domestica si apprezza di conseguenza le esportazioni diventeranno più costose e viceversa sarà più conveniente importare.

Occorre però specificare quali siano i regimi di cambio che vengono utilizzati in ambito finanziario: regime di cambio fisso e regime di cambio flessibile.

Nel primo caso la Banca centrale scambia valuta domestica con la valuta estera ad un tasso di cambio prefissato ma quando questo tasso non coincide con quello del mercato la Banca centrale deve limitare tali eccessi utilizzando le riserve valutarie che ha a disposizione.

⁶ " D'Apice e Ferri "Crisi finanziarie e regolamentazione- politiche economiche per un capitalismo stabile", Novembre 2011, Editore Carocci.

Nel regime di cambio flessibile invece il tasso di cambio viene deciso sul mercato e i relativi eccessi in questo caso vengono limitati intervenendo sul prezzo delle valute all'interno del mercato. Nel prossimo paragrafo andremo a vedere nel dettaglio, come tutti questi fattori incidono nell'avvento di una crisi.

1.4.1 TEORIA DEI MERCATI EFFICIENTI

La teoria dei mercati efficienti può essere espressa con queste parole: "I titoli sono pubblicamente noti nel mercato aperto, e il valore che acquisiscono potrebbe essere considerato la sintesi dell'informazione più completa relativa ad essi." (note George Gibson, *The stock Markets of London, Paris and New York* (New York : G.P. Putnam's Sons, 1889), p.11. Ci sono diverse tesi che confermano questa teoria; in particolare una si basa sul fatto che nel mercato borsistico non è facile conseguire profitti derivanti dalle movimentazioni dei titoli e quindi molti operatori falliscono nel perseguire tale obiettivo ed un'altra ipotesi suggerisce, invece, che gli investitori più esperti e più capaci hanno la possibilità di indirizzare il mercato verso i prezzi che rappresentano l'effettivo valore del titolo eliminando così molte distorsioni. La teoria dei mercati efficienti opera su 3 livelli:

- Efficienza operativa nel momento in cui si agisce con i costi di transazione più bassi
- Efficienza allocativa nel momento in cui c'è una giusta allocazione delle risorse
- Efficienza informativa nel momento in cui le informazioni risultano tempestive e precise

Possiamo avere 3 livelli di efficienza dei mercati in relazione al grado di informazione:

- Efficienza debole: le informazioni sono relative a movimenti passati e quindi la correlazione tra i prezzi è altamente limitata

- Efficienza forte: la correlazione in questo caso è massima e tutte le informazioni rispecchiano totalmente i prezzi
- Efficienza semi-forte: le relazioni sono relative a movimentazioni passate e a quelle di dominio pubblico

Per quanto riguarda la validità di questi tre livelli ci sono evidenze empiriche che fanno riflettere: l'efficienza forte, date le sue caratteristiche molto rigide, è di difficile riscontro nella realtà; l'efficienza debole, invece, può essere dimostrata in quanto non è possibile prevedere movimentazioni future dei titoli basandoci sui prezzi registrati in passato, inoltre alcuni studi hanno dimostrato come i prezzi sono caratterizzati da un trend "random walk" cioè non esiste correlazione tra prezzi passati e futuri; l'efficienza semi-forte, infine, è stata dimostrata in quanto i profitti degli investitori professionali sono in linea con l'andamento di quelli registrati nel passato. L'unica efficienza non ancora dimostrata è quella in senso forte che, come abbiamo detto in precedenza, non ha solide fondamenta perché risulta complesso determinare l'andamento futuro dei titoli. Occorre a questo punto specificare le condizioni affinché si possa parlare di mercati efficienti:

- Presenza di investitori razionali
- Informazioni senza costi nel tempo
- Mancanza di imposte e costi di transazione

Se tutto ciò si verifica ci troveremo in un contesto all'interno del quale fare delle analisi prima di scegliere i titoli su cui investire risulterebbe inutile dato che non è possibile battere il mercato. Sarebbe utile in questo caso analizzare il modello proposto da Grossman; se consideriamo un mercato concorrenziale e aspettative razionale da parte degli investitori, i prezzi trasferiscono le informazioni di mercato a questi ultimi tramite meccanismi definibili dalle decisioni di soggetti informati e non. In particolare i soggetti meno informati agiranno basandosi soltanto sugli andamenti dei corsi azionari mentre i soggetti informati delinearanno una variazione nel prezzo relativo al titolo, il quale oscillerà in base alla domanda di questi e di conseguenza verranno informati anche i soggetti che non conoscevano le informazioni. Dunque secondo Grossman il prezzo di equilibrio aggrega quindi l'informazione in possesso dei singoli agenti, rendendola

ridondante rispetto a quella ottenibile dall'osservazione delle oscillazioni del prezzo: l'ipotesi di efficienza informativa, unitamente all'assenza di un costo per l'acquisizione di informazione, garantisce l'esistenza di un punto di equilibrio sul mercato finanziario. In pratica, se il mercato ha le caratteristiche che abbiamo appena menzionato, non sarà possibile per nessun operatore realizzare extraprofitti dovuti al fatto di possedere maggiori informazioni. Prima di capire in che modo quest'argomento è strettamente legato alle crisi finanziarie è opportuno fare alcune considerazioni: è molto complesso definire il prezzo di un titolo pertanto molti operatori, prima di effettuare le proprie decisioni di investimento, devono scegliere le informazioni e il modello di valutazione finanziaria da utilizzare. In pratica gli operatori in un primo momento fanno un'analisi specifica sui titoli per determinarne il valore e solo in un secondo momento rapportano queste analisi con i titoli che hanno caratteristiche simili. Ci si è trovati in questa situazione proprio durante la crisi del debito sovrano che ha colpito Paesi come la Grecia, la Spagna e l'Italia. I titoli di Spagna e Italia avevano profili simili e pertanto gli era stato attribuito lo stesso livello di rischio; i titoli, invece, relativi alla Grecia anche se avevano profili simili ad altri offrivano un rendimento più elevato. Nel 2009 si riscontrò un debito pubblico greco molto superiore rispetto a quanto era stato dichiarato e di conseguenza ci si aspettava che la volatilità di questi rischi andasse verso l'alto; tutto ciò non successe, anzi i titoli greci risalirono la curva dei rendimenti e il mercato volle che venisse seguito lo stesso andamento anche per gli altri Paesi in difficoltà. Dopo qualche settimana i valori si sono riequilibrati. Questa circostanza ci aiuta a comprendere come il mercato tende sempre a percorrere la strada dell'efficienza anche dopo errori in fase di valutazione. Nonostante le dimostrazioni empiriche a favore della teoria dei mercati finanziari, sono state mosse numerose critiche a riguardo relativamente alle basi su cui si poggia la teoria ed in particolare le maggiori critiche vengono poste alle banche che hanno posto in essere azioni con l'obiettivo di vedere una deregolamentazione a proprio favore come dimostra il fatto che queste ultime hanno la possibilità di operare sia come banche commerciali che come banche di investimento.

1.4.2 IRRAZIONALITA' DEL MERCATO: FINANZA COMPORTAMENTALE

La teoria della finanza comportamentale, nata dall'unione di studi psicologici ed economici, assume che quasi tutti gli individui operano in maniera non razionale ed in particolare ritiene che le variazioni dei prezzi delle azioni siano da imputare alle aspettative degli investitori circa il valore futuro dei prezzi. La conseguenza è che nel momento in cui i prezzi fluttuano a causa di queste aspettative, il rialzo dei prezzi condurrà al fenomeno della bolla speculativa, anche perché questo rialzo sarà limitato nel tempo. Questa tesi è supportata dalla Prospect Theory, teoria sviluppata da Kahneman e Tversky i quali analizzarono i comportamenti di diversi individui, ponendoli di fronte a scelte di guadagno e di perdita. Ciò che li sorprese era che quando le offerte avevano diverse prospettive ma stesso valore atteso, i comportamenti dei soggetti cambiavano. Per capire meglio proponiamo un piccolo esempio: un soggetto viene posto di fronte ad una scelta: guadagnare 600 euro o avere il 50% di possibilità di guadagnare 1220 euro e il 50 % di avere 0. Così facendo, il soggetto sarà avverso al rischio e sceglierà la prima opzione. Nel caso contrario, ovvero se viene proposto al soggetto la stessa situazione di prima, con l'unica differenza che non si tratta di guadagno ma di perdita, quest'ultimo agirà diversamente, sceglierà la seconda opzione e non sarà più avverso al rischio ma propenso. Da ciò si può facilmente dedurre che le azioni poste in essere dagli individui cambiano a seconda della situazione, in particolare si comporteranno in maniera differente in caso di perdita o guadagno in quanto la prima genera un dispiacere maggiore rispetto al piacere del guadagno. Gli individui, dunque, più che pensare alla ricchezza totale si concentrano sui cambiamenti che potrebbero far mutare la propria situazione iniziale. Questa teoria fin ora descritta può essere utilizzata per analizzare il fenomeno dei costi sommersi e l'endowment effect⁷. Per quanto riguarda i costi sommersi, possiamo affermare che le decisioni di un soggetto non sono retroattive, ovvero quest'ultimo, se ha già posto in essere la sua decisione, non tornerà sui suoi passi e la porterà fino in fondo anche se si accorge che in corso d'opera le cose stanno cambiando a suo sfavore. Per quanto riguarda invece l'endowment effect,

⁷ Robert J. Shiller, *Euforia Irrazionale*, Princeton University, Il mulino, 2009.

l'individuo preferisce non modificare la propria situazione attuale, anche se può andare in contro ad ulteriori perdite; per esempio se consideriamo il mercato azionario ed un soggetto possiede azioni in perdita, quest'ultimo preferirà tenere il suo portafoglio e sperare in un rialzo futuro delle azioni. Infine possiamo analizzare i cosiddetti principi euristici, che vengono in qualche modo utilizzati dai soggetti che devono valutare uno scenario incerto:

- *Rappresentatività*: i soggetti ritengono che un evento sia probabile in base a ciò che è avvenuto in passato
- *Eccessiva sicurezza in se stessi*
- *ancoraggio*: le persone preferiscono, in situazioni incerte, utilizzare delle “ancore” di salvataggio, come per esempio i prezzi delle azioni avuti in passato

1.5 MODELLI INTERPRETATIVI DELLA CRISI

Innanzitutto è di fondamentale importanza capire in quale occasione possiamo parlare di crisi finanziaria in particolare è possibile utilizzare questo termine quando si verificano determinate condizioni: aumento significativo del tasso reale, una enorme fuoriuscita di capitali e una rapida riduzione del valore degli asset.

Le origini della crisi possono essere di diverse tipologie: sovrana che si ha nel momento in cui lo Stato va in default perché non ha più le possibilità di far fronte ai pagamenti per i debiti contratti; bancaria, caratterizzata da una fase in cui tutti gli investitori preferiscono ritirare tutto ciò che hanno investito in banca producendo così un fenomeno di bank runs (corsa agli sportelli) e mettendo alle strette le stesse banche che saranno costrette a fallimenti o ad operazioni straordinarie quali acquisizioni o fusioni; valutaria che si contraddistingue per un attacco speculativo, il quale mette il Paese nella condizione di dover svalutare la propria moneta.

Fatta questa piccola introduzione possiamo analizzare quali sono i modelli all'interno dei quali far rientrare le singole crisi. Grazie a degli studi da parte di Mundell-Fleming è possibile identificare tre modelli interpretativi delle crisi:

- I modelli di prima generazione pongono l'accento sull'incongruenza tra i regimi di cambio fisso e le politiche economiche di tipo espansivo. Per spiegare questo primo modello è necessario partire da una situazione in cui c'è un deficit pubblico, sempre in aumento, e la Banca per far fronte a questo lo finanzia stampando moneta. Tutto ciò però ha delle conseguenze disastrose per l'intera economia perché genera inflazione. Per non svalutare il tasso di cambio la Banca può vendere le sue riserve in valuta ma essendo queste ultime limitate col tempo la Banca rischia di non poter più difender il cambio. L'attacco speculativo da parte degli investitori avverrà nel momento in cui il tasso ombra (è il tasso che secondo gli investitori prevarrà sul mercato quando la Banca centrale decide di passare ad un regime di cambio flessibile) sarà superiore al tasso di cambio fisso. Da tutto ciò si può dedurre che decidere di finanziare il deficit con questa modalità non porta dei buoni risultati, anzi crea soltanto un'instabilità valutaria che avrà ripercussioni sull'intero Paese.
- Nei modelli di seconda generazione l'origine della crisi è direttamente collegata alla azioni degli speculatori. Se nel primo modello l'ipotesi di partenza era il persistere di un deficit pubblico finanziato dalla Banca centrale in questo caso si parte dalla situazione in cui le autorità monetarie competenti decide di utilizzare un regime di cambio fisso. Questa non è però una scelta definitiva perché le stesse autorità si riservano, in caso di eventi imprevisti, di passare ad un regime di cambio flessibile; proprio questa indecisione fa sì che si creino diversi equilibri (equilibri multipli) e quindi la possibilità che l'economia possa passare da un equilibrio con assenza di svalutazione (good) a uno con svalutazione (bad).

Quando questo passaggio viene posto in essere, inizialmente gli operatori finanziari richiedono un maggior tasso di interesse sui finanziamenti proprio perché vogliono tutelarsi rispetto ad una perdita della moneta domestica rispetto a quella estera.

Tutta questa situazione mette alle strette le autorità che dovranno prendere una scelta molto complessa: da un lato non far variare il tasso di cambio che si può tradurre in un minor livello di occupazione e dall'altro porre in essere una svalutazione cercando di andare incontro alle richieste degli investitori.

Quando siamo in presenza di un equilibrio good, invece, gli investitori sono fiduciosi rispetto al tasso di cambio fisso e non esercitano pressioni per aumentare il tasso di interesse lasciando gli equilibri economici al livello di partenza. Questi due equilibri appena descritti non sono gli unici che possono portare ad una crisi valutaria perché tra questi due estremi esistono tanti altri equilibri che sfoceranno in crisi nel momento in cui un numero molto elevato di investitori ritenga che i presupposti economici del Paese non siano sufficientemente adeguati.

- I modelli di terza generazione sono caratterizzati da una interdipendenza tra la fragilità bancaria e quella valutaria. Da uno studio di Kaminsky e Reinhart nel 1999 è emerso che le crisi valutarie e bancarie hanno delle tempistiche non diverse tra di loro, ovvero accadono a breve distanza le une dalle altre; proprio questa interconnessione fa sì che si possa parlare di twin crises (crisi gemelle).

Esistono casi in cui una crisi valutaria può provocare una crisi bancaria e casi in cui avviene l'esatto opposto: nella prima ipotesi rientrano quelle situazioni in cui c'è un aumento significativo di consumi e investimenti dovuti a processi di liberalizzazione finanziaria. Le banche si finanziano in valuta estera concedendo prestiti agli investitori ma con questa manovra non si fa altro che provocare una bolla speculativa che avrà come conseguenza la crisi dell'intero sistema bancario⁸.

Sempre in riferimento alla prima ipotesi, il rischio di crisi si verifica quando la Banca centrale decide di innalzare il livello del tasso di interesse per proteggersi da un attacco speculativo ma in questo caso l'intero sistema andrà al collasso perché agendo in questo modo la maggior parte dei debitori non potrà assolvere i propri debiti. D'altra parte una crisi bancaria può condurre ad una crisi valutaria;

⁸ Hunter Lewis , *Tutti gli errori di Keynes. Perché gli Stati continuano a creare inflazione, bolle speculative e crisi finanziarie*, editore Ibl libri.

ciò avviene perché i costi di questa crisi vengono attinti dallo Stato e di conseguenza il Governo dovrà trovare ulteriori soluzioni che non aggravino il proprio bilancio.

All'interno di questo terzo modello interpretativo rientrano alcuni studi che fanno dipendere la nascita delle crisi da altri fattori: moral hazard e contagio. Nel primo caso si presuppone che quando gli eventi sono favorevoli le imprese vedranno aumentare i propri profitti ma quando siamo in presenza di risultati negativi è lo Stato che dovrà far fronte a gran parte dei debiti contratti mettendo in crisi il tasso di cambio. Nel caso del contagio, quest'ultimo assume un ruolo fondamentale come strumento che provoca e trasmette la crisi anche negli altri Paesi. Questo effetto può dipendere sia dalla presenza di asimmetrie informative e sia dall'aumento/diminuzione dei tassi di interesse che può provocare una perdita di competitività internazionale.

1.5.1 CRISI MESSICANA, ARGENTINA E ASIATICA

La crisi che ha colpito il Messico agli inizi degli anni '90 rientra nei modelli, sopra descritti, di seconda generazione in quanto la svalutazione a cui è andato incontro il Paese è frutto di un'enorme sfiducia nei mercati.

Tutto nasce quando il debito pubblico cala dal 50% al 20% innescando operazioni di privatizzazione e deregolamentazione; l'unica nota negativa rimane l'apprezzamento del tasso di cambio reale che rende così negativo il saldo delle partite correnti. A questo punto il 75% degli investimenti è legato a prodotti finanziari di breve termine ma ciò, data la presenza di un regime a cambio fisso, porta la banca centrale in una situazione complessa con una pressione che si riverserebbe totalmente sulle proprie riserve.

La banca centrale decide così di diminuire le riserve ma questo ha come unica conseguenza una forte espansione del credito e data la poca esperienza delle istituzioni messicane in tema di gestione del rischio, l'intero sistema economico entra in forte crisi. Due sono gli eventi che colpiscono l'economia: uno di

carattere politico, ovvero l'assassinio di Luis Colosio e l'altro di carattere economico, ovvero l'aumento dei tassi di interesse previsto dalla FED per evitare pressioni inflazionistiche. L'unione di questi due fattori fa sì che il Paese diventi mira di un'enorme attacco speculativo che costringe il Governo a svalutare la moneta domestica del 15% e ad abbandonare definitivamente il regime di cambio fisso.

Soltanto l'intervento di Paesi, come Stati Uniti e Canada, che concedono un prestito di 52 miliardi di dollari, il PIL del Messico riesce a risollevarsi già a partire dal '95.

Gli anni '80 e '90 vedono i Paesi asiatici protagonisti della scena economica mondiale tanto da poter parlare di "miracolo economico" in quanto erano caratterizzati da una bassissima inflazione e da un elevato tasso di crescita.

I primi segnali di difficoltà arrivano però dalle banche locali, le quali si indebitano con le banche estere (in dollari) e finanziano le imprese locali (in valuta domestica). Questo comporta però l'aumento del rischio di cambio a cui si aggiunge la facilità con cui investitori, di indubbia qualità, riescono ad ottenere credito per le proprie operazioni. Ciò che contraddistingue la crisi asiatica da quella messicana è che in questo caso il concetto di "crisi sistemiche" è accentuato dal fatto che la crisi si è riversata su un'intera area geografica. Difatti le prime difficoltà si riscontrarono in Thailandia, dove la situazione, simile a quella messicana, costrinse il Governo thailandese a svalutare la valuta domestica del 20%. Il problema è che, nonostante gli aiuti delle diverse istituzioni economiche, la crisi ha contagiato altri Paesi come la Corea e la Malesia. Inoltre la crisi passa da valutaria a bancaria nel momento in cui le passività (in dollari) aumentano mentre le attività (in valuta domestica) rimangono invariate arrivando così al punto di dover chiedere sostentamenti da parte dell'FMI.

In sostanza le cause che hanno portato al tracollo dell'economia asiatica sono :

- *Indebitamento in valuta estera*
- *Leva finanziaria troppo elevata*

- *Apprezzamento reale del cambio*

La crisi argentina nasce come conseguenza dell'enorme crescita che si è avuta negli anni '80 grazie al piano di stabilizzazione Brady e soprattutto come conseguenza della crisi asiatica e brasiliana. Nel 2000 la situazione è ormai compromessa quando la crescita si arresta e lo spread con gli Stati Uniti passa da 500 a 1000 punti base. La soluzione adottata dal Governo è senza dubbio criticabile in quanto la decisione adottata fu quella di convertire le obbligazioni a breve termine in obbligazioni a lungo termine con dei tassi di interesse inimmaginabili. A questo punto entra in gioco l'FMI che eroga prestiti per circa 8 miliardi di dollari avendo aspettative rosee per il futuro del paese argentino; aspettative che non si concretizzeranno, anzi la situazione continua a peggiorare fino a quando lo spread aumenta a 2000 punti base. La situazione diventa talmente critica che nel Paese si forma uno schieramento che preme per portare il dollaro all'interno dell'economia argentina ma le autorità decidono di non cambiare valuta andando però incontro al rischio di default che non si materializza soltanto grazie all'intervento delle varie istituzioni finanziarie.

1.6 POLITICA MONETARIA

Come abbiamo visto in precedenza, l'insorgere di asimmetrie informative fa variare le modalità con le quali la politica monetaria viene trasmessa. Prima di analizzare il modello di instabilità finanziaria di Hyman Minsky sarebbe opportuno analizzare i meccanismi tradizionali di trasmissione:

- **Money view:** Questo meccanismo attribuisce alle variabili monetarie un ruolo fondamentale che può essere così descritto: $M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$ con M che rappresenta una politica monetaria restrittiva; di conseguenza il tasso di interesse reale i aumenta e contestualmente si riducono gli investimenti (I) ed infine l'intero PIL (Y). La money view pone l'accento sul tasso di interesse reale a lungo termine perché ritiene che quest'ultimo sia il fattore che spinge le famiglie e le imprese all'investimento. Rimanendo sempre in tema possiamo analizzare un'altra modalità di trasmissione della politica monetaria; in questo caso però la

variabile fondamentale è rappresentata dalla ricchezza finanziaria che può essere espressa in questo modo: $M \downarrow \rightarrow P \downarrow \rightarrow \text{ricchezza finanziaria} \downarrow \rightarrow C \downarrow \rightarrow Y \downarrow$ dove P rappresenta il prezzo delle azioni e le altre variabili sono le stesse della formula precedente. Questa relazione può essere spiegata con una forte riduzione del prezzo delle azioni dovuta ad una riduzione dell'offerta di moneta (M) che si traduce in una diminuzione della ricchezza finanziaria e quindi i consumi (C) calano e di conseguenza anche il PIL (Y). La seconda relazione appena analizzata può essere revisionata sostituendo il valore degli immobili al prezzo delle azioni con conseguenza del tutto simili perché comunque il risultato sarà una riduzione significativa degli investimenti e del PIL.

- **Credit view:** Questa modalità di trasmissione nasce come meccanismo aggiuntivo della money view e in questo caso le banche assumono un ruolo fondamentale. La credit view ha le sue fondamenta nel premio esterno di finanziamento ovvero la differenza tra il costo del finanziamento esterno ed il costo opportunità di utilizzare fondi interni all'impresa e utilizza due canali di trasmissione : balance sheet channel e lending channel. Nel primo caso l'external financial premium⁹ è direttamente collegato con il patrimonio netto del debitore e possiamo descriverlo in questo modo $M \downarrow \rightarrow P \downarrow \rightarrow PN \downarrow \rightarrow \text{credito} \downarrow \rightarrow C \downarrow Y \downarrow$ ovvero quando il prezzo delle attività diminuisce il patrimonio netto perde di valore facendo sì che gli investitori non hanno più le stesse possibilità di ricorrere al credito e di conseguenza si riproporrà la stessa situazione descritta in precedenza nella money view con una contrazione dei consumi e del PIL. Nel lending channel invece si pone l'accento sui depositi bancari perché quando c'è una significativa riduzione di moneta i soggetti con minore disponibilità economiche non hanno altre fonti di finanziamento oltre le banche e di conseguenza gli stessi depositi diminuiscono riducendo il credito, gli investimenti e il PIL.

⁹D'Apice e Ferri "Crisi finanziarie e regolamentazione- politiche economiche per un capitalismo stabile", Novembre 2011, Editore Carocci.

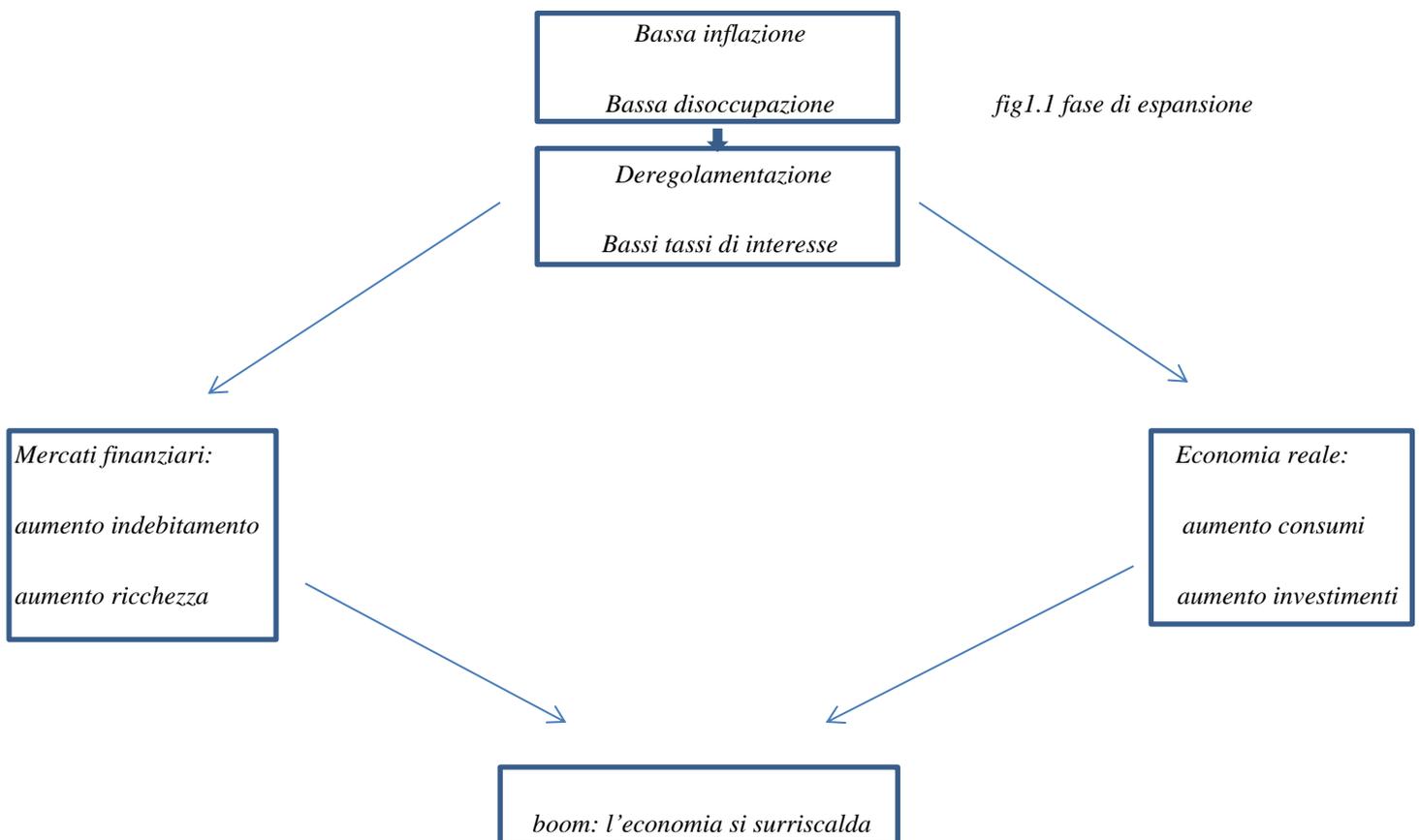
1.7 MODELLO DI INSTABILITA' FINANZIARIA

Arrivati a questo punto, avendo analizzato i modelli interpretativi delle crisi ed in che modo la politica monetaria influenza l'intera economia (reale e finanziaria) possiamo descrivere il modello di Minsky basato sull'instabilità finanziaria. Il modello analizza i flussi finanziari di un soggetto e in che modo un'unità economica si adegua quando variano le condizioni di mercato. Più è lungo il periodo di stabilità, maggiore sarà la probabilità di rischio e soprattutto di crisi finanziaria. Oltre Minsky, c'è un altro autore che ha trattato il tema dell'instabilità finanziaria: Irving Fisher. L'economista ha elaborato il concetto di deflazione da debito, in particolare ritiene che qualsiasi soggetto, in un contesto di instabilità finanziaria, cerca di vendere tutti i propri asset, per veder ridurre il proprio indebitamento; ma se tutti optassero per questa soluzione si genererebbe una spirale alimentata dalla necessità di liquidità. Ritornando all'analisi del nostro modello possiamo utilizzare questa teoria per capire le cause della crisi soprattutto quando ci troviamo in presenza di bolle speculative. L'idea sottostante è che quando la situazione economica di un Paese è favorevole gli investitori sono portati ad indebitarsi sempre di più. L'autore scinde il modello prototipale in due schemi, uno legato alla fase di espansione e l'altro alla fase di contrazione. La fase di espansione si inserisce in un contesto macroeconomico favorevole contraddistinto da una bassa inflazione e una bassa disoccupazione. Questo contesto incentiva processi di deregolamentazione e afflussi di capitali con conseguente stabilizzazione dei tassi di interesse. Ci si troverà, dunque, in una situazione dove l'abbondante liquidità stimolerà la domanda di credito parallelamente all'aumento dell'offerta. Come riporta la figura, siamo di fronte a dei cambiamenti che interessano da un lato l'economia reale e dall'altro i mercati finanziari. Nel primo versante, come abbiamo visto in precedenza in tema di politica monetaria, l'aumento della ricchezza finanziaria si traduce in un aumento degli investimenti e dei consumi facendo aumentare così il deficit commerciale nei confronti dell'estero. Dal lato finanziario, invece, si mette in moto un meccanismo che porta all'aumento del prezzo delle attività facendo sì che il valore delle garanzie collaterali sia in costante aumento. Proprio quest'ultima situazione permette alle famiglie di ottenere più credito in maniera molto più

semplice ed inoltre gli operatori finanziari possono raccogliere fondi sempre più fondi che andranno a finanziare l'ulteriore offerta di credito. L'indebitamento a questo punto aumenterà a dismisura in quanto gli operatori, guidati dal proprio istinto, faranno delle scelte azzardate, le quali dipendono proprio dal rialzo dei prezzi delle attività; decisioni che avranno come conseguenza il formarsi di una bolla speculativa e il surriscaldamento dell'intera economia. Prima di analizzare la fase di contrazione, è utile fare un appunto sulle tipologie di debitori che mettono in moto il processo di creazione della suddetta bolla; in particolare distinguiamo tra: debitori speculative che possono permettersi di pagare soltanto gli interessi sui prestiti e per questo motivo necessitano di mercati finanziari caratterizzati da un'elevata liquidità; debitori hedge che hanno la possibilità di pagare sia gli interessi che il capitale sui prestiti; debitori Ponzi che si trovano in una situazione in cui non riescono a far fronte né agli interessi né al capitale sui prestiti contratti e di conseguenza hanno bisogno, per poter prendere di nuovo a prestito, che il prezzo delle attività aumenti. Questa precisazione sulle varie tipologie di debitori è necessaria perché, quando informazioni su possibili default o svalutazioni del cambio fanno aumentare i tassi di interesse con conseguente deflusso di capitali, sono proprio i debitori di tipo Ponzi che non sono più nelle condizioni di poter pagare i debiti contratti. I creditori a questo punto cercheranno di limitare i danni vendendo le garanzie ma queste azioni non fanno altro che far diminuire il valore delle stesse e dunque le perdite saranno ancora più ingenti. È questo il momento in cui scoppia la bolla speculativa che viene inserita in una fase denominata Minsky moment o credit crunch. In questa fase molto delicata, a causa dell'insolvenza dei debitori Ponzi, diventerà complesso ottenere prestito anche per le altre due tipologie di debitori che saranno costretti a vendere le proprie attività; questo processo fa sì che il sistema bancario va in crisi e di conseguenza si avrà un processo di corsa agli sportelli. A questo punto il Governo dovrebbe intervenire per aiutare le banche ma i processi che abbiamo appena analizzato hanno come unica conseguenza la recessione che nei casi più eclatanti si traduce in depressione. È importante analizzare il modello di Minsky per capire come l'andamento del ciclo economico non dipenda da fenomeni esterni ma da quei meccanismi che regolano questo tipo di economia; inoltre ci fa comprendere

come tale sistema deve essere supportato da una giusta ed efficace regolamentazione se non si vuole andare in contro a severe recessioni. Per concludere possiamo individuare quelle che sono le 4 spirali deflazionistiche previste da Minsky:

- **Deflazione da debito** (Fisher)
- **Deflazione bancaria:** nel momento in cui non è più possibile ridurre il rischio a causa del credit crunch anche i finanziamenti interbancari verranno bloccati
- **Deflazione Keynesiana:** quando il risparmio mondiale cresce , diminuisce il reddito globale e il risparmio aggregato
- **Deflazione da salari:** una riduzione dei salari provoca una diminuzioni dei consumi e di conseguenza le imprese riducono la propria spesa e soprattutto i propri profitti.

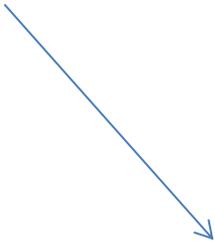
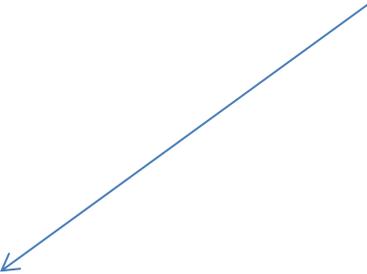


aumento tasso di interesse
variazioni aspettative

fig1.2 fase di contrazione

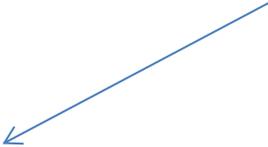
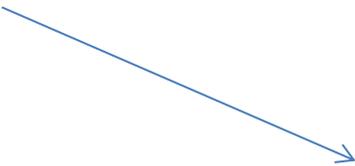


diminuzione domanda di credito
deflusso di capitali
diminuzione offerta di credito



Mercati finanziari:
diminuzione ricchezza
deflazione da debito

Economia reale:
minori consumi
minori investimenti
aumento risparmio



crisi bancaria

1.7 BOLLA SPECULATIVA

Nella prima parte di questo capitolo verranno analizzate le crisi finanziarie più significative, succedutesi nel tempo, che hanno colpito l'intero sistema economico mondiale a partire dalla crisi dei tulipani nel 1600. In particolare verrà esaminato il fenomeno della bolla speculativa nelle sue singole parti e verranno posti in

essere esempi che saranno utili per comprendere le diverse tipologie di crisi direttamente connesse alla crisi oggetto di questo lavoro. Procediamo per gradi ed analizziamo nello specifico il meccanismo della bolla speculativa. Innanzitutto possiamo definire quest'ultima come un incremento elevatissimo del prezzo di un bene che continuerà ad aumentare discostandosi dal suo valore fondamentale¹⁰. Una bolla è caratterizzata da un elevato incremento dei volumi, da una forte instabilità dei prezzi, dal fatto che è sempre innescata da eventi significativi di diversa natura (economica e politica) e non se ne può prevedere né l'inizio né la fine. In pratica una bolla nasce nel momento in cui gli investitori acquistano le azioni soltanto perché hanno ragione di pensare che il prezzo delle stesse salirà, in quanto ci saranno altri operatori che le acquireranno a prezzi sempre più elevati.

Le cause che generano l'insorgere di una bolla speculativa possono essere di diversa natura e analizzate da altrettanti punti di vista. La possibilità di investire in un nuovo bene/servizio, legato ad una componente speculativa, fa sì che l'operatore non tiene conto del motivo per il quale si è avuto un primo rialzo dei prezzi e di conseguenza c'è la possibilità che anche operatori meno esperti entrino nel mercato provocando un aumento del livello di indebitamento e dunque del tasso di interesse. Oltre a queste variabili di tipo quantitativo, la nascita di una bolla può essere ricondotta alla razionalità limitata dell'uomo; le decisioni di investimento di quest'ultimo sono dettate da fattori come per esempio la possibilità di guadagnare in modo rapido e semplice, oppure il non voler essere l'unico a non sfruttare una nuova fonte di guadagno. Inoltre l'essere umano vive in un'ottica ottimistica ed ha ragione di pensare che il suo futuro sia sempre pronto a cambiare in positivo; ciò è dovuto anche alla presenza dei mezzi di informazione che con il loro comportamento, a volte troppo semplicistico, inducono soggetti ad effettuare investimenti che non avrebbero posto in essere in altre situazioni. Tutte queste circostanze, unite ad una scarsa informazione su fattori quali il livello di inflazione, non fanno altro che indebolire il sistema economico con ripercussioni significative su tutte le popolazioni. Per comprendere al meglio i meccanismi che generano le bolle speculative, facciamo

¹⁰Arellano Cristina e Kocherlatoka Narayana, "Internal debt crises and sovereign default", in working paper, NBER Cambridge.

un passo indietro e analizziamo come questo fenomeno sia stato sempre presente nella storia, focalizzandoci sulla crisi dei tulipani del 1600 e la crisi dei Mari del sud. Quando in olanda vennero introdotti i tulipani alla fine del 1600, riscosero un successo di enorme portata; ciò che attraeva la gente era la bellezza di questa pianta unita alla sua rarità e funzionalità. Di lì a poco tutti cercavano di accaparrarsi i bulbi dei tulipani in quanto veniva associato ad essi una fonte significativa di guadagno; questo inizialmente era un comportamento giustificato dal fatto che effettivamente, proprio grazie alla rarità di queste piante, rappresentava un ottimo investimento. Il problema nacque nel momento in cui anche i soggetti con minori disponibilità economiche investivano in questo bene, perché, come abbiamo visto in precedenza, non volevano farsi sfuggire ottime situazioni di guadagno o soprattutto non volevano essere gli unici a non “approfittare” di tutto ciò. Questa situazione si è protratta per diversi anni e il prezzo dei bulbi raggiunse cifre inimmaginabili al punto che un bulbo poteva essere scambiato con una casa in pieno centro nella capitale; di conseguenza le autorità decisero di istituire dei mercati regolari. Intorno al 1637 però, i prezzi dei tulipani si arrestarono e il panico tra la gente diventò inevitabile al punto che tutti volevano vendere i propri beni per non perdere l'intero investimento ma ciò risultò, per la stragrande maggioranza, inefficace perché i prezzi continuavano a scendere in maniera sostenuta fino a portare l'intero sistema al collasso. Un altro fenomeno molto simile alla crisi appena descritta è rappresentato dalla crisi che si è abbattuta sulla compagnia dei Mari del Sud nel 1700. Questa compagnia, che aveva il monopolio per quanto riguarda il commercio con le colonie spagnole in Sud America, nacque con lo scopo di pagare i debiti contratti dall'Inghilterra dopo la guerra di secessione spagnola. Inizialmente il Governo inglese finanziava gli azionisti pagando un tasso del 6% e cercò di scambiare parte del debito con le azioni della compagnia. Dato che la fonte primaria di profitti era relativa alla vendita degli schiavi provenienti dall'Africa e dato che in quegli anni essa rappresentava un business altamente redditizio, la compagnia ebbe la possibilità di acquistare circa l'80% del debito pubblico inglese. Di lì in poi le azioni ebbero una crescita sproporzionata alimentando così la bolla speculativa che non tardò ad

arrivare mettendo in crisi tutti gli investitori e la compagnia stessa che ormai fungeva soltanto da gestore del debito pubblico prima di essere abolita nel 1850.

CAPITOLO 2

Crisi USA: dalle origini alla regolamentazione finanziaria

2.1 CRISI SAVING AND LOANS

Prima di analizzare l'intera crisi che ha colpito gli Stati Uniti e in seguito tutto il mondo, è utile analizzare la crisi delle saving and loans in quanto direttamente collegabile con il mercato immobiliare. Le saving and loans sono nate intorno al 1800 con l'obiettivo di favorire l'acquisto di abitazioni a condizioni vantaggiose. Infatti il governo statunitense, dopo la fine della seconda guerra mondiale, aveva dato loro un forte incentivo istituendo la Federal SeL insurance corporation (FSLIC) che aveva il compito di assicurare i depositi sui conti di risparmio. Anche se i tassi erano molto elevati, grazie alla durata trentennale del mutuo la rata veniva abbattuta e in questo modo milioni di cittadini avevano acquistato una casa. Tra gli anni '60 e '80 i tassi di interesse previsti dal mercato subirono un aumento significativo e di conseguenza le Saving and Loans dovettero affrontare diversi problemi in quanto erano molti i clienti che preferivano ritirare i loro risparmi per investirli in prodotti più sicuri e profittevoli. Questo perché l'ente era sottoposto ad una regolamentazione stringente, infatti aveva soltanto il compito di concedere piccoli prestiti con un tasso massimo sui depositi. La situazione cambiò all'inizio degli anni '80 quando vennero introdotte nuove leggi per regolare le Saving and Loans; in particolare il massimale che assicurava la FSLIC passò da 40.000 a 100.000 dollari e venne aumentato il tetto massimo sui tassi del deposito. La vera novità risiedeva negli incentivi ai privati per l'investimento in immobili. A questo punto, però, i tassi offerti dalle Saving and Loans non erano più competitivi rispetto al fondo monetario perché le istituzioni avevano gran parte del denaro immobilizzato e collegato a mutui a lungo termine; dato che il tasso del denaro tendeva ad aumentare, dovettero far fronte alla richiesta dei depositari.

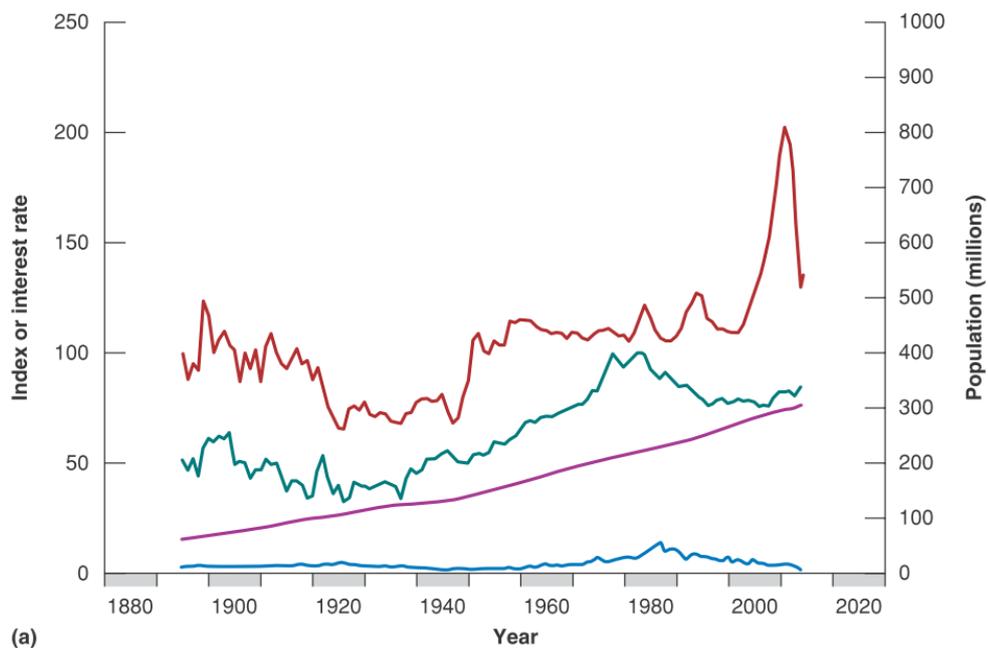
Con le successive riforme, venne attuato un ulteriore processo di liberalizzazione che prevedeva:

- contrazione di prestiti commerciali
- acquisto di immobili
- rilascio di carte di credito

Svolgevano, in poche parole, il medesimo ruolo delle banche senza però pretendere le stesse garanzie. Le SeL per non risultare insolventi optarono per nuove forme di investimento, ovvero terreni e fabbricati, portando la maggior parte delle istituzioni ad una crescita significativa. Quando nel 1986 venne emanato il Tax reform act, le cose cambiarono perché vennero previsti enormi deduzioni fiscali sulle proprietà degli immobili e sui prestiti. Dato che la maggior parte della popolazione aveva deciso di acquistare un immobile proprio per le deduzioni fiscali che c'erano, furono costretti a vendere le loro proprietà; allo stesso tempo la costruzione di nuove case raggiunse i minimi storici. Iniziarono così a fallire le prime Saving and Loans ed in particolare ci fu l'abolizione della FSLIC e del FHLBB(istituto di vigilanza). Un ulteriore problema che dovettero affrontare le SeL riguardavano i brokered deposits, ovvero dei depositi collettivi. In pratica il broker svolge il proprio compito di raccogliere denaro ed in seguito decide in quale istituto depositarlo(naturalmente quello con il tasso più elevato). Poiché tali depositi potevano essere spostati in un altro istituto che offriva di più, le SeL per permettersi di detenerli poneva in essere investimenti che avevano un rischio elevatissimo. Dopo lo scandalo politico del 1989 le SeL fallirono ma i debiti vennero ripagati prelevando dallo Stato 124 miliardi di dollari ed inoltre il fallimento della FSLIC pesò per 20 miliardi sui contribuenti.

2.2 MERCATO IMMOBILIARE: CAUSE DEL CROLLO

A partire dal 2006 gli Stati Uniti sono entrati in una crisi profonda, definita come la crisi dei subprime. Per comprendere al meglio il fenomeno della crisi dei subprime sarebbe utile analizzare il mercato immobiliare statunitense e il conseguente crollo dei prezzi delle case.



Dal grafico si notano due momenti in cui questo fenomeno accade: uno alla fine della seconda guerra mondiale e il secondo nei primi dieci anni del 2000 con un calo che si attiene addirittura intorno al 30%. L'aumento dei prezzi delle case è un segno evidente che si stava andando in contro ad una bolla. Tale aumento è dovuto soprattutto ad una fase caratterizzata da tassi di interesse molto bassi che hanno incentivato i cittadini ad indebitarsi per acquistare una casa; l'inflazione era relativamente bassa e di conseguenza la FED mantiene bassi i tassi. Per il calcolo dell'inflazione non vengono utilizzati i prezzi delle case ma l'affitto delle stesse; la differenza sta nel fatto che quest'ultima variabile subisce un aumento meno rapido rispetto al prezzo delle case. I prestiti contratti per l'acquisto di un'abitazione vengono incentivati dalle banche che modificavano i propri requisiti per l'accensione di un mutuo. La conseguenza è che anche soggetti con difficoltà di solvibilità avevano la possibilità di ottenere un prestito. Le banche si

assumevano questi rischi perché oltre a poter concedere quantità considerevole di mutui avevano la possibilità di vendere, ad altri soggetti, lo strumento finanziario che li contiene. In questo modo, gli investitori che acquistavano tali titoli, non potevano controllare i requisiti qualitativi e quantitativi di ogni singolo prestito. Dunque il controllo è diminuito e le banche erano più inclini a concedere prestiti. Quando i cittadini vedevano che il valore della propria casa era minore del prestito ricevuto dalle banche, erano costretti ad abbandonare la casa. Questo, però, rappresentava una grave perdita anche per le banche perché in questo caso il mutuo va in default e la casa viene trasferita alla banca; dato che il valore della casa non coincideva con il prestito concesso, le banche dovettero affrontare un'enorme perdita. Un altro fattore che caratterizza lo scoppio della bolla è rappresentato dal concetto di leva finanziaria; analizziamolo tramite un esempio: consideriamo due banche, la prima si finanzia per il 70% prendendo dal mercato e per il 30% con capitale proprio; la seconda 90% dal mercato e 10% con capitale proprio. Entrambe possiedono attività per 100 e poiché la leva finanziaria è pari a:

$$\frac{\text{attività}}{\text{capitale proprio}}$$

avremo una leva pari a 3,3 per la prima banca e 10 per la seconda banca. Adesso, nel momento in cui si verifica una diminuzione delle attività, nello specifico derivante dal calo dei prezzi delle case, la banca 1 riesce a far fronte alle perdite mentre la banca 2 andrà in bancarotta. Quest'ultima non vivrà, però, un buon periodo perché si troverà ad affrontare una situazione con una leva elevatissima e di conseguenza dovrà cercare di raccogliere capitali e vendere più attività possibili al valore di realizzo. Più le attività sono rischiose e maggiore è la probabilità di avere profitti elevati; questo a dimostrazione del fatto che le banche durante la crisi hanno deciso di mantenere un elevato rapporto di leverage portando il sistema al collasso. La spiegazione da dare al fatto che il Governo non ha limitato queste operazioni è da ricercarsi in un mero obiettivo da parte della politica; l'unico modo per permettere a tutti i cittadini di acquistare un immobile era quello di rendere agevole i prestiti delle banche che di conseguenza erano costrette ad operare con denaro preso in prestito. Arrivati a questo punto, il mercato

finanziario degli Stati Uniti risultava essere un insieme di investimenti rischiosi a fronte di un livello di capitale inadeguato, così che anche la maggioranza degli istituti di assicurazione, con l'emissione di credit default swaps, ha iniziato a conseguire ingenti perdite. Si può dedurre, dunque, che la stretta creditizia e la caduta del mercato azionario hanno provocato la riduzione del valore della ricchezza delle famiglie e di conseguenza i consumi¹¹.

2.3 CRONOLOGIA DELLA CRISI

La crisi finanziaria, partita dagli Stati Uniti e che in seguito ha contagiato il mondo intero, può essere descritta e analizzata suddividendola in 5 macro-fasi:

- Agosto 2007: La prima fase della crisi si ha nei primi giorni di Agosto del 2007 alla presenza dei primi campanelli d'allarme, in particolare i prezzi della stragrande maggioranza dei mercati calano in maniera significativa e inizia a scarseggiare la liquidità unitamente ad un aumento del differenziale dei tassi di interesse.

Chi ha risentito maggiormente di questa ondata, nella prima fase, è senza dubbio il mercato degli ABCP(carte commerciali assistite da attività). Le carte commerciali sono uno strumento utilizzato come fonte di finanziamento nel breve termine e tutto ciò di conseguenza ha provocato forti problemi di liquidità, i quali hanno fatto sì che molti operatori, titolari di tale strumento, si spostassero in cerca di nuovi mercati, in particolare quello interbancario. Questo spostamento ha avuto delle conseguenze rilevanti, perché le banche commerciali, a causa del contagio della crisi, non erano più in possesso della liquidità necessaria; inoltre un aumento del Libor (tasso variabile di riferimento del mercato interbancario europeo) e dell'Euribor (tasso interbancario e di riferimento per le transazioni tra gli intermediari creditizi europei) costringe la BCE ad un'immissione di liquidità nel mercato di 250 miliardi. Un altro evento significativo è da registrarsi il 19 Settembre quando la Northern Rock, nota banca inglese, a causa di problemi di liquidità non riesce a rinnovare le passività in scadenza provocando una corsa agli

¹¹ Carocci, *Politica macroeconomica, le nuove teorie*, Roma 1996

sportelli da parte di tutti gli investitori. A questo punto le possibili soluzioni da adottare sono due: fornire liquidità o acquisire i titoli. In questo momento si notano i primi differenti interventi della FED e della BCE, in quanto la prima prova entrambe le strade mentre la Banca Europea continua immettendo liquidità nel mercato.

Qualche mese dopo, precisamente a Marzo, la situazione non muta, anzi peggiora quando la crisi colpisce due enormi istituzioni finanziarie, in particolare Bear Stearn e JP Morgan, la quale riceve dalla FED un prestito per circa 29 miliardi di dollari, un intervento posto in essere per evitare il fallimento di un ente di questa grandezza che porterebbe delle conseguenze, a livello globale, inimmaginabili.

- La seconda fase è caratterizzata da un passaggio dai problemi di liquidità a problemi di solvibilità passando per uno dei più grandi fallimenti bancari della storia, ovvero quello di Lehman Brothers. La situazione diventa ancor più allarmante quando la crisi colpisce due imprese, Fannie mae e Freddie Mac, finanziate dal governo americano, che nel giro di qualche mese vedono ridurre il proprio valore in borsa di circa il 70%, inoltre i dati mostrano come le perdite del mercato siano arrivate a 500 miliardi di dollari. Le azioni di conseguenza subiscono una drastica riduzione che porta gli investitori verso le banche d'affari soprattutto a causa della sfiducia nei confronti del mercato finanziario. Come abbiamo accennato in precedenza, l'evento cruciale di questa fase risiede nel fallimento di Lehman Brothers avvenuto il 15 settembre del 2008. E' di fondamentale importanza trattare questo fallimento perché si sta parlando di una delle banche più grandi e potenti al mondo. Nel momento in cui è avvenuta la caduta di Bear Stern, la banca è stata individuata come il soggetto più debole del sistema¹² e di conseguenza mira di numerosi attacchi speculativi. Nella prima parte della crisi sono state poste in essere diverse manovre per arginare le perdite, infatti ci sono stati tentativi di fusione con diversi gruppi bancari e assicurativi come l'HSBC o la Bank of America; tentativi che purtroppo non sono andati a buon fine, tanto che la Fed decide di far fallire Lehman Brothers per concentrarsi in maniera più efficace e rapida sulle conseguenze che tale fallimento avrebbe

¹²Massimo Gaggi, *La valanga: dalla crisi americana alla recessione globale*, Editore Laterza.

portato in tutto il sistema economico. Lehman Brothers concluderà il suo cammino portando con sé debiti per oltre 600 miliardi di dollari unitamente agli oltre 25.000 soggetti che perderanno la propria occupazione.

- Il contagio della crisi finanziaria è il concetto sottostante la definizione della terza fase della crisi. L'evento chiave di questa fase è caratterizzato dalle difficoltà alle quali l'AIG (la compagnia assicurativa più grande al mondo) sta andando incontro e che con molta probabilità porteranno al suo fallimento.

La causa principale del dissesto della compagnia sono da ricercarsi nell'utilizzo, da parte dei manager di quest'ultima, di strumenti finanziari derivati; in particolare la sede AIG di Londra vedeva in Joseph Cassano(capo della compagnia) il leader di questi strumenti. La sede londinese a quest punto inizia a sottoscrivere *credit default swaps* per valori che superano i 100 miliardi di dollari; inoltre dalla metà degli anni '90 alla compagnia viene proposto un nuovo strumento finanziario poco conosciuto: *collateralized debt obligation* (CDO) ovvero prestiti trasformati in obbligazioni che venivano poi venduti sul mercato. Il compito dell'AIG era quello di assicurare contro il rischio di default dei titoli. In un primo momento la compagnia realizza profitti record ma quando subentra la crisi dovuta alla bolla immobiliare, i clienti ritornavano per richiedere la loro assicurazione; tutta questa situazione ha portato l'AIG sul lastrico tanto da rischiare il fallimento, evitato soltanto dalla FED che decide di intervenire, salvando la compagnia con un prestito di 85 miliardi di dollari. La situazione va dunque sempre peggiorando, tanto che uno dei fondi statunitensi più importante, il Reserve Primary, deve svalutare 780 miliardi di dollari di obbligazione a breve termine e vendere parte dell'attivo in un momento definito "Market Liquidity"(dove si intende la facilità con cui è possibile vendere un'attività al suo valore fondamentale). Si arriva così alla fine di Settembre 2008, quando ormai la situazione è disastrosa e non solo per l'economia statunitense ma anche per quella mondiale; infatti vengono registrate numerose manovre di salvataggio da parte dei Governi per salvare le banche interne. Gli esempi più lampanti sono rappresentati dalla banca islandese Glitnir, dall'Hypo Real Estate tedesca oppure dal piano di nazionalizzazione della banca inglese. Oltre questi interventi, l'8 ottobre 8 banche

centrali, compresa quella europea, decidono di diminuire di 50 punti base i propri tassi di riferimento. Tali azioni hanno portato sicuramente effetti positivi alle nazione che le hanno poste in essere, ma i problemi sono talmente tanti che la crisi colpisce anche i Paesi asiatici e soprattutto quelli dell'America Latina.

- La quarta fase riparte da tutti gli interventi posti in essere dai vari Governi, i quali grazie alle loro azioni permettono un miglioramento, anche se breve, dell'economia mondiale; in particolare riguardando agli errori commessi durante la Grande Depressione del '29, le banche centrali decidono di fissare i tassi policy intorno allo 0. La FED interviene stabilendo un tasso che va dallo 0 allo 0,25% mentre la BCE all'1,5% promettendo di tenerli stabili fino a quando non ci saranno evidenti segnali di ricrescita. In questo modo anche lo spread (differenziale esistente tra due azioni o grandezze economiche legate da una stessa situazione) ritorna verso gli standard precedenti la crisi.
- La quinta ed ultima fase vede un netto miglioramento dei mercati finanziari con una volatilità che cala in maniera significativa. A questo punto gli interventi che possono porre in essere le banche centrali sono di 3 tipologie: immettere liquidità, creare un eccesso di riserve; acquisto di titoli obbligazionari pubblici e privati.

Se dalla prospettiva finanziaria i mercati sono in leggero aumento, lo stesso non può dirsi dell'economia reale. I dati del 2009 sono molto chiari e ci mostrano come l'andamento dei Paesi non sia del tutto soddisfacente; in particolare vediamo come il PIL mondiale si attesta intorno a -0,7% rispetto al precedente 4,2%. Una delle cause principali risiede nelle economie emergenti, dove i tassi di crescita sono stabili al 2,8% con una variazione del PIL di -3,7%. La situazione sembra cambiare nel 2010 quando i parametri sopracitati crescono a dismisura grazie soprattutto alla ripresa dei Paesi in via di sviluppo dopo vari interventi da parte delle istituzioni.

2.4 CAUSE MACROECONOMICHE

Alla base della crisi globale del 2007, culminata con la bolla speculativa dovuta ai mutui subprime, possiamo individuare cause sia di tipo macroeconomico che di tipo microeconomico. Analizziamo innanzitutto quali sono state le variabili macroeconomiche che hanno innescato la “grande crisi”:

Squilibri globali

Per squilibri globali o global imbalances si intende l'enorme differenza tra le economie dei paesi avanzati e quelle dei Paesi emergenti. Per capire meglio, basti pensare alle differenze che esistono tra l'economia americana e quella del Regno Unito nei confronti di alcuni Paesi come la Cina perché nel primo caso (USA) ci troviamo di fronte a forti surplus di current account, mentre nel secondo caso (Regno Unito) la situazione è diametralmente opposta. La conseguenza è da ricercarsi nel trasferimento di capitali dai Paesi in via di sviluppo alle economie avanzate con l'obiettivo di finanziare il deficit provocando però un abbassamento dei tassi di interesse con i titoli pubblici dei Paesi finanziati che vedranno la loro domanda aumentare sensibilmente. Tutto questo fa sì che gli investitori cerchino altri strumenti finanziari che gli diano la possibilità di avere profitti elevati con rischi non rilevanti. Il mercato scelto dagli investitori è quello immobiliare; questo perché le garanzie sottostanti questi titoli permettevano la mutazione del rischio. Di conseguenza questo trasferimento di capitali tra le diverse economie non ha fatto altro che alimentare il fenomeno della bolla immobiliare perché con tutta la liquidità che veniva immessa nel sistema l'offerta di credito era concessa a soggetti con un elevato rischio di insolvibilità. Un'ulteriore conseguenza del trasferimento di capitali è rappresentata dall'indebolimento della relazione tra tassi di interesse a breve termine e tassi di interesse a lungo termine. Il triennio 2001-2004 conferma le teorie del global imbalances quando la FED per arginare l'inflazione opta per una stretta monetaria che non porta i risultati sperati perché i tassi a lungo termine non variano. Per capire meglio come nascono i global imbalances possiamo far riferimento a 4 diverse interpretazioni: la prima vede come causa del deficit delle partite correnti le aspettative da parte dei cittadini americani di una crescita del reddito che li incentiverà ad indebitarsi all'estero; la

seconda individua come causa del deficit la mancanza di opportunità di investire per Paesi come l'Asia; la terza collega il deficit al tasso di risparmio che mette gli investitori nelle condizioni di dover cercare nuove fonti di finanziamento; l'ultima interpretazione analizza come lo sviluppo dei Paesi asiatici unitamente ad un aumento delle riserve da parte delle banche abbia provocato un surplus di risparmio che viene riversato nelle economie avanzate dando sempre più credito al fenomeno degli squilibri globali.

Politiche della FED e bassi tassi di interesse

Gli anni che precedono l'avvento della crisi sono caratterizzati dalla presenza di tassi di interesse molto bassi, basti pensare che la FED, attuando una politica monetaria espansiva, decise di diminuire il tasso policy dal 6,5% all'1%. Questa soluzione, così come ci insegna la macroeconomia, provoca effetti negativi per l'intera economia, perché si innescano due fenomeni circolari che prendono il nome di *bank lending channel* e *balance sheet channel*. Il primo è un meccanismo che dipende dai processi di cartolarizzazione e si riferisce all'effetto sull'offerta di credito bancario esercitato da uno shock che riduce i depositi, ovvero la voce del passivo bancario soggetto all'obbligo di riserva. Se per la Banca è costoso raccogliere fondi non soggetti a riserva, le cosiddette non-reservable liabilities, la riduzione dei depositi non viene interamente controbilanciata dall'aumento delle raccolte wholesale e le passività bancarie si riducono. Se la Banca non può liberamente sostituire titoli e prestiti, si ha una riduzione nell'offerta di credito. La riduzione imprime effetti reali, se, a loro volta famiglie ed imprese non possono controbilanciare la diminuzione di prestiti bancari con il ricorso all'autofinanziamento. Questo meccanismo è il canale di trasmissione delle crisi bancarie all'economia più tradizionale, in quanto ha come origine la diminuzione delle passività delle banche¹³. Dato che i fondi per quanto riguarda il mercato immobiliare sono in costante crescita, i requisiti qualitativi e quantitativi richiesti

¹³ Carpinelli, *Questioni di Economia e Finanza*, Numero 55, Settembre 2009, Banca d'Italia Papers.

dai venditori si riducono e in questo modo la stragrande maggioranza della popolazione può richiedere un mutuo per porre in essere operazioni di cartolarizzazione. Ci sono alcuni dati che meglio esprimono questa situazione; in particolare nel caso dei subprime notiamo che il rapporto cartolarizzazioni/erogazioni è passato dal 46% al 75% e il valore delle erogazioni è cresciuto del 215%. Il *balance sheet channel*, invece è direttamente collegato al mercato immobiliare. In questo contesto se i tassi di interesse sono bassi di conseguenza lo sarà anche il costo del debito che farà lievitare verso l'alto la domanda degli immobili. A questo punto aumenterà il prezzo degli immobili stessi provocando così un processo che si autoalimenterà. Shiller analizza il fenomeno spiegando come in una situazione dove il credito e l'occupazione aumentano, gli investitori acquistano sempre più immobili perché hanno in sé quell'aspettativa che fa credere loro che i prezzi degli immobili aumenteranno all'infinito.

In sostanza, analizzati questi 2 meccanismi, possiamo dire che la politica espansiva adottata dalla FED non ha portato i risultati sperati e dato che in passato la medesima strategia aveva fatto raggiungere ben diversi obiettivi, ancora oggi si discute sulle manovre poste in essere dalla FED.

Distribuzione del reddito

L'iniqua distribuzione del reddito nei Paesi avanzati rappresenta un'altra causa, molto significativa, dello scoppio della crisi. Prima di analizzare i dati quantitativi sull'effettiva distribuzione del reddito, è utile soffermarsi su alcuni concetti basilari. In un'economia, investimenti, consumi e spesa pubblica devono raggiungere valori tali che non si creino dei vuoti per quanto riguarda la domanda. I tre fattori, però, sono dipendenti l'uno dall'altro perché per esempio se la pressione fiscale è troppo elevata i consumi diminuiscono, oppure gli investimenti potrebbero bloccarsi nel momento in cui il gettito fiscale non è in grado di sostenere la spesa pubblica. Gli investimenti e i consumi dei cittadini sono strettamente collegati al reddito ed in particolare più sarà iniqua la distribuzione minori saranno i consumi. Negli USA, infatti, la quota di reddito del ceto più elevato è passata dal 34% al 50%; un dislivello causato da politiche ad hoc per i

ceti privilegiati con un abbassamento delle aliquote fiscali a favore di questi ultimi. Tutto questo ha portato ad una contrazione dell'economia, dato che si è andati incontro ad una drastica riduzione di consumi, investimenti e domanda. La soluzione adottata è stata quella di accostare la spesa al concetto di debito in modo che anche soggetti impossibilitati ricorrevano al debito per poter investire e allo stesso tempo i "piani alti" i profitti continuavano ad aumentare grazie alle speculazioni in campo finanziario ed edilizio.

2.5 CAUSE MICROECONOMICHE

I fattori, di carattere microeconomico, che hanno influenzato e dato vita alla crisi possono essere così riassunti:

Cartolarizzazione

Il meccanismo di cartolarizzazione può essere analizzato strutturandolo in 3 fasi: innanzitutto viene individuato un pool di crediti omogenei che vengono emessi dallo stesso intermediario; si crea in un secondo momento una società ad hoc (SPV o SIV definizione) alla quale vengono venduti i crediti individuati nella prima fase; infine le garanzie rappresentate dai crediti iniziali vengono utilizzate per collocare i titoli obbligazionari sul mercato. Il fenomeno della cartolarizzazione ha un ruolo molto importante nell'avvento della crisi, perché grazie ad esso gli intermediari sanciscono il passaggio dal modello *originate to hold* al modello *originate to distribute*. Il primo modello vede la presenza di due soggetti, banca e cliente. Il compito della banca è quello di elargire prestiti e detenerli fino a scadenza; operazione fattibile grazie alla raccolta dei depositi. Il secondo modello, invece, risulta più complesso perché vede la compresenza di una moltitudine di soggetti. Agli estremi vi sono le banche che erogano prestiti e gli investitori che immettono liquidità nel sistema. Lungo questa filiera produttiva operano tutti quei soggetti, che tramite strumenti finanziari, fanno sì che il rischio di credito si riversi sugli investitori ed i fondi passino dagli investitori alle banche. Le difficoltà relative al secondo modello sono dunque da ricercarsi nel trasferimento del rischio di credito che mette le banche nelle condizioni di

concedere prestiti senza porre attenzione sui requisiti del soggetto debitore: Tutto questo unitamente alla deregolamentazione finanziaria aumenta la difficoltà di valutazione dei prodotti cartolarizzati. Nello specifico, nel processo di cartolarizzazione, vengono individuati tre tipologie di soggetti: l'*originator* (che eroga i mutui, l'*arrenger* (ovvero colui che acquista i mutui con il diritto di ricevere i flussi di cassa del mutuo) e l'*issuer* che riceve i mutui dall'*arrenger* ed in un secondo momento emette obbligazioni garantite dai mutui stessi¹⁴. Nell'ultima fase del processo le obbligazioni che vengono emesse sono di diversa natura e possono essere così riassunte:

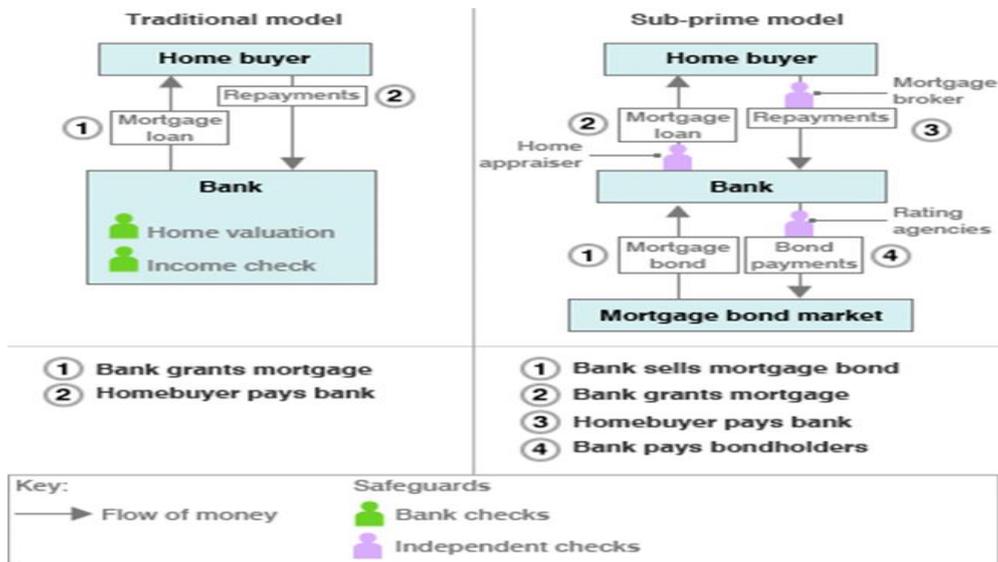
- ***ABCP***
- ***MBS*** (mortgage-backed security)

- ***CDO***

Per quanto riguarda le garanzie collaterali possiamo distinguerle in:

- ***CMO***
- ***CLO***
- ***CDO SQUARED, CUBED E SINTETICHE***

¹⁴ D'Apice e Ferri, *Crisi finanziarie e regolamentazione- politiche economiche per un capitalismo stabil*, Novembre 2011, Editore Carocci.



Date le diverse condizioni degli investitori in relazione alla propensione al rischio, le società costituite ad hoc hanno la possibilità di “spezzettare” le obbligazioni in diverse tranche con profilo rischio-rendimento diverso per ognuna di esse. In questo modo si verranno a creare dei prodotti con un rischio inferiore a quello dei prodotti cartolarizzati. Un ruolo molto importante all’interno del processo di cartolarizzazione è attribuito all’issuer. I “pionieri” di questo ruolo sono state le GSE(Government-Sponsored Enterprises), in particolare Fannie Mae e Freddie Mac, le quali cartolarizzavano con l’obiettivo di fornire liquidità alle banche e far accrescere il mercato dei mutui immobiliari. Infine risulta fondamentale per la riuscita dello stesso il servicer. Quest’ultimo ha il compito di svolgere diverse funzioni per conto dell’issuer, dalla burocrazia agli affari legali ed inoltre se il mutuatario dichiara default, il servicer ha l’obbligo di versare tutti gli interessi non pervenuti all’issuer.

ORIGINATOR	<i>Detentore originario dei crediti cartolarizzati</i>
SOCIETA' VEICOLO	<i>Società che utilizzano i fondi per l'acquisto di asset dall'originator</i>
ARRANGER	<i>Società di consulenza che organizza le fasi della cartolarizzazione</i>
ISSUER	<i>Società appositamente costituita per l'emissione dei titoli</i>
CREDIT ENHANCER	<i>Istituzioni che fungono da prestatori di garanzie</i>
SERVICER	<i>Soggetto che riscuote i pagamenti del debitore e controlla le garanzie</i>
AGENZIE DI RATING	<i>Svolgono attività di supporto per la valutazione dei rischi</i>
CONSULENTI	<i>Soggetti che supportano l'arranger per controlli legali e fiscali sui crediti</i>

La presenza di asimmetrie informative ha fatto emergere diversi fattori di criticità all'interno del modello. Innanzitutto, date le complessità del prodotto, si possono individuare asimmetrie tra l'originator e il mutuatario che si concluderanno nel caso dell'originator con la concessione di mutui a soggetti che consegneranno documentazioni inesatte e nel caso del mutuatario con un eccessivo indebitamento che difficilmente riuscirà a sostenere. Inoltre l'originator potrebbe mettere l'arranger nella condizione di dover finanziare un prodotto altamente rischioso

che a sua volta potrebbe porre in essere operazioni di cartolarizzazione solo per prodotti di dubbia qualità. Infine, ritornando al mutuatario, questi potrebbe decidere di non proteggerle garanzie nel momento in cui si rende conto di essere prossimo al default. La struttura delle banche, gli interventi della FED ed il sorgere di nuovi veicoli finanziari rappresentano 3 fenomeni direttamente collegati al circuito dei mutui subprime. Per capire al meglio le modalità di cartolarizzazione di questi ultimi è necessario comprendere le differenze con il modello tradizionale in tema di acquisto di un'abitazione. Le banche, una volta concesso il mutuo, si finanziano tramite i depositi dei propri clienti, i quali devono effettuare pagamenti mensili comprensivi di interesse. Nel momento in cui il soggetto debitore non può far fronte al pagamento, la banca ha il diritto di reimpossessarsi della casa

Mutui subprime

Il mercato dei mutui è nato negli Stati Uniti per rendere liquidi i mutui ipotecari e ridurre il costo per i debitori, mediante l'emissione e la garanzia di titoli frutto della cartolarizzazione dei mutui stessi. Fannie Mae, su disposizione del Governo, acquistava mutui dalle banche e quelli precedentemente cartolarizzati avevano la funzione di aumentare la liquidità che in seguito le banche utilizzavano per concedere nuovi mutui. La situazione iniziò a modificarsi intorno agli anni '80 quando le autorità decisero di effettuare operazioni di deregolamentazione per permettere investimenti maggiormente profittevoli, ma rischiosi. Da quegli anni, infatti, tantissimi operatori emettevano MBS e tra questi rientravano mortgage company e broker che trasformavano i crediti, relativi ai mutui, in titoli che poi vendevano sul mercato. All'interno del mercato secondario dei mutui la garanzia è data dal valore stesso del mutuo e più il mercato ha la possibilità di determinare un prezzo per ogni titolo più il trasferimento del rischio risulterà efficiente.

Anni	M.subprime	Subprime MBS	Quota
2001	190	95	50.4%
2002	231	121	52.7%
2003	335	202	60.5%
2004	540	401	74.3%
2005	625	507	81.2%
2006	600	483	80.5%

Il nuovo fenomeno dell'origine to distribute, analizzato precedentemente in tema di cartolarizzazione, ha permesso che la categoria dei mutui subprime arrivasse a sfiorare l'80% dei mutui nel 2006. Per quanto riguarda la categoria di mutui e prestiti, così come in tutto il mondo della finanza, si utilizza il principio in base al quale si associa ad un dato livello di rischio, un determinato premio. La concessione di prestiti subprime è un'operazione rischiosa così che i creditori decideranno per tassi di interesse elevati proprio per far fronte ad una possibile insolvibilità da parte del debitore. Le banche, per permettere la concessione di prestiti a questa categoria di debitori, ha introdotto i cosiddetti ARM (adjustable rate mortgages), ovvero ipoteche a tasso variabile dove la rata ed il tasso di interesse vengono modificati, durante la durata del mutuo, in base ad indici prestabiliti. I mutui vengono classificati in base alle metodologie di determinazione del tasso di interesse; in particolare individuiamo mutui a tasso fisso e mutui a tasso variabile. La prima categoria prevede che il tasso rimarrà invariato così come la rata; in particolare se prendiamo come esempio un mutuo ventennale, notiamo che i pagamenti della fase iniziale verranno utilizzati per rimborsare gli interessi. Solo in un secondo momento gli interessi diminuiranno accrescendo la quota del capitale. La seconda categoria prevede, invece, la variabilità del tasso di interesse in base all'andamento del costo del denaro. In questo caso le modifiche applicate al tasso vanno di pari passo con la periodicità delle rate, ovvero la variazione seguirà la scadenza temporale del rimborso. Il lato positivo di questa categoria di mutuo risiede nel fatto che i tassi utilizzati sono solitamente inferiori a quelli applicati nei mutui a tasso fisso. L'utilizzo di mutui a tasso variabile è vantaggiosissimo per le banche perché in questo modo si riesce a

trasferire parte del rischio al debitore. Data l'enorme fase di crescita avuta tra la fine e l'inizio del secolo unito ad una minore volatilità dei tassi, questi mutui sono diventati lo strumento maggiormente utilizzato dai clienti più deboli. A questo punto le mortgage company, approfittando di tutto ciò, cercano di attirare qualsiasi tipologia di clienti disinteressandosi della possibilità di questi ultimi di ripagare il mutuo. Anche personaggi di spicco dell'economia americana, in particolare Alan Greenspan, davano credito a questa categoria di mutui favorendo così la creazione dei cosiddetti mutui ninja (nessun lavoro, nessun reddito, nessun patrimonio). I tassi di interesse di questi mutui sono formati dall'indice variabile e dal margine per il creditore (spread); quest'ultimo, nel momento in cui il debitore vede calare la sua capacità di rimborso, aumenta. Quando nessuna banca vuole stipulare il contratto, entrano in gioco le società di intermediazione che offrono una garanzia allo stipulante caricandosi del rischio a fronte di un lauto guadagno. Inoltre le banche fanno uso della cosiddetta "finanza creativa" utilizzando strumenti come i mutui a "tasso civetta" dove il tasso iniziale è relativamente basso, perché c'è l'aspettativa che migliori la situazione economica del debitore, in modo che si possa aumentare in un secondo momento. Se si considera che la maggioranza di questi mutui era accesa da soggetti che hanno determinate aspettative di vita, ovvero di incremento del proprio reddito, appare evidente che la sottoscrizione di tali contratti, risulta essere l'opzione migliore; inoltre i requisiti ed i tempi richiesti dalle banche sono davvero minimi. Il fenomeno, dunque, delle ipoteche a tasso variabile, soprattutto per quanto riguarda i subprime, registra un aumento considerevole raggiungendo il 40% del totale delle accensioni. Oltre ai mutui fissi e variabili le banche hanno introdotto:

- prestiti ibridi: tasso iniziale fisso ed in seguito variabili su base annuale
- ARM(payment option): i debitori decidono la rata. In questo caso il debitore ha libertà di scelta, ovvero può decidere se pagare solo gli interessi, se optare per l'ammortamento negativo o pagare interamente la rata.

Generalmente le banche, nella concessione di un prestito, verificano che il reddito del debitore, sia adeguato per rimborsare il capitale. Per questa verifica

viene utilizzato il credit score(punteggio di credito sul creditore calcolato in base alle operazioni che quest'ultimo ha posto in essere con tutte le istituzioni creditizie). Vengono inoltre utilizzati, per testare la solvibilità del debitore, i rapporti DTI(debt to income) e di LTV(loan to value) che valutano la possibilità di pagare ed il desiderio di pagare. Il termine subprime è di difficile determinazione ma in linea generale si identifica con gli operatori che pongono in essere mutui ad elevato rischio o con quei contratti la cui inadempienza ha una probabilità altrettanto elevata. Per quanto riguarda i parametri di classificazione, possiamo identificare i debitori subprime come quei soggetti che hanno un credit score inferiore a 620 punti(la scala va da 300 a 850).

Shadow banking system

Le *shadow banks* possono essere definite come un'unione tra le banche di investimento e la banche commerciali. La caratteristica che le accomuna alle banche di investimento è la presenza, nel lato delle fonti, di prestiti a breve termine a cui garanzia risiede negli strumenti collaterali, ciò che invece li accomuna alle banche commerciali è la presenza, nel lato degli impieghi, di prestiti a lungo termine. Le ragioni per cui questo fenomeno ha avuto una diffusione così ampia possono essere così sintetizzate:

1. Non sono previste assicurazioni sui depositi per quanto riguarda le passività e quindi gli intermediari non sono soggetti a particolari requisiti di capitale.
2. Vengono utilizzati strumenti meno costosi che fanno ricorso al mercato dei capitali a breve termine come le carte commerciali e i *Repo*.

Questo sistema, a tutti gli effetti un sistema bancario, è definito sistema bancario ombra proprio perché non è soggetto alla regolamentazione finanziaria. Tali istituti, dato un livello di capitalizzazione molto basso, possono permettersi di operare con livelli di leva finanziaria molto elevati ponendo le basi per la crisi di liquidità che ha colpito il Paese.

Il ruolo delle agenzie di rating

Le agenzie di rating hanno assunto un ruolo fondamentale nello scoppio della crisi, tanto da divenire protagoniste della stessa. Il compito di questi istituti consiste nell'emissione di rating su società e titoli che vengono poi messi sul mercato per dare la possibilità agli investitori di conoscere lo "stato di salute" delle società o dei titoli su cui investire per eliminare il fenomeno delle asimmetrie informative dovuto al distacco tra investitori ed intermediari. L'operato delle agenzie è stato messo in forte discussione durante lo scoppio della crisi perché l'accesso alle informazioni da parte di tutti gli agenti economici viene negato e dunque si pone un problema in capo a queste ultime che hanno inoltre collaborato con le banche per fornire informazioni distorsive sui mercati. Infatti Stiglitz analizza il ruolo delle agenzie di rating asserendo che "le banche non sarebbero riuscite a fare tutto quello che hanno fatto senza l'aiuto delle agenzie di rating". I drastici effetti provocati dalla crisi non possono essere spiegati soltanto dall'incidenza dei mutui subprime, infatti ulteriori colpe devono essere affidate ad una struttura finanziaria fragile e ad una supervisione inefficace; per di più l'operato delle agenzie ha contribuito in maniera rilevante sull'aumento della sfiducia all'interno dei mercati finanziari¹⁵. Nello specifico le agenzie assegnano un rating attraverso indicatori alfabetici che vanno da un massimo AAA ad un minimo D(da un'elevata capacità di ripagare il debito ad insolvente) passando per valori intermedi; durante la crisi il 93% dei titoli era stato classificato con il rating più elevato e solo in un secondo momento si erano rivelati junk ovvero spazzatura. Le agenzie non sono soggette a sanzioni nel momento in cui il titolo risulta sopravvalutato perché l'unica nota negativa per queste ultime sarebbe rappresentata da una riduzione della reputazione. Per questo nel 2008 la SEC ha portato avanti un'indagine sulle 3 agenzie più importanti (Standard e Poor's, Fitch Ratings, Moody's Investor Services) criticando queste ultime per le metodologie utilizzate sui nuovi strumenti finanziari sempre più complessi. Il problema

¹⁵ Oscar Domenichelli e Martina Vallesi , *Mutui subprime, investimenti e struttura finanziaria. Gli effetti reali della crisi sulle imprese*, editore Rirea.

principale risiede nei conflitti di interesse; in particolare sorgono due tipologie dello stesso: uno è relativo alla proprietà e controllo in quanto le agenzie sono quotate in borsa e vengono pagate da quei soggetti che operano favorendo l'agenzia che emette il rating più elevato; pertanto le agenzie tenderanno a sovrastimare il rating sui titoli emessi. Il secondo fa riferimento ad una trasformazione delle agenzie che, attraverso l'introduzione sul mercato di Moody's, forniscono anche un servizio di consulenza che rappresenta un incentivo per la sopravvalutazione dei titoli. Le agenzie devono peraltro prendere il posto delle banche per quanto riguarda la valutazione dei crediti concessi e a causa della complessità dei prodotti il loro giudizio diviene ancor più fondamentale per gli investitori. Da qui la rapida diffusione dei titoli tossici che dipendono dal rating emesso. Un ulteriore conflitto di interessi fa riferimento alla regolamentazione; infatti le agenzie non sono tenute ad indagare sui rischi del prodotto in esame e dunque sarà molto più semplice, anche per le banche, diffondere notizie non veritiere che portano gli investitori ad effettuare scelte non corrette.

2.6 RISPOSTE DELLE AUTORITA': GLI INTERVENTI FMI E FED

Prima di analizzare nello specifico le risposte alla crisi da parte delle autorità competenti, sarebbe opportuno analizzare il ruolo di due enti fondamentali e protagonisti della vicenda; in particolare definiamo i compiti dell'FMI, della FED, e della SEC. Il Fondo monetario internazionale nasce nel 1945 come conseguenza degli accordi di Bretton Woods del 1944 e viene istituito per le seguenti finalità:

- Aiutare i Paesi in difficoltà
- Sostenere la cooperazione monetaria internazionale

La ragione di questi obiettivi risiede nel fatto che le economie risultano interdipendenti tra di loro e la stabilità monetaria influenza la crescita mondiale. Inizialmente il fondo operava con regimi di cambio basati sul gold exchange

standard, ovvero sulla convertibilità del dollaro in oro, ma quando nel 1971 questo regime viene eliminato, l’FMI si trova a svolgere il ruolo di gestore della crisi e dunque una funzione di prevenzione e contenimento . Dopo le crisi degli anni ’80 il fondo assume sempre più importanza svolgendo funzioni di sorveglianza e di assistenza finanziaria. La sorveglianza è rivolta sia all’intero sistema economico sia ai singoli Paesi(vigilanza bilaterale)e prevede che il Fondo faccia rispettare degli standard in ambito finanziario anche grazie all’assistenza da parte di esperti che organizzano corsi di formazione presso l’FMI; è inoltre prevista la stesura di rapporti sui Paesi per verificare la solidità del sistema finanziario. Per quanto riguarda invece la vigilanza multilaterale, quest’ultima avviene tramite la redazione di diverse pubblicazioni inerenti il quadro macroeconomico globale, gli squilibri finanziari e le politiche fiscali adottate dai Paesi. La seconda funzione, l’assistenza finanziaria, si prefigge l’obiettivo di regolare gli squilibri finanziari dei Paesi membri. I prestiti(mai in un'unica soluzione ma in tranches) che il fondo concede sono sempre condizionati in quanto il Paese finanziato deve elaborare un piano che indichi le modalità con le quali intende far fronte ai problemi strutturali che sottostanno allo squilibrio¹⁶.

Gli strumenti che il fondo utilizza possono essere così riassunti:

- SBA(Stand by arrangements):i Paesi membri possono prelevare il 100% della propria quota su base annuale dal conto generale delle risorse con una durata di 12-18 mesi.
- SCF(stand by credit facility): utilizzata per Paesi che hanno problemi con la liquidità nel breve periodo.
- EFF(extended fund facility):utilizzato per programmi di medio periodo
- ECF(extended credit facility):utilizzati per i Paesi a basso reddito e prevede un tasso di interesse pari a 0
- ESF(exogenous shocks facility):Utilizzato per quei Paesi colpiti da eventi non previsti come calamità naturali

¹⁶ www.esteri.it

- SMP(staff monitored program):utilizzato per promuovere la cooperazione tra il fondo ed il Paese membro
- PSI(policy support instrument):utilizzato per Paesi a basso reddito che non necessitano dell'aiuto del fondo

Oltre questi strumenti , il fondo prevede l'utilizzo di ulteriori due meccanismi: l'FCL(flexible credit line) per sostenere quei Paesi che hanno difficoltà nel reperire finanziamenti nel mercato dei capitali; una volta accettato il credito la restituzione dovrà avvenire tra i 3 e i 5 anni; l'PLL(precautionary and liquidity line) di cui sono destinatari Paesi con buoni fondamentali economici che si trovano però ad affrontare problemi relativi alla liquidità. Analizziamo a questo punto il ruolo della FED(federal reserve system). La Fed nasce nel 1913 ed inizia ad operare nel 1926; è una struttura indipendente dal Governo USA e viene vista come una vera e propria banca dal momento in cui i suoi provvedimenti non devono essere convalidate da nessun organo esecutivo. È costituito da un'agenzia centrale che ha il compito di vigilare su ciò che pongono in essere gli intermediari finanziari ed uno dei componenti più importanti è rappresentato dal FOMC(federal open market committee). Il compito di quest'ultimo (definire le operazioni di mercato aperto) è di importanza cruciale per la Fed in quanto, con l'utilizzo di tale strumento, è in grado di influenzare i tassi di interesse dei mercati.

Le funzioni della Fed possono essere raggruppate in quattro aree:

- Definire la politica monetaria nazionale
- Supervisionare le istituzioni bancarie
- Contenere la stabilità del sistema finanziario
- Provvedere alla tesoreria per le istituzioni e per il Governo

2.7 LE RIFORME

Naturalmente, dopo lo scoppio della crisi, il Governo e le autorità competenti, hanno collaborato per emanare delle riforme con l'obiettivo di regolare l'intero settore economico-finanziario degli Stati Uniti. Nel 2009 2 rappresentanti, di Camera e Senato, vagliano due riforme che verranno nell'anno successivo unificate nel cosiddetto *Dodd Frank Wall street Reform and Consumer Protection Act*. La presente riforma risulta essere la più importante della storia statunitense e si propone l'obiettivo di regolare tutto il settore finanziario, strutturandolo e analizzandolo campo per campo. Per questo di seguito parleremo di riforme in tema di vigilanza, gestione della crisi, regolamentazione finanziaria e protezione del consumatore. Per quanto riguarda il tema della vigilanza distinguiamo innanzitutto quella a livello macroprudenziale e a livello microprudenziale. Per la vigilanza di tipo macro, viene istituito il FSOC(Financial stability oversight council) diretta dal ministro del tesoro.

Questa nuova istituzione avrà i seguenti compiti:

1. Individuare i rischi;
2. Organizzarsi per far fronte ad eventuali crisi sistemiche;
3. Promuovere la disciplina dei mercati

Una importante novità consiste nella possibilità per questo Consiglio di stabilire quali istituzioni non bancarie debbano ritenersi sistemicamente rilevanti e debbano sottostare a regole equivalenti a quelle bancarie¹⁷. Questa classificazione avviene in maniera quantitativa, in particolare verranno definite SIFI tutte quelle istituzioni che superano i 50 miliardi di dollari di asset. Bisogna però sottolineare, come in questo caso, la FSOC ha il compito di vigilare sia a livello macroprudenziale che a livello microprudenziale in tema di istituzioni bancarie. Al FSOC viene affiancato l'OFr (Office of financial research) con l'obiettivo di collaborare per il reperimento dei dati. I compiti affidati all' OFr vengono descritti all'interno del *Bill* e possono essere così sintetizzati :

¹⁷ Mottura, *Banche*, Egea, 2011, pag. 130 – 150.

1. Supervisione sulle variazioni del grado di rischio statunitense
2. Supervisione del rischio sistemico
3. Monitoraggio stress test
4. Collaborazione con la FSOC

L'istituzione dell'OFR è stata di notevole importanza perché ai regolatori, in questo modo, vengono forniti dei dati certi con i quali potranno porre in essere le manovre per arginare l'enorme portata di una crisi sistemica. Per quanto riguarda la vigilanza microprudenziale il Dodd Frank Act affida le diverse funzioni a diversi organismi (già esistenti o da costituirsi), in particolare:

- La FED ha l'obiettivo di supervisionare tutte le istituzioni, bancarie e non, che superano i 50 miliardi di dollari nell'attivo. Deve inoltre stabilire requisiti di capitale, di liquidità, di leverage, e di trasparenza finanziaria;
- La FDIC(federal deposit insurance corporation) invece, ha l'obiettivo di regolare le banche dei singoli Stati e ha la funzione di liquidatrice per quasi tutte le istituzioni finanziarie;
- OCC (office of the controller of the currency) regola i fondi con asset che non superano i 50 miliardi di dollari e le banche nazionali;
- NCUA (national credit union administration) e SIPC(securities investor protection corporation) hanno l'obiettivo, rispettivamente, di regolare le credit unions federali e le corporazioni no-profit.

Altre novità, introdotte dal Dodd Frank Act, consistono da un lato nell'eliminazione dell'OTS(office of thrift supervision) ripartendo i compiti tra SEC, OICC e FDIC e dall'altro nella creazione di un'istituzione come la FIO(federal insurance office) alla quale attribuire l'obiettivo di regolare il settore assicurativo. Infine , una delle questioni più cruciali risiede nella regolamentazione dei fondi di investimento; in particolare è stato previsto che se quest'ultimo gestisce più di 100 milioni di dollari deve obbligatoriamente registrarsi alla SEC. Una volta analizzato la riforma in tema di vigilanza è

opportuno soffermarci su una questione di fondamentale importanza, ovvero la regolamentazione finanziaria. Il primo punto affrontato dal Dodd Frank Act riguarda l'utilizzo dei derivati, in particolare è stato dimostrato come le tecniche basate sul *mark to market* siano state deleterie per l'intera economia in quanto non facevano altro che aumentare la volatilità. Proprio per questo il FASB sta cercando di modificare i principi con i quali regolare i prodotti scambiati sul mercato *over the counter*.

Innanzitutto i derivati vengono classificati in questo modo:

- *Swaps* regolamentati dalla CFTC (Commodity futures trading commission)
- *Security based swaps* regolati dalla SEC
- *Mixed swaps* regolati da entrambe le istituzioni

Tutti i soggetti che operano nel campo degli swaps hanno l'obbligo di registrazione presso la SEC o la CFTC, così da aumentare il livello di trasparenza per questi prodotti particolari; inoltre deve essere stilato un report dove devono essere indicate le caratteristiche degli swaps unitamente al rischio che questi ultimi potrebbero apportare all'intero sistema economico. In definitiva il Dodd Frank Act prevede :

- per lo scambio di derivati è necessaria la presenza di una Swap Execution Facility
- requisiti di capitale più stringenti per quei soggetti che operano nel mercato *over the counter*
- creazione obbligatoria di clearing houses per commerciare i prodotti derivati
- Impossibilità per le banche commerciali di commerciare derivati

Il secondo fattore, che ha dovuto obbligatoriamente subire delle modifiche in quanto rappresenta una delle cause scatenanti della crisi, è da ricercarsi nei requisiti di capitale delle banche. In questo caso, il tema è stato affrontato e regolato per lo più dal Basel Committee on Banking Supervision. Tutte le questioni sulle quali si è dibattuto rientrano nel Collins Amendment.

Nello specifico la riforma prevede:

- Alcune tipologie di capitale non verranno più identificate come tali
- Ulteriori requisiti per rischi associati ai repo e alle garanzie finanziarie

I requisiti previsti dalla nuova riforma sono rivolti alle banche ma non per questo anche alle holding, le quali sono tenute a rispettare questi requisiti soltanto nel caso in cui sia la FED a richiederlo. Un'ulteriore norma in termini di requisiti di capitale risiede nella *Volcker rule* la quale prevede delle limitazioni per le istituzioni bancarie che vogliono porre in essere attività speculative con l'obiettivo di salvaguardare i propri interessi e non quelli dei clienti (proprietary trading). In particolare è previsto che le banche non possono investire più del 3% del Tier (equity + riserve non distribuite) in private equity. Sarà comunque permesso alle banche di fare trading soltanto se nell'interesse dei propri clienti; inoltre questo divieto non verrà applicato alle istituzioni sistemicamente non rilevanti. Infine la *Volcker rule* prevede, per permettere la solvibilità degli intermediari, la presenza di requisiti di capitale controciclici. Per quanto riguarda le agenzie di rating la riforma si basa sul *Credit rating agency reform act* emanato nel 2006. In sostanza la norma tenta di aumentare la trasparenza sulle modalità di assegnazione dei rating, sul controllo interno e soprattutto si è concentrata sui poteri affidati alla SEC che ha la possibilità di rendere noti i dati tramite i quali avviene l'assegnazione del rating¹⁸. Tema molto importante all'interno della riforma riguarda le remunerazioni dei top manager ed è stato previsto che le stesse devono essere approvate dagli shareholders; inoltre la FDIC sta tentando di modificare i premi per l'assicurazione sui depositi, innalzando il costo per quelle istituzioni che, attraverso politiche di remunerazione poco lungimiranti, adottano strategie particolarmente rischiose. In sostanza le norme in tema di remunerazione seguono come principio quello morale con l'obiettivo di spingere le banche a effettuare operazioni sempre più sicure per tutelare gli interessi dei propri clienti. In precedenza abbiamo delineato i campi in cui la riforma finanziaria si aggira,

¹⁸ Calvo Guillermo, *Servicing the public debt: the role of expectations*, In american economic review

infatti a questo punto parleremo della gestione della crisi ed in particolare della liquidazione degli istituti finanziari. Per queste operazioni sono state create:

- OLF (orderly liquidation fund), utilizzato in caso di liquidazione di una SIFI
- OLP (orderly liquidation procedure)
- OLA (orderly liquidation authority)

Il FSOC ricopre un ruolo fondamentale all'interno di questi processi in quanto ha la possibilità di supervisionare straordinariamente tutte le istituzioni sistemicamente rilevanti cercando di evitare la crescita esponenziale di queste ultime. La sua presenza è altresì importante quando si verificano delle crisi nel momento in cui è in atto la liquidazione delle SIFI. In particolare il FSOC ha il diritto di richiedere i *funeral plans* i quali devono contenere dati inerenti la struttura dell'istituzione, delle controllate e soprattutto indicando le priorità di liquidazione. Sempre in tema di risoluzione, il Dodd Frank Act prevede che un'istituzione finanziaria può essere sottoposta ad amministrazione controllata soltanto nel caso in cui le probabilità di fallimento della stessa siano elevate. Nel caso in cui si tratta di un'istituzione non bancaria il processo di liquidazione sarà, anche se con tratti comuni, diverso; in particolare nel momento in cui questa tipologia di istituzione entra in crisi ci si può rivolgere a giudici fallimentari chiedendo di far rientrare quest'ultima nella categoria di istituzioni sistemicamente rilevanti e di conseguenza, dietro autorizzazione dei giudici, verranno trattate come un gruppo bancario. Infine è stato previsto un limite quantitativo relativamente alle obbligazioni da parte del governo; limite che risiede nel 10% per quanto riguarda gli asset consolidati e 90% del *fair value* degli asset consolidati. Ultimo campo, ma non meno importante, in tema di riforma è relativo alla protezione dei consumatori; proprio per questo dopo la crisi si è ritenuto necessario costituire il BCFP (Bureau of consumer financial products). Il motivo della nascita di questa istituzione è di facile interpretazione in quanto, come abbiamo visto precedentemente, una delle cause della crisi consiste nella non-informazione circa prodotti di elevata complessità (mutui subprime). L'agenzia opera in maniera indipendente e si prefigge diversi obiettivi, ovvero

quelli di evitare pratiche ingannevoli, aumentare la trasparenza e soprattutto fornire informazioni rilevanti su operazioni più complesse. Dunque la creazione dell' BCFP rappresenta un'innovazione e allo stesso tempo una reazione alla crisi con l'obiettivo di non ripetere gli stessi errori commessi in passato.

2.7.1 Ultimissime riforme americane nell' economia reale...

Nel corso degli anni gli Stati Uniti, e le varie nazioni cercavano di trovare soluzioni tecniche e finanziarie tali da arginare la crisi che inizialmente sembrava di tipo finanziario. Ben presto ci si rese conto che la crisi si era propagata in tutta l'economia reale, non solo per effetto della volontà delle banche di restringere le concessioni di credito, ma anche per un aumento degli squilibri distributivi di reddito. Da ciò ne consegue che, lo stato americano dovette prendere consapevolezza che la crisi non poteva essere contrastata solo con provvedimenti di politica monetaria ma con azioni mirate all'economia reale e in particolare ad azioni tali da ridurre la disuguaglianza nella distribuzione dei redditi. Le mosse di Barak Obama a tal riguardo sono state: l'abbassamento delle tasse al 95% degli americani con reddito annuo sotto i 250 mila dollari, l'estensione dell'assistenza sanitaria gratuita agli over 65 e grandi investimenti di energia alternativa al petrolio. Tali riforme non furono ben capite e apprezzate nella fase iniziale, in quanto da un lato ha cercato di trovare alternative concrete per i cambiamenti e dall'altro nominò nello staff economico comprendeva esponenti del liberalismo fondamentalista quali: Timothy Franz Geithner, nominato Ministro del Tesoro, è stato dal 1998 al 2001 sottosegretario al Tesoro per gli Affari Internazionali. Lì rispondeva a Robert Rubin, allora Ministro del Tesoro, e a Lawrence Summers. Geithner fu poi da 2001 al 2003 al Fondo Monetario Internazionale come Direttore del (famigerato, nel senso del fondamentalismo liberista) Policy Development and Review Department. Lawrence Henry Summers, nominato Capo del Consiglio Economico Nazionale, fu dal 1991 al 1993 Chief Economist alla Banca Mondiale. Tra il 1999 ed il 2001 succede a Rubin come Ministro del

Tesoro. Nonostante le critiche e nonostante i tentennamenti iniziali, e mosse di B. Obama hanno portato gli Stati Uniti ad una iniziale ripresa tale da portare Milton Friedman ad affermare, poco prima di morire : “Appena dopo il crollo dell’Unione Sovietica, cominciarono a chiedermi che cosa la Russia dovesse fare, e io dicevo: privatizzare, privatizzare, privatizzare. Avevo torto. Joe (Joseph Stiglitz) aveva ragione. Occorre prima di tutto lo Stato di diritto.” La stessa Banca Mondiale, in due rapporti uno del 2005 e uno del 2007, ha fatto autocritica e sostiene ora che non ci sono ricette semplici e valide dappertutto per lo sviluppo: il più solenne addio al “Washington Consensus”¹⁹.

2.8 DOPO LA CRISI

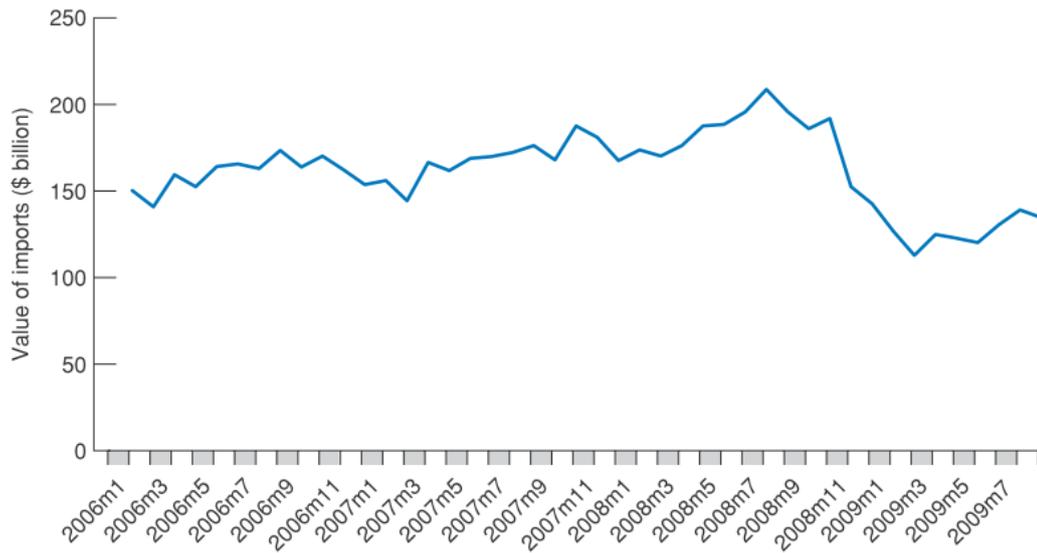
In generale le crisi finanziarie sono fenomeni di lunga durata; i periodi che seguono l’avvento di tali crisi sono caratterizzati da :

- Il mercato degli asset subisce un crollo vertiginoso di durata pluriennale; i prezzi delle case diminuiscono mediamente del 35% in un arco temporale di 6 anni mentre i prezzi delle azioni registrano una perdita del 56% con una durata di circa 3 anni.
- L’occupazione e la produzione subiscono un netto calo che si sostanzia in un aumento del 7 % per quanto riguarda la disoccupazione nella fase di contrazione (il dato si riferisce ai 4 anni successivi allo scoppio della crisi) e una diminuzione del 9% della produzione nei due anni successivi alla crisi.
- Il debito pubblico aumenta fino a toccare picchi che possono portare l’intero sistema al collasso. Dalla Grande Depressione ad oggi, questo fattore ha fatto registrare un aumento medio dell’86%; la causa è da ricercarsi nella forte diminuzione delle entrate fiscali che mette in gravi difficoltà il Governo. Inoltre l’accrescere del

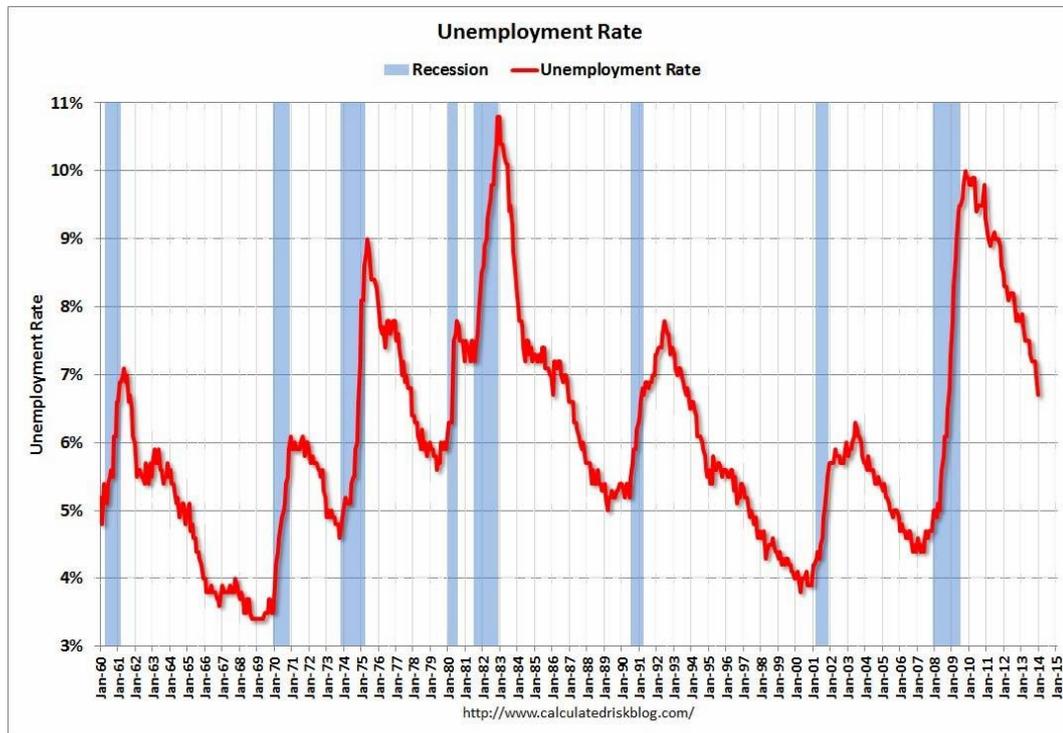
¹⁹ Ben S. Bernake , *La federal reserve e la crisi finanziaria, 4 lezioni*, editore Il Saggiatore 2013; secondo la dottrina del fondamentalismo liberista.

debito può essere imputata all'aumento dei tassi di interesse e manovre anticicliche poste in essere per regolare la politica fiscale.

L'avvento di una crisi finanziaria non si limita a ciò che è stato appena descritto perché le conseguenze sono drastiche se si pensa alla fiscalità di un Paese. In particolare ci si trova ad affrontare un aumento della spesa e una diminuzione delle entrate che porteranno un deterioramento della bilancia fiscale. Dati elaborati dal fondo monetario internazionale mostrano come in tutte le crisi finanziarie, avvenute dopo la Seconda guerra mondiale, l'aumento del debito rispetto al PIL faccia aumentare in maniera significativa il deficit fiscale di un Paese. Infine un ulteriore fenomeno caratterizzante le economie che hanno subito una crisi finanziaria è rappresentato dai default del debito sovrano, infatti dati elaborati dall'Institutional Investor ci indicano che il calo del rating, per i Paesi in crisi, è sinonimo di operazioni di ristrutturazione del debito e di quasi default. Andiamo adesso ad analizzare, attraverso l'ausilio di grafici, le ripercussioni che la crisi ha avuto sull'economia statunitense. Dopo il 2007 la popolazione americana, data la forte riduzione del reddito, ha fatto registrare un enorme calo dei consumi comportando una diminuzione significativa delle importazioni che nel giro di 8 mesi hanno perso il 46%. Il grafico in questione mostra quanto appena detto ed in particolare, dato il ruolo imponente che l'economia americana ha nei confronti dell'intero sistema economico mondiale, si registra un 12 % per ciò che concerne la contrazione del commercio internazionale.



Appare nettamente evidente dal grafico il picco che la disoccupazione ha raggiunto nei primi anni susseguenti alla crisi. La situazione inizia a cambiare intorno al 2010 quando la Fed pone in essere manovre non convenzionali per sostenere l'economia; infatti secondo i dati del Dipartimento del lavoro l'*unemployment rate* è sceso al 7,7% unitamente alla creazione di 236.000 posti di lavoro. Dopo lo scoppio della crisi il picco (10%) era stato raggiunto alla fine del 2009 ma adesso è in fase discendente da tre anni. Il settore privato ha creato 236.000 posti di lavoro, il settore dei servizi 179.000 e quello delle costruzioni 48.000. I salari sono saliti di 4 centesimi mentre la settimana media di lavoro è salita di 0,1 ore.



A questo punto è utile analizzare i cambiamenti avvenuti per quanto riguarda l'andamento del prezzo delle case che ha rappresentato una delle cause scatenanti della bolla. I dati utilizzati vengono forniti dall'indice SeP/Case shiller; quest'ultimo ha registrato la più grande ripresa negli ultimi sette anni. Dal 2006 non si erano mai avuti miglioramenti del genere; in particolare l'SeP/Case shiller registra un +1,4% su base mensile e un +10,3% su base annuale. Un altro elemento favorevole che fa pensare ad una rapida ripresa è rappresentato dal CCI (Consumer confidence index), il quale mostra come la fiducia da parte dei consumatori sia in forte aumento. Dunque, il mercato più colpito dall'ondata della crisi, sembra stia procedendo a grandi passi con l'obiettivo di poter ritornare agli albori e soprattutto di poter essere protagonista dell'intera economia statunitense²⁰.

²⁰ www.economistiinvisibili.investireoggi.it

CAPITOLO 3

EFFETTI DELLA CRISI: ASIA; EUROPA E ITALIA

3.1 FENOMENO DEL CONTAGIO

La crisi globale partita dagli Stati Uniti ha provocato l'arresto della finanza mondiale che si è riversato sulle operazioni delle piccole e medio imprese di tutto il mondo; le grandi imprese, invece, hanno ottenuto prestiti a condizioni molto più sfavorevoli rispetto a prima. Anche se il Fondo monetario internazionale ha sostenuto le economie dei paesi emergenti in maniera notevole, questi ultimi stanno affrontando enormi difficoltà per quanto riguarda la loro ripresa economica. Per analizzare il concetto di contagio dobbiamo fare una distinzione tra la diffusione a "combustione "lenta e la "combustione rapida" che si caratterizza per la veloce trasmissione oltre i confini; in particolare andiamo a definire il contagio come un episodio nell'ambito del quale un evento produce notevoli effetti immediati in una serie di Paesi diversi, ovvero un episodio nel quale le conseguenze sono prive di freni e si sviluppano nel giro di ore o giorni. In molti casi la reazione internazionale, nelle prime fasi della crisi, è di minima rilevanza ma ciò non vuol dire che ci siano situazioni in cui gli effetti risultano gradualmente incisivi e soprattutto mirano alla fragilità dell'intero sistema economico del Paese²¹. Questi casi vengono definiti "trabocamenti"; inoltre nella definizione di contagio sopracitata non sono compresi shock esterni quali tassi di interesse o prezzi del petrolio anche perché gli shock possono essere di natura interna come ad esempio le bolle immobiliari o l'aumento del leverage. I canali di contagio attraverso i quali si è propagata la crisi sono rappresentati dai nessi reciproci e dagli shock diffusi. La crisi americana del 2007 è arrivata negli altri mercati tramite nessi diretti come dimostra il fatto che operatori di diversi Paesi, come Giappone e Germania, preferivano investire nel mercato dei subprime statunitensi perché qui avevano possibilità di profitto non paragonabili a quelle dei rispettivi Paesi di provenienza. Alcuni dati ci mostrano come molti istituti, al di fuori degli Stati Uniti, avevano investito ingenti capitali nei subprime e questo

²¹ C. M. Reinhart – K. S. Rogoff, *Questa volta è diverso*, 2010, pag. 150 -154.

non ha fatto altro che permettere la diffusione nella crisi oltre i confini internazionali. Un altro fattore che ha incentivato la propagazione della crisi è da ricercarsi negli elementi che le economie, sia degli Stati Uniti e che degli altri Paesi, avevano in comune nella fase precedente lo scoppio della crisi; in particolare si erano registrati in Europa ed in altri continenti bolle immobiliari interne e soprattutto un' enorme deficit delle partite correnti che hanno portato ad una massiccia importazione di capitali. Inoltre alcuni trend, relativi all'importazione di capitali esteri, hanno esposto diversi Paesi alla caduta degli investimenti ed in particolar modo ad un'inversione dei flussi di capitale. Per di più è importante la presenza di creditori comuni, ovvero nel momento in cui la banca di un Paese sostiene un Paese in crisi questo produrrà l'effetto di ridurre i prestiti sia per quest'ultimo sia per altri Paesi che già in precedenza stavano usufruendo del sostegno. Dunque, dato che le crisi finanziarie si protraggono nel tempo e dato l'aumento dei default sul debito sovrano aumentano, sarà molto probabile che l'effetto dell'ondata di questa crisi si tradurrà in defaults, rinegoziazioni e manovre di salvataggio da parte del Fondo monetario internazionale.

3.2 LO SCENARIO ASIATICO

L'Asia, in particolare la Cina, rappresenta il continente che maggiormente ha rafforzato gli squilibri globali a causa degli ingenti afflussi di capitale che fanno registrare enormi avanzi di conto corrente e di conseguenza i Paesi emergenti vedranno le proprie riserve accumularsi sempre in modo maggiore. Dalla fine degli anni '90 molti investitori hanno deciso di operare nel mercato asiatico caratterizzato da una maggiore stabilità e maggiore prospettive di crescita, infatti solo nel 2001 2,4 trilioni di dollari sono stati riversati in Asia; ma dal 2007 si è registrato un deflusso di capitali di circa 500 miliardi di dollari. Un deflusso che ha cominciato a riaccelerare nei due anni successivi sia per la paura di un rallentamento della politica monetaria sia perché molti di questi capitali avevano una natura speculativa relativa al breve periodo; inoltre gli investimenti diretti esteri(IDE) rappresentano la principale fonte di finanziamento per la crescita del

Paese. Il motivo per cui gli IDE sono così preponderanti è che l'Asia è il Paese dove viene generata la crescita mondiale. La Fed, attraverso l'immissione di moneta, sta cercando di limitare l'acquisto di mutui cartolarizzati e di obbligazioni del tesoro (programma QE); così facendo si andrebbe in contro ad un aumento dei tassi di interesse. La conseguenza è che i soggetti che hanno investito nei Paesi emergenti sarebbero costretti a vendere i propri assets per sfruttare così le opportunità del mercato americano. In questo contesto l'Asia ha fatto registrare ingenti deflussi di capitale che hanno comportato un enorme deprezzamento delle valute. In situazioni del genere le banche centrali devono far ricorso a svariati strumenti come l'aumento dei tassi ufficiali e operazioni sul mercato dei cambi e tutto ciò è completamente diverso da ciò che era accaduto alla fine degli anni '90 quando i tassi erano fissi e quindi risultava molto più difficile gestire la volatilità. Le valute che hanno subito un netto peggioramento dovuto al cambio con il dollaro sono state quelle del Sud e Sud-est asiatico le quali presentano deficit fiscali e partite correnti negative; quelle invece che hanno registrato un peggioramento relativo alla volatilità sui tassi di cambio sono le economie dell'India e dell'Indonesia. Ad oggi i Paesi dell'Asia sono molto più evoluti rispetto al passato, infatti sono caratterizzati da:

- Elevati tassi di crescita
- Tassi di cambio flessibili
- Presenza di enormi riserve valutarie
- Partite correnti con saldi più efficaci

Dunque i maggiori problemi provengono da India e Indonesia anche l'avvento di un'ulteriore crisi è scongiurato in quanto i fondamentali dei Paesi sono in grado di fargli fronte; in particolare questi problemi sono dovuti al rallentamento previsto dagli Stati Uniti nel programma QE. Parlando dell'Asia non possiamo non concentrarci Cina dove le prospettive di crescita, rispetto al passato, si sono abbassate scongiurando comunque l'effetto dell'hard lending; in particolare si prevede che il PIL avrà una crescita del 7,6% dal 2013.

Grafico 1: È difficile fare previsioni

Previsioni degli esperti per il PIL cinese



1 Fonte: Consensus Economics, fine agosto 2014

Fino ad oggi la Cina, per aumentare il PIL, ha posto in essere manovre caratterizzate da un ampio ricorso a manodopera a basso costo e da un aumento degli investimenti. Queste circostanze hanno fatto incrementare notevolmente gli IDE in entrata nel Paese anche perché quest'ultimo è considerato da molti come il Paese con maggiori possibilità di sviluppo. La situazione, però, sta lentamente cambiando perché sia la manodopera che l'occupazione hanno raggiunto il massimo della capacità e dunque le autorità cinesi stanno tentando di creare un modello a lungo termine che prevedrà tassi di crescita inferiori rispetto a quelli passati e soprattutto si concentrerà sulla qualità dello sviluppo. Proprio l'eccesso di questa manodopera ha permesso che l'inflazione fosse relativamente bassa e soprattutto ha posto le basi per una crescita economica senza precedenti; in questo momento, però, secondo indagini dell'ONU i cittadini in età lavorativa diminuiranno di 67 milioni. La contrazione subita dal mercato del lavoro è alla base dell'attuale inflazione salariale; in particolare la differenza di salario tra i lavoratori qualificati e non si sta assottigliando ed inoltre i salari orari stanno crescendo in maniera superiore rispetto a quelli relativi alla produttività e di conseguenza le aziende sono costrette a far lievitare i prezzi della merce verso

l'alto. Dunque la Cina dovrà adottare modelli di crescita diversi migliorando la produttività attraverso l'aumento dei consumi privati. Se consideriamo il settore immobiliare, fondamentale per comprendere la crisi che ha colpito l'intera economia mondiale, notiamo che nel 2008 è stato imposto alle banche di concedere credito senza molti limiti; la maggior parte di quest'ultimo è stato riversato nel settore immobiliare portando alle stelle i prezzi degli immobili. Proprio per questo nel 2013 il Governo ha deciso di varare alcune riforme che prevedevano l'impossibilità di acquistare una seconda casa e norme più stringenti in tema di concessione di crediti. Il timore di una bolla immobiliare è giustificato anche dal fatto che il mercato adesso è caratterizzato da una quantità considerevole di liquidità che potrebbe avere effetti non positivi sull'economia del Paese, così come è successo negli Stati Uniti. È importante parlare della Cina perché tutto quello che succede nel Paese ha delle ripercussioni significative in tutti i Paesi asiatici; in particolare negli ultimi anni si sono ridotte enormemente le esportazioni di Paesi quali Taiwan e Hong Kong in primis. Anche la Corea del sud, la Malesia e le Filippine risentono di questo periodo critico insieme al Giappone che quindi sono stati costretti a diminuire le esportazioni verso la Cina. Le sfide che la Cina deve affrontare sono di carattere macroeconomico, microeconomico e finanziario: sul primo versante si punta ad aumentare il reddito delle famiglie e i relativi consumi; sul versante microeconomico si punta a contrarre i risparmi e ad una diminuzione dei compiti delle imprese statali; infine per quanto riguarda il carattere finanziario si punterà a contrastare lo shadow banking e liberalizzare i tassi di interesse. I rischi, in merito all'attuazione di queste variabili, sono relativi alla complessità delle stesse e soprattutto ci si interroga sulla possibilità che l'aumento dei consumi non riesca a riempire il vuoto provocato dagli investimenti e dalle esportazioni posti in essere in passato.

3.3 EUROPA:IL RUOLO DELLA BCE

Negli Stati Uniti abbiamo analizzato nello specifico il ruolo di enti quali la Fed e la Sec; allo stesso modo procederemo con l'Europa delineando le funzioni della Banca centrale europea. La BCE è nata nel 1998 assorbendo tutti i compiti che svolgevano le undici banche centrali nazionali; contemporaneamente vennero

stabiliti i tassi di conversione rispetto all'euro e la banca venne dotata di personalità giuridica. L'obiettivo principale è quello di controllare la fluttuazione dei prezzi esercitando il potere d'acquisto nell'area dell'euro; infatti la BCE , attraverso diverse manovre di politica monetaria, ha il compito di controllare l'inflazione cercando di non superare un livello medio del 2%(ruolo simile a quello svolto dalla Fed). L'organizzazione della Banca prevede: un comitato esecutivo che ha il compito di attuare la politica monetaria ; un consiglio direttivo che definisce la politica monetaria dell'area dell'euro; un consiglio generale raccoglie dati statistici e stila il rapporto annuale della BCE. La banca centrale deve, inoltre, emettere l'8% della moneta precedentemente emessa dalla SEBC. Fissando il tasso di interesse la BCE deve controllare l'offerta di moneta attraverso diversi strumenti:

- Operazioni di mercato aperto: avvengono con l'acquisto/vendita di titoli dove si crea una base monetaria. Generalmente questo sono azioni temporanee , ovvero si compra una determinata quantità di titoli in un tempo t e la vendiamo in un tempo $t+1$;
- Operazioni su iniziativa delle controparti: ci sono operazioni di rifinanziamento marginale dove una banca prende a prestito dalla banca centrale ad un determinato tasso scelto da quest'ultima e operazioni di deposito marginale dove una banca deposita un eccesso di liquidità sempre ad un determinato tasso scelto dalla banca centrale. La differenza tra i due tassi rappresenta uno spazio all'interno del quale rientra il tasso interbancario;
- Riserva obbligatoria: attualmente è al 2% e viene utilizzata per permettere alle banche di far fronte a problemi di liquidità; in particolare rappresenta una percentuale su titoli o depositi che hanno una scadenza non superiore ai due anni.

Esistono due tipologie di strategie utili ad attuare la politica monetaria: il monetary targeting che si pone l'obiettivo di controllare l'inflazione tenendo conto del tasso di crescita di diversi aggregati monetari; l'inflation targeting ha come obiettivo quello di tenere l'inflazione all'interno di un dato

intervallo. La BCE ha scelto di utilizzare una strategia volta alla stabilità che comprende alcune componenti di quelle sopracitate. Tale strategia si fonda su due concetti: quantità di moneta e valutazione di ampio respiro delle previsioni dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro. Per quanto riguarda la crisi globale, la BCE assume un ruolo di notevole importanza; i suoi primi interventi erano mirati allo stanziamento di fondi , al prestito alle banche per oltre 1000 miliardi di euro e l'abbassamento della riserva obbligatoria dal 2% all'1%. Tali interventi non risultarono efficaci e diversi economisti chiesero alla BCE di acquistare i titoli dei Paesi in difficoltà e di attuare una politica monetaria espansiva come la Fed. Solo nel 2012 è stato previsto che la Banca centrale può compiere operazioni monetarie dirette al fine di acquisire titoli di stato sul mercato secondario. Per questo e per altre ragioni il ruolo della BCE è stato fortemente criticato; infatti ci sono molti critici che prendono in considerazione, per esempio, l'indipendenza della Banca asserendo che il processo decisionale e gli obiettivi preposti non rispettano in pieno la democrazia; oppure altri che criticano il modo di determinazione del tasso di interesse , in quanto per questi ultimi la BCE fisserebbe i tassi soltanto per controllare l'inflazione perdendo così di vista altrettanti aspetti fondamentali come la disoccupazione o la stabilità dei tassi di cambio²².

3.3.1 CRISI E RISPOSTE DELL'UNIONE EUROPEA

A partire dal 2009-2010 è iniziata a riscontrarsi una perdita di fiducia nei confronti dei Paesi dell'Eurozona in quanto viene loro criticata l'incapacità di promuovere la crescita economica senza accrescere il disavanzo annuale dei conti dello Stato. Ciò è dovuto al fatto che le manovre da porre in essere per acquisire capitali e soprattutto cercare nuovi investimenti, porterebbero ad una riduzione della pressione fiscale sul reddito delle imprese la quale potrà essere contrastata solo tramite una riduzione della spesa pubblica che si tradurrebbe in una diminuzione del tenore di vita dei cittadini. Dato che le istituzioni non riescono a contrastare gli effetti della crisi in alcuni Paesi come la Grecia, molti investitori

²² Wikipedia, L'enciclopedia libera.

vedono ciò come un aumento del rischio per quanto riguarda i debiti pubblici e pertanto saranno inclini ad investire nei titoli di Stato dell'euro. Gli effetti dei trasferimenti dei titoli europei sono due :

- I vecchi titoli perdono di valore, il quale viene così trasferito nei bilanci delle banche e delle assicurazioni che a loro volta non avranno la possibilità di concedere prestiti ad imprese e famiglie rallentando in questo modo lo sviluppo dell'economia;
- I nuovi titoli devono avere un interesse elevato e proporzionale alla probabilità di fallimento del Paese emittente.

Tra tutti i Paesi dell'Europa soltanto la Germania ha avuto maggiore fiducia, infatti ha ancora la possibilità di indebitarsi con l'emissione di titoli che hanno un tasso di interesse del 2%, mentre altri Paesi, come Spagna e Italia, sono costretti a pagare tassi di interesse molto più elevati. Ci sono, poi, Paesi come la Francia che fino a poco tempo fa erano considerati privi di rischio ma che adesso vengono inseriti, a parità degli altri, nella lista di Paesi con probabilità di insolvenza. Il motivo della mancanza di fiducia nei confronti dell'Europa sta nel fatto che esiste una netta differenza tra le autorità politiche europee e i governi nazionali; basti pensare alla circostanza in cui la banca di un Paese è in crisi e la Banca centrale giunge in soccorso evitando il fallimento di quest'ultima fungendo così da prestatore di ultima istanza²³. Purtroppo in Europa non è così perché la Banca centrale europea non può effettuare operazioni di questo genere; Paesi come Giappone e Stati Uniti sono molto più indebitati dei paesi europei e ciò nonostante godono di grande fiducia all'interno dei mercati proprio perché sono supportati da un governo centrale pronto a subentrare in caso di grave crisi. Il fatto che il prestatore di ultima istanza non è previsto in Europa è dovuto alla mancanza di fiducia che esiste tra i diversi stati membri non permettendo così la costituzione di un'autorità centrale che abbia tali poteri di intervento. In particolare i Paesi più ricchi non vogliono trovarsi nella situazione di dover sostenere le spese altrui ragion per cui la crisi in Grecia non viene affrontata con la giusta tempistica ed

²³ Trenkle Norbert e Lohoff Ernst ,*Terremoto nel mercato mondiale. Sulle cause profonde dell'attuale crisi finanziaria*, editore Mimesis 2010.

efficacia. Quando, poi, le autorità hanno deciso di attribuire agli investitori non statali una perdita del 53,5% sui titoli greci, la fiducia verso l'Europa, soprattutto nei confronti di Paesi come l'Italia, il Portogallo, la Spagna e la stessa Grecia, ha continuato a venir meno. Il salvataggio della Grecia risulta molto complicato ed anche attraverso ingenti prestiti la situazione rimane delicata anche perché la nazione non ha adempiuto ad una parte degli impegni di risanamento. Le modalità per far aumentare la fiducia devono passare attraverso manovre mirate a:

- Maggior rigore dei conti pubblici: il Governo dovrebbe avere spese annuali minori degli incassi e di conseguenza con la differenza dovrebbe ridurre il debito totale
- Promuovere la crescita economica per creare nuovi posti di lavoro

Questi due fattori, però, sono in contraddizione tra di loro perché per ridurre il deficit occorre effettuare tagli alla spesa pubblica ed in questo modo ci si troverà di fronte ad una contrazione dell'economia e non come si sperava di crescita. I modi per contrastare l'aumento del deficit permanente sono due:

- Aumento della pressione fiscale che però contrae l'economia riducendo il potere d'acquisto dei cittadini e le esportazioni
- Tagli alla spesa pubblica come per esempio diminuzione dei salari e degli investimenti pubblici con conseguente aumento della disoccupazione

Far ripartire l'economia europea attraverso il rigore rappresenta una strada molto complessa in quanto ci vorrebbero degli interventi che non possono essere applicati in Paesi democratici i quali non prendono in considerazione i vincoli della globalizzazione. Dunque solo se viene rispettato il patto di stabilità e la BCE avrà il ruolo che le spetta, l'economia europea avrà speranze di essere rilanciata anche perché in caso contrario, gli aiuti forniti ai paesi in difficoltà avrebbe come conseguenza solo quella di ritardare il loro fallimento. Secondo diversi economisti la crescita può avvenire solo nel momento in cui il Governo favorisce gli investimenti procurando capitali privati i quali hanno la possibilità di affrontare il rischio d'impresa. Per fare tutto questo, però, c'è bisogno che siano rispettate 4 condizioni:

- Minor pressione sugli utili dell'impresa
- Lo stato deve assumersi gli oneri sociali in capo al datore di lavoro
- Efficienza della giustizia civile
- Minori conflitti sindacali

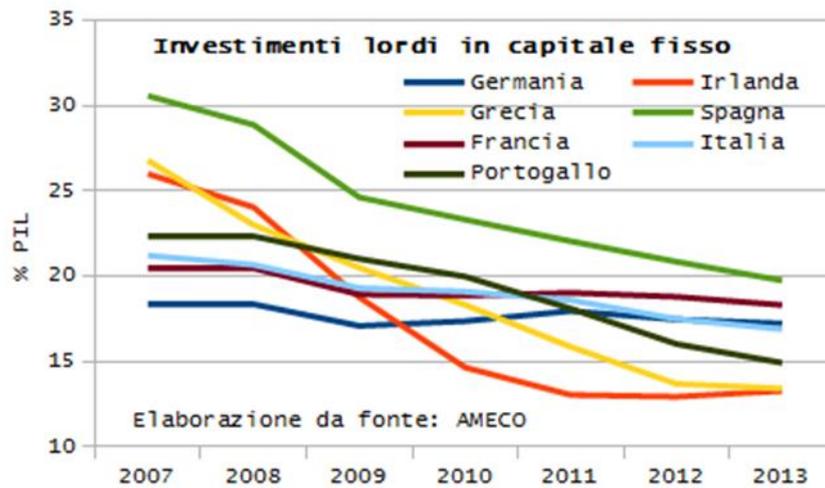
Se queste condizioni non vengono rispettate sarà difficile attrarre capitali dall'estero e quindi sarà molto improbabile risollevarne l'economia.

La crisi del 2008 è risultata essere la più catastrofica mai avuta dopo l'episodio della Grande depressione del 1929, le cause scatenanti sono:

- Conflitti di interesse in ambito finanziario
- Manovre espansionistiche adottate dagli Stati Uniti che hanno prodotto un eccesso di liquidità favorendo una domanda interna basata sull'indebitamento delle famiglie
- Oligopolio da parte delle agenzie di rating che hanno favorito atteggiamenti speculativi degli investitori
- Aumento di prodotti finanziari complessi come i CDO
- Inadeguatezza della regolamentazione
- Mancanza di un modello efficace di consumo e produzione

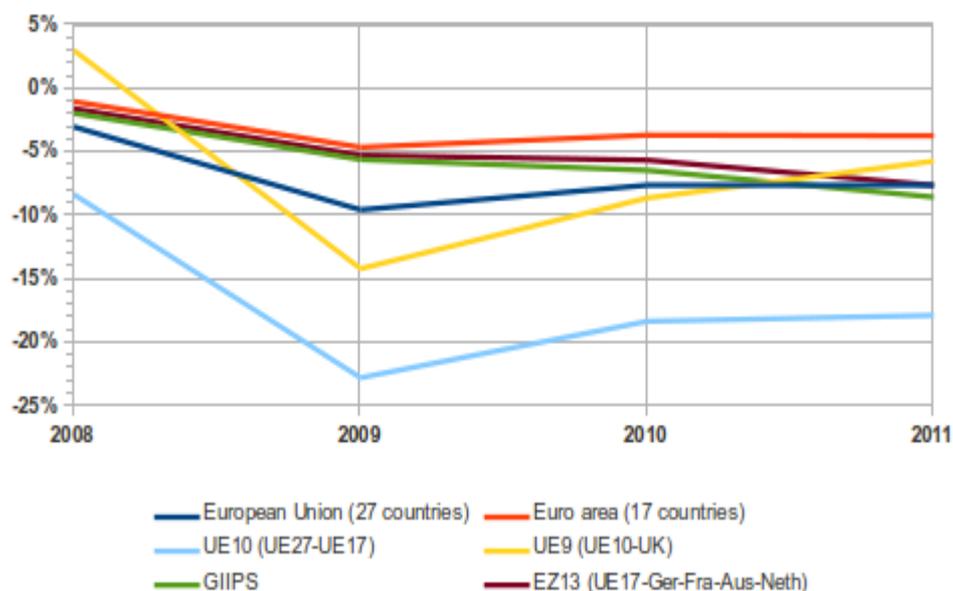
Dopo l'avvento della crisi l'area dell'euro ha fatto registrare dati rilevanti. Contrazione dell'economia del 4%, calo della produzione del 15% e aumento della disoccupazione al 10%. Da un lato l'aumento della spesa pubblica e dall'altro la diminuzione delle entrate fiscali, hanno fatto sì che le finanze pubbliche si trovassero in una situazione dalla quale sarà complicato uscire considerando che il debito pubblico è cresciuto del 20%²⁴.

²⁴ Trenkle Norbert e Lohoff Ernst, *Terremoto nel mercato mondiale. Sulle cause profonde dell'attuale crisi finanziaria*, editore Mimesis 2010.



Oltre al fatto che le banche pongono delle restrizioni per le concessioni di credito, penalizzando le aziende, ci sono ulteriori problemi legati alla competitività; infatti i Paesi europei devono cooperare per competere con Paesi come Cina e India i quali riescono ad operare a costi più bassi. E' necessario dunque che vengano forniti incentivi agli imprenditori per permettere a questi ultimi di creare nuove attività e generare nuovi posti di lavoro. Già dal dicembre del 2008 i Governi europei, per contrastare gli effetti della crisi, hanno dato vita al Piano Europeo per la crescita economica (Recovery Plan) con lo scopo di aumentare le entrate dei consumatori e far crescere il PIL del 2,7% nei due anni successivi. Nello specifico l'Unione Europea ha elargito prestiti per diversi miliardi a Lettonia, Ungheria e Romania per metterli in condizioni di affrontare le crisi ed inoltre la BCE ha portato il tasso di interesse dal 3,25% all'1%. Oltre a questo l'Unione europea ha accettato le richieste di aiuto da parte dei Governi per sostenere le banche in difficoltà e tutto ciò con l'obiettivo di agevolare il credito nei confronti di aziende e cittadini.

Variazione PIL reale base 2007



Il Parlamento europeo di fronte a tali circostanze è intervenuto creando una commissione speciale per la crisi dal cui lavoro è scaturita la *Relazione intermedia di Pervenche beres*²⁵. L'analisi si concentra sul fatto che questa crisi è stata sottovalutata e che soprattutto ha origini molto lontane; ragion per cui gli effetti hanno avuto un eco molto più grande di quanto ci si aspettava anche a causa dell'inadeguatezza e dell'inefficacia delle autorità competenti. L'obiettivo deve essere quello di creare un'Europa forte e coesa che sia in grado di porre in essere manovre adeguate per far fronte a problemi di natura globale. Pertanto viene richiesto di:

- Istituire un governo economico europeo che favorisca il coordinamento delle politiche di bilancio e delle politiche occupazionali
- Favorire l'emissione di Eurobond
- Ridurre la speculazione attraverso una tassazione sulle transizioni finanziarie

²⁵ Spierling e Kupfer, *L'era della turbolenza*, Milano, 2007.

Inoltre occorre considerare le richieste da parte dei diversi Paesi per ciò che concerne i piani nazionali di rilancio; infatti su questo tema la commissione europea adotta procedure molto più severe per avere la possibilità in un secondo momento di intervenire in maniera tempestiva ed efficace.

La crisi non ha fatto altro che appesantire i bilanci di molti Stati europei che già prima riscontravano enormi difficoltà in ambito finanziario; infatti se analizziamo gli effetti prodotti dalla crisi notiamo che le variabili più coinvolte sono risultate: deterioramento del debito pubblico, la sua incidenza sul PIL e l'occupazione. Il deficit pubblico è passato, nel giro di due anni, dal 2,3% al 7,5% del PIL mentre il rapporto debito/PIL è arrivato al 79,6% rispetto al 61,6% di due anni prima(2008). Per ciò che concerne l'occupazione il dato è significativo in quanto si registra un tasso medio di disoccupazione del 10% che arriva al 20% in alcuni Paesi e addirittura sfiora il 40% per quanto riguarda i giovani, dati che perdureranno a causa del ritardo abituale con cui le tendenze economiche si riflettono nel mercato del lavoro.

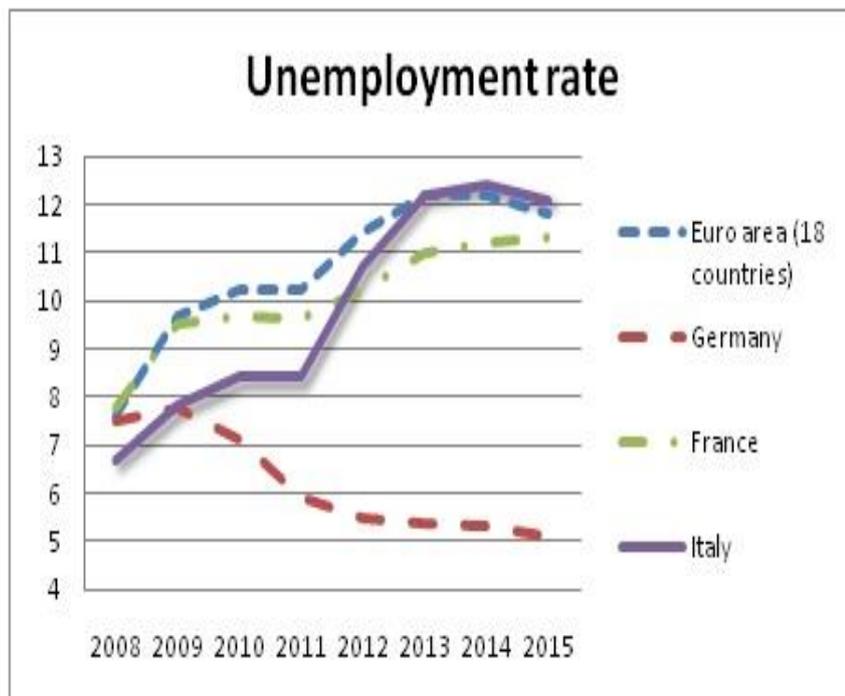


Grafico 1. Fonte Ameco

Il problema diventa ancor più grave se si pensa che esiste la probabilità di ricadere in una doppia recessione. La disoccupazione ha delle conseguenze importanti per l'intero sistema economico in quanto comporta l'insorgere di costi sociali ed economici dovuti al fatto che gli inoccupati, pagando meno tasse, contribuiranno in maniera minore al soddisfacimento della domanda interna. L'Europa, pertanto, ha deciso di rafforzare lo Stato sociale con una riduzione del debito e con un consolidamento delle finanze pubbliche ; per questo il Parlamento europeo approva quanto segue:

- Introduzione reddito minimo
- Sistema di tassazione d'impresa con base imponibile consolidata
- Rafforzamento dei diritti dei lavoratori
- Mettere al centro l'istruzione e la formazione

In questo contesto l'Europa decide di assumersi tutte le responsabilità per quanto riguarda il finanziamento e la gestione di progetti in settori complessi quali ricerca e sviluppo, strutture IT, servizio ferroviario e rete energetica. Per quanto riguarda le politiche di bilancio, la relazione beres detta le linee guida da seguire per creare politiche comuni al fine di salvaguardare l'economia dell'Unione europea. Un'adeguata politica di bilancio prevede che la spesa pubblica sia analizzata guardando al futuro; inoltre bisogna stabilire una forte cooperazione tra il patto di stabilità e gli strumenti macroeconomici²⁶. Occorrerà a tal proposito che:

- Le politiche adottate dagli Stati membri devono avere una prospettiva comune
- I conti degli Stati membri e dell'unione europea devono essere complementari in quanto solo in questo modo l'euro può funzionare; quindi è necessario rendere disponibili i propri libri contabili attraverso la cooperazione dei diversi parlamenti nazionali
- Devono essere introdotte norme fiscali che non incentivino un forte indebitamento nei settori pubblici e privati

²⁶ Carocci, *Politica macroeconomica, le nuove teorie*, Roma 1996.

Per uscire dalla crisi c'è bisogno di un processo a lungo termine che porti ad uno sviluppo equilibrato attraverso compromessi tra crescita e stabilità finanziaria. Continuiamo la nostra analisi soffermandoci sul mercato interno il quale ha necessità di essere valorizzato in quanto rappresenta il fondamento per la crescita dell'Unione europea e di conseguenza deve essere strutturato attraverso norme adeguate. Viene infatti introdotto l'atto sul mercato unico con l'obiettivo di far ritornare l'Europa ai livelli pre-crisi in modo da poter competere con gli altri paesi del mondo attraverso il coordinamento dei singoli Stati al fine di adottare politiche comuni. Il mercato unico rappresenta al massimo il concetto di integrazione europea, infatti quest'ultimo col tempo ha visto eliminare molti ostacoli relativi al libero scambio delle merci permettendo alle imprese di operare con oltre 500.000.000 di consumatori. Con l'European single market act la commissione vara diverse proposte per migliorare il mercato unico attraverso l'aumento della competitività dei partecipanti; inoltre per i cittadini vengono prese decisioni volte a migliorare il lavoro, gli studi e gli acquisti di questi ultimi in un altro Paese dell'Unione europea. Uno degli obiettivi di questa misura è quello di rendere più forte l'economia sociale di mercato europea al fine di porre al centro del mercato unico le persone. Gli obiettivi primari sono :

- A favore delle PMI: migliorare le procedure di accesso ai finanziamenti, diminuzione dei costi attraverso la semplificazione dei principi contabili e migliorare l'accesso relativo agli appalti pubblici. La Commissione, inoltre, si concentrerà sull'introduzione di una base imponibile comune per tutte quelle imprese che operano a livello transfrontaliero
- A favore delle imprese: favorire gli investimenti a lungo termine ed incentivare azioni transfrontaliere attraverso uno statuto che avrà l'obiettivo di promuovere l'economia sociale
- Per i consumatori: verranno previsti compensi adeguati per coloro che permettono la fornitura di servizi on-line e garantendo il libero scambio di tali prodotti o servizi in tutta l'Europa

- Per i lavoratori: verranno introdotte nuove regole al fine di eliminare i ritardi dovuti alla burocrazia²⁷

All'interno del Piano europeo per la crescita economica occorre analizzare la politica di coesione economica e sociale, divenuta fondamentale per l'UE. Anche se le misure contro la crisi sono diverse a seconda del singolo Paese è opportuno predisporre regole che siano comuni a tutti i Paesi in modo da accrescere la competitività a livello internazionale. Nello specifico tale politica ha 3 caratteristiche essenziali:

- Controlla e sostiene gli obiettivi preposti
- Lascia ampia autonomia agli Stati membri nel porre in essere interventi a livello locale
- Definisce strategie relative al trasferimento di risorse

Per permettere tutto ciò e aiutare il mercato interno a crescere, la relazione Beres prevede diverse norme in tema di evasione fiscale fornendo incentivi ai consumatori che si traducono in una tassazione più adeguata ed una riduzione degli oneri sul lavoro. Per quanto riguarda la Governance globale, invece, bisogna analizzare lo scenario politico e sociale. Dal lato politico occorre imporre la propria autorevolezza a livello mondiale attraverso riforme dell'ONU in modo da renderle istituzioni globali con veri poteri politici moltiplicatori; sul lato economico la Commissione prevede iniziative volte a migliorare l'efficacia e le responsabilità dell'FMI e di altre istituzioni al fine di dotarle del mandato di operare quali piattaforme per iniziative di coordinamento globale del settore economico e finanziario²⁸. Viene altresì condannato il ruolo svolto dai cosiddetti paradisi fiscali che non fanno altro che aumentare la propensione alla frode e all'evasione fiscale. Inoltre la Commissione si è espressa sul tema dello sviluppo; infatti è stato richiesto dalla relazione Beres di confermare la promessa dello 0,7% del RNL degli Stati membri per favorire lo sviluppo anche attraverso la ricerca di

²⁷ Carocci, *Politica macroeconomica, le nuove teorie*, Roma 1996.

²⁸ Sperling e Kupfer, *L'era della turbolenza*, Milano, 2007

nuove fonti innovative di finanziamento. La relazione Beres chiede che la strategia UE 2020 deve adottare provvedimenti i cui obiettivi sono relativi a politiche economiche, sociali ed ambientali. Nello specifico bisogna agire in primis sull'istruzione che deve rappresentare un bene comune anche perché potrebbe essere un ottimo espediente contro la disoccupazione giovanile. Ci si sofferma, inoltre, sulla burocrazie del mercato interno che crea enormi difficoltà, infatti si cercherà di ridurre gli oneri amministrativi del 25%. Un altro obiettivo fondamentale riguarda la povertà all'interno dell'UE e a tal proposito la Commissione si propone di varare norme che mirano ad arginare tale fenomeno ed evitare l'esclusione sociale attraverso programmi relativi al reddito minimo e alla creazione di assegni per i figli. Concludiamo degli interventi proposti dall'Unione europea soffermandoci sulla disoccupazione e sulle PMI. L'occupazione rappresenta il fondamento dell'economia e pertanto le nuove strategie devono mirare al perseguimento della piena occupazione agendo sul miglioramento dell'efficacia dei mercati del lavoro e delle condizioni sociali. Bisogna dunque concentrarsi su:

- Favorire l'accesso al mercato del lavoro
- Fornire incentivi ai datori di lavoro
- Porre in essere scelte che evitino la cosiddetta "fuga di cervelli"
- Portare il tasso di occupazione al 75%
- Istituire mercati del lavoro competitivi
- Accrescere la qualità dell'istruzione

Connesso al tema dell'occupazione c'è la questione relativa alle PMI che hanno un ruolo fondamentale in tutti i tipi di economia in quanto generano occupazione e reddito e dunque sono importanti per la crescita dell'UE . Pertanto l'Europa deve agire al fine di rendere queste ultime più competitive in modo da porre le basi per lo sviluppo ed il benessere dell'Unione europea. Occorre quindi mettere le PMI nelle condizioni di poter contrastare le pressioni derivanti dalla globalizzazione e soprattutto renderle capaci di non risentire di tale fenomeno. In particolare si punterà a:

- Permettere alle PMI di accedere a maggiori informazioni

- Favorire l'accesso al credito
- Coordinare la tassazione delle PMI

Infine la relazione Beres promuove la creazione di un nuovo strumento finanziario a favore delle PMI e richiede l'istituzione di uno sportello unico per tali imprese. L'obiettivo fondamentale che la relazione si prepone è quello di creare un'Europa più unita in modo da poter competere con le altre potenze mondiali e porre le basi per uno sviluppo che permetta la crescita di ogni singolo Stato membro.

3.3.2 BASILEA III

La crisi globale, oggetto del lavoro, ha evidenziato diversi problemi strutturali relativamente al capitale delle banche; per questo la commissione di Basilea si è riunita per far fronte a tali problemi cercando di modificare le direttive previste precedentemente da Basilea II. La ragione di fondo sta nel fatto che una delle cause principali della crisi è da attribuirsi al ruolo delle banche che nella maggior parte dei casi ha posto in essere attività caratterizzate da un rischio troppo elevato; in particolare proprio nei processi di cartolarizzazione si nota questo atteggiamento "liberista" nei confronti delle società veicolo (SPV) le quali nei momenti di difficoltà avevano la possibilità di riversare il proprio rischio alle banche.

Dunque gli obiettivi che la Commissione si propone sono relativi all'accrescimento e al miglioramento della qualità del capitale e all'aumento della copertura dei rischi.

Analizziamo adesso nello specifico tutte le modifiche proposte:

Per quanto riguarda l'aspetto quantitativo del capitale vengono previsti requisiti minimi per il *Tier 1* e buffer addizionali con l'obiettivo di eliminare la prociclicità.

Il patrimonio di vigilanza sarà formato dal *Tier 1* o patrimonio di base e dal *Tier 2* o patrimonio supplementare. Il Primo non potrà risultare inferiore al 6%

dell'attivo di rischio ponderato e sarà composto da un *common equity tier 1* (4,5% dell'attivo di rischio ponderato) e da un *Tier* aggiuntivo. Il secondo ha la funzione di assorbire le perdite nel momento della liquidazione. La somma dei due *Tier* non può essere inferiore all'8% dell'attivo di rischio ponderato.

Il CET 1(common equity tier 1) è formato dal sovrapprezzo delle azioni, da particolari strumenti emessi dalla banca e da riserve di rivalutazione. Gli strumenti di capitale ammessi nel CET 1 sono condizionati al soddisfacimento di alcuni requisiti come per esempio la massima subordinazione in caso di liquidazione e la permanenza illimitata dei fondi direttamente a disposizione dell'emittente²⁹. Gli strumenti che compongono invece il Tier 1, anche se non possono rientrare nel CET 1 , riescono comunque ad assorbire le perdite. Anche in questo caso, tali strumenti sono subordinati a dei requisiti , per esempio: è subordinato ai depositanti, è perpetuo e non deve essere classificato tra le passività che superano le attività ai fini della dichiarazione di insolvenza³⁰. Per quanto riguarda il Tier 2 , questo sarà sottoposto a dei requisiti meno stringenti e sarà composto da titoli di debito . Gli strumenti utilizzati anche in questo caso sono soggetti a requisiti: scadenza contrattuale minima non inferiore a 5 anni e possono essere richiamati o rimborsati solo su iniziativa dell'emittente non prima di 5 anni dall'emissione³¹. Il Tier 3 previsto dalla precedente riforma di Basilea verrà eliminato; in tema di deduzioni invece saranno apportate diverse modifiche. In particolare le più importanti riguarderanno: le attività immateriali; le attività per imposte anticipate le quali verranno sottratte al common equity tier per il 90% lasciando il 10% di differenza come credito; gli interessi di minoranza la cui ammissione nel capitale della capogruppo sarà parziale in quanto tali interessi da soli non sono in grado di assorbire le perdite ;investimenti in azioni proprie; partecipazioni in entità non facente parte dell'aria di consolidamento e nello specifico se si tratta di partecipazioni che non superano il 10 % la quota da dedurre è quella che supera il 10%, nel caso invece di partecipazioni superiori al 10% la quota sarà del 15%.

²⁹ www.unisu.it.

³⁰ www.unisu.it.

³¹ www.unisu.it.

Basilea III prevede l'introduzione di *buffer* addizionali , in particolare avremo:

- *Conservation buffer*: tale buffer sarà il 2,5% di RWA(attivo di rischio ponderato) unitamente al 4,5% che rappresenta il requisito minimo. Nel momento in cui questo vincolo non viene rispettato, le banche , anche se potranno continuare ad operare, saranno limitate nella distribuzione del capitale.
- *Countercyclical buffer*: questo buffer sarà compreso tra lo 0 e il 2,5% di RWA. L'introduzione di quest'ultimo è dovuta dalla necessità di tutelare il sistema bancario da rischi provenienti da un improvviso aumento dell'offerta di credito; in particolare verrà utilizzato soltanto nel momento in cui viene registrata un'anomalia per quanto riguarda l'espansione del credito. La differenza tra i due buffet sta nel fatto che il countercyclical buffer rientra in tema di vigilanza macroprudenziale ed inoltre rappresenta una estensione del conservation buffer. Nella tabella che segue vengono riassunti i requisiti e il buffer in % di RWA.

	<i>CET 1</i>	<i>Tier 1</i>	<i>Totale</i>
<i>Minimo</i>	4.5	6	8
<i>Conservation buffer</i>	2.5		
<i>Minimo + conservation buffer</i>	7	8.5	10.5
<i>Countercyclical buffer</i>	2,5		

Verranno inoltre previsti dalla riforma 2 tipologie di indicatori che vengono riassunti come segue:

- *Indice di leva finanziaria* : rappresenta il cosiddetto leverage ratio ovvero il livello minimo di leva finanziaria; in particolare esso può essere espresso analiticamente con la seguente formula

Tier 1

_____ >_3%

*Impieghi non ponderati +attività fuori bilancio*100%*

dove il 100% rappresenta un fattore di conversione. L'introduzione di questo indicatore è dovuta al fatto che le banche tendono sempre ad aumentare il proprio indebitamento ed in questo modo si cerca di evitare tale crescita.

- *Indicatori di liquidità*: per far fronte ai problemi di liquidità sono stati creati l'*LCR*(liquidity coverage ratio) e l'*NSFR*(net stable funding ratio).

Il primo si pone l'obiettivo di affrontare situazioni di non-liquidità in un arco temporale limitato e sarà uguale a

Attività liquide con elevata qualità

_____ >_100%

Deflussi di cassa previsti nei prossimi 30 giorni

Per questo le banche devono essere in grado, tramite il possesso di stock di attivi liquidi, di resistere ad una situazione in cui c'è un deflusso dalla tesoreria per 30 giorni e di conseguenza le attività (al numeratore) devono detenere liquidità anche in situazioni di stress. Il secondo invece si pone l'obiettivo di bilanciare fonti e impieghi, difatti sarà uguale a:

Disponibile di raccolta stabile

_____ >100%

Richiesta di raccolta stabile

Dove il numeratore rappresenta quei finanziamenti la cui presenza avverrà entro un anno e in condizioni di stress; il denominatore rappresenta i finanziamenti stabili che vengono ponderati in base al grado di liquidità.

Come ultimo punto analizziamo il rischio di mercato ed il rischio di controparte. Nella riforma di Basilea II erano già stati previsti aumenti significativi al capitale per far fronte a questi rischi; Basilea III aumenta questi requisiti, in particolare: il coefficiente di correlazione viene aumentato tramite l'utilizzo di un moltiplicatore di 1,25 ai valori correnti; il costo di sostituzione dei contratti non deve tralasciare i rischi che i mercati corrono in periodi di stress; viene infine introdotto il CVA (credit valuation adjustment) che si utilizza quando ci si trova in situazioni di variazione dei prezzi di mercato.

Inoltre l'interconnessione tra le banche in presenza di derivati viene regolata tramite incentivi per trasferire le esposizioni in derivati verso le *Controparti Centrali*³².

Una volta analizzati tutti i campi di intervento del consiglio di Basilea, vediamo quali sono gli effetti che tali novità avranno sulle banche. Nella tabella che segue verranno indicati i valori medi dei coefficienti di capital per gruppi di banche:

³² www.unisu.it.

GRUPPI	CET 1	CET 1	TIER 1	TIER 1	TOTALE	TOTALE
	<i>Lordo</i>	<i>Netto</i>	<i>Corrente</i>	<i>Nuovo</i>	<i>Corrente</i>	<i>nuovo</i>
Banche grandi	11,1%	5,7%	10,5%	6,3%	14%	8,4%
Banche medie	10,7%	7,8%	9,8%	8,1%	12,8%	10,3%

Dato il variare dei requisiti previsti per CET 1 e Tier 1 e date le maggiori deduzioni, le banche , per rispettare le nuove regole, devono aumentare il proprio capitale ; infatti la tabella precedente mostra i risultati che si otterrebbero se tutte le banche rispettassero le regole a partire dal gennaio del 2010.

3.3.3 RIFORMA FINANZIARIA IN EUROPA

Dopo lo scoppio della crisi , anche l'Europa ha dovuto concentrare i suoi sforzi su interventi di regolamentazione finanziaria per far fronte alle conseguenze dovute a tale crisi. La prima differenza con gli USA si sostanzia nel fatto che l'Europa, non essendo uno stato federale, ha dovuto affrontare diversi problemi nella promulgazione delle riforme; infatti in questo caso non avremo un unico atto normativo ma 4 regolamenti e una direttiva. Così come abbiamo fatto per gli Stati Uniti, procediamo ad analizzare tutti i campi di intervento regolatorio facendo così un parallelo tra le due tipologie di intervento. Innanzitutto le nuove norme in tema di vigilanza: per quanto riguarda la vigilanza macroprudenziale, quest'ultima spetta all'ESRB(European systemic risk board); l'obiettivo principale di questo ente è quello di contenere il rischio sistemico. Il consiglio è formato da tutti i governatori delle banche centrali dell'Unione Europea, dal presidente e vicepresidente della BCE e da tre direttori delle rispettive autorità di supervisione

europee³³. Lo scopo fondamentale per il quale l'ESRB è stato creato è quello di individuare eventuali squilibri a livello macroeconomico che potrebbero causare eventi disastrosi come ad esempio una bolla speculativa. In particolare l'ESRB deve:

- Definire politiche per il contenimento del rischio
- Individuare possibili rischi sistemici in Europa
- Definire le procedure con le quali ottenere informazioni riguardante la presenza di rischi
- Garantire la sua interdipendenza
- Informare gli altri supervisori europei nell'imminente situazione di un eventuale rischio

L'elemento critico dell' ESRB sta nel fatto che non gode di personalità giuridica e pertanto non ha poteri coercitivi; il suo compito è di notevole importanza ma proprio a causa di questo fattore questo ente potrà avere delle difficoltà in termini di limitazioni. La situazione è diversa, invece, in tema di vigilanza microprudenziale perché quest'ultima è affidata a tre nuovi enti appositamente costituiti: L'EBA(European banking authority) per il settore bancario, l'ESMA(European securities and markets authority) per i mercati e l'EIOPA(European insurance and occupational pensions authority) per le assicurazioni. Le autorità hanno il compito di stilare un single european rulebook che tutte le istituzioni europee dovranno rispettare; inoltre saranno considerate agenzie autonome e di conseguenza i provvedimenti adottati sulla questione dell'armonizzazione risulteranno vincolanti anche se l'applicazione di tali regole spetterà alle agenzie nazionali. Possiamo così riassumere i compiti e gli obiettivi previsti per le tre autorità:

- Garantire regole comuni per tutta l'Unione Europea

³³ D'Apice e Ferri , *Crisi finanziarie e regolamentazione- politiche economiche per un capitalismo stabile*, Novembre 2011, Editore Carocci, pag. 125 - 128.

- Favorire la cooperazione tra gli enti nazionali e quelli europei
- Regolare l'interdipendenza
- Creare standard vincolanti
- Collaborazione con l'ESRB
- Collaborazione in tema di gestione della crisi
- Mediare tra gli enti nazionali
- Supervisionare le agenzie di rating

Anche se la funzione delle tre autorità è stata ben delineata, occorrerà valutare nel tempo l'influenza e l'efficacia che queste avranno nel mettere in atto i propri provvedimenti.

Una volta analizzati gli interventi di riforma nel campo della vigilanza passiamo a definire le misure adottate per quanto riguarda la regolamentazione finanziaria. In particolare quest'ultima ha agito su quattro diversi campi. Il primo riguarda i requisiti di capitale previsti dalla CRD (Capital requirements directive). Dato che il sistema finanziario ha subito notevoli scosse dopo l'avvento della crisi la CRD è stata promulgata più volte. La prima (CRD II) del 2009 prevedeva un maggior controllo sui gruppi cross border e un aumento dei requisiti di capitale per quanto riguarda i prodotti cartolarizzati, in particolare il soggetto che origina il prodotto ha l'obbligo di trattenere il 5% di interesse per controllare il rischio di credito. Queste innovazioni non hanno portato ai risultati sperati ovvero alla stabilità del sistema finanziario e si è dunque proceduto alla promulgazione di una nuova serie di regole che andranno a formare la CRD III. Vediamo adesso nel dettaglio le nuove predisposizioni:

- Limitazioni stringenti per i salari dei top manager
- Requisiti di capitale più elevati per strumenti come i CDO
- La quota di bonus che può essere liquidata direttamente non può superare il 30%; 20% se si tratta degli operatori più anziani. Tra il 40% ed il 60% del bonus dovrà avere una manifestazione posticipata di 3 anni e sottoposto a norme stringenti nel caso in cui gli investimenti posti in essere dai manager riscontrino rendimenti negativi. La quota (pari almeno

al 50%), successivamente liquidata, dovrà avere una forma di capitale che permette di arginare le perdite.

- Ogni anno devono essere pubblicate le remunerazioni e le modalità di gestione delle stesse per permettere una maggior trasparenza

Infine vi sono dei campi di intervento sui quali la CRD punta che entreranno a breve in vigore; si tratta di liquidità, capitale, leverage e rischio di controparte ed in particolare le prime due seguiranno le disposizioni previste dal comitato di Basilea(argomento trattato nel precedente capitolo).

Il secondo campo di interventi attiene alla materia dei derivati; in particolare il Parlamento ha emanato il Langen report per standardizzare i derivati e per negoziare i contratti attraverso l'utilizzo delle clearing houses(stanze di compensazione) al fine di veder diminuire le probabilità di rischio sistemico. Vengono inoltre previste delle modifiche per quanto riguarda le short selling e i CDS in modo da emulare la proposta americana del Dodd Frank act. Le proposte mirano dunque a creare delle clearing houses centralizzate per poter scambiare derivati al loro interno, a definire una regolamentazione univoca per queste ultime in tutta l'Unione Europea e ad estendere le regole sull'abuso di mercato alle transazioni di derivati³⁴. Le modifiche del MAD (Market abuse directive) si pongono come obiettivo quello di migliorare la supervisione e l'armonizzazione all'interno dell'UE. La seconda direttiva, in tema di derivati, poggia le sue basi sulla creazione delle clearing houses per tutti quei derivati che hanno una buona capacità di standardizzazione, la quale verrà stabilita dall'ESMA. Quei derivati che non rientrano in questa categoria saranno sottoposti a regolamenti più stringenti per quanto riguarda i requisiti di capitale. Le CCP(Central counterparties svolgeranno la funzione di intermediari tra compratore e venditore per cercare di eliminare il rischio di controparte; inoltre di notevole importanza è il ruolo attribuito al trade repository il quale dovrà notificare tutti gli scambi avvenuti anche con l'aiuto di un centro di raccolta dati complessivo. Dato che le

³⁴ D'Apice e Ferri , *Crisi finanziarie e regolamentazione- politiche economiche per un capitalismo stabile*, Novembre 2011, Editore Carocci, pag. 130 – 132.

CCP avranno un ruolo importantissimo, dal momento in cui si assumono il rischio di controparte, vengono previste anche per queste ultime dei requisiti sia di liquidità che di capitale infatti viene stabilito che le clearing houses hanno la disponibilità di accedere sia alle disponibilità delle banche commerciali sia a quelle delle banche centrali. Inoltre si specifica che le CCP di altri Paesi possono rapportarsi con le clearing houses dei Paesi europei solo se le norme risultano equivalenti. L'unico limite risiede in una direttiva unitaria non ancora efficace e dunque l'obiettivo delle autorità sarà quello di aumentare il grado di armonizzazione e cercare di promuovere proposte univoche per tutti i Paesi dell'UE. Il terzo intervento, in merito alla regolamentazione finanziaria, attiene alle agenzie di rating con l'obiettivo di rendere più trasparenti le norme che regolano i prodotti finanziari più complessi. Nel caso specifico è stato previsto che tutte le agenzie di rating hanno l'obbligo di essere registrate; punto posto in essere anche per ridurre il fenomeno dei conflitti di interesse. Le disposizioni su questo tema si poggiano su quattro questioni fondamentali:

- Aumento della trasparenza che verrà effettuata tramite l'utilizzo di un report annuale da parte delle agenzie dove dovranno essere indicate tutte le metodologie applicate per l'emissione del rating
- Requisiti specifici di corporate governance
- Non sarà più possibile essere remunerati in base alla performance
- Non ci sarà più la possibilità per le agenzie di consigliare le società circa la struttura dei prodotti finanziari complessi

L'obiettivo che si è preposto la Commissione europea è quello di una centralizzazione delle agenzie di rating da parte dell'ESMA che avrà, quindi, caratteristiche simili alla SEC statunitense ; in particolare potrà controllare le agenzie e laddove lo ritenesse opportuno potrà anche sospenderle. Una novità è rappresentata dal fatto che tutti i soggetti che emettono titoli strutturati hanno l'obbligo di informare tutte le agenzie e non soltanto quella incaricata del rating. Le direttive europee sono molto più stringenti di quelle previste negli altri Stati; ciò genera un aumento fenomeni distorsivi in quanto il mercato risulta meno

penetrabile. In questo caso le agenzie si troverebbero , data la varietà della regolamentazione, ad affrontare una situazione difficile da gestire. Infine vi è la presenza di altri elementi non risolti dalle nuove disposizioni come ad esempio il modello che vede il richiedente pagare il servizio dell'agenzia e i rating continuare ad essere utilizzati per scopi regolamentari.³⁵L'ultimo campo di azione riguarda i fondi di investimento che vengono disciplinati dall'AIFMD(alternative investment fund managers directive). Rientrano in questa direttiva tutti i fondi non regolati dalla direttiva UCITS, in particolare l'obiettivo sarà quello di rendere più trasparenti le operazioni poste in essere dai manager ; questo perché risulta molto complicato controllare i fondi perché la maggior parte di questi ultimi è situata all'estero. Possiamo sintetizzare le principali finalità di questa direttiva :

- Valutazione sia delle attività sia delle passività che vengono commissionati a soggetti indipendenti
- Evitare che vengano poste in essere attività ad elevato rischio
- Permettere agli investitori di richiedere maggiori informazioni
- Limitare il leverage

A questo punto andiamo ad analizzare in che modo l'Unione europea ha deciso di gestire la crisi. Per soccorrere i Paesi in difficoltà è stato creato nel 2010 l'EFSF(european financial stability facility); la nascita di questa istituzione, però, non può essere lasciata al caso perché ci sarà bisogno che i Paesi membri collaborino per rendere le proprie politiche univoche in modo da potersi occupare di fenomeni quali l'inflazione e la competitività. La commissione si pone l'obiettivo di creare delle norme che evitino l'aiuto da parte del settore pubblico laddove le istituzioni si trovassero in crisi; in particolare le finalità che mirano ad essere raggiunte sono di seguito elencate:

- Regole comuni come i piani di liquidazione; inoltre le banche, su richiesta dei supervisori, possono cambiare il proprio modello di business nel caso in cui questo possa rappresentare un rischio per l'intero sistema

³⁵ D'Apice e Ferri , *Crisi finanziarie e regolamentazione- politiche economiche per un capitalismo stabile*, Novembre 2011, Editore Carocci, pag. 140 – 141.

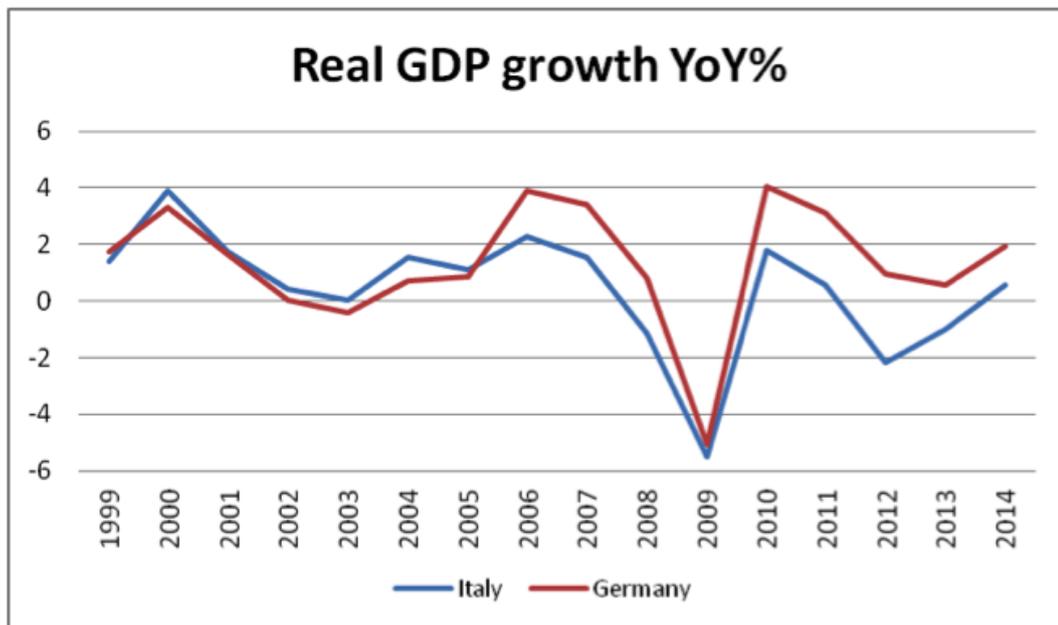
- Dare potere preliminare ai supervisor nel caso in cui si verificassero difficoltà relativamente , ad esempio, ai requisiti di capitale imponendo alle banche di non pagare i dividendi o eventualmente sostituire un manager
- Se una banca fallisce deve essere permessa la risoluzione
- Favorire la cooperazione transfrontaliera

La commissione, ha inoltre proposto l'introduzione della cosiddetta FTT (financial transaction tax) decidendo di tassare tutte le transazioni dove almeno una delle controparti sia all'interno dell'UE. In particolare verrà applicata una tassa dello 0,1% per quanto riguarda lo scambio di azioni ed obbligazioni e una tassa dello 0,01% per i derivati. L'obiettivo di questa manovra fiscale risiede nel tentativo da parte dell'unione e dei singoli Stati di aumentare gli introiti fiscali e soprattutto di alleggerire il vincolo di bilancio. Nel capitolo precedente abbiamo trattato, in tema di riforma statunitense, un ulteriore argomento, ovvero quella della protezione del consumatore. La situazione europea, rispetto a quella americana, è opposta in quanto questo tema non viene disciplinato dalla commissione ma viene lasciata ampia discrezionalità a livello nazionale.

3.4 LA CRISI IN ITALIA: LE RISPOSTE DELLE AUTORITA'

Il fenomeno del contagio internazionale ha colpito in maniera rilevante anche l'Italia dalla prima metà del 2008 così come indicano i dati sulle movimentazioni del PIL. Nel grafico che segue, infatti, vengono riportati gli andamenti del PIL in termini reali; in particolare si nota come la ripresa relativa al 2011(0,1%) risulta più debole di quella del 2010 ed inoltre ci si aspetta un trend negativo anche per i periodi successivi³⁶.

³⁶Patrizia Toia, "Uscire insieme dalla crisi" di Patrizia Toia , SeD, pag. 36.



Tutto ciò rispecchia sia la sfiducia, che oramai è presente all'interno dei mercati finanziari, sia il consolidamento fiscale; la caduta del PIL infatti, soprattutto in vista di un'eventuale recessione, fa destare enormi preoccupazioni in relazione, per esempio, alla disoccupazione che fa registrare cali significativi già a partire dal 2009. L'Italia, dal 2011, è costretta a subire le ripercussioni dovute ad un attacco speculativo sui mercati finanziari internazionali che viene fuori in un momento caratterizzato da un'enorme sfiducia nei confronti dell'Eurozona a causa di crisi del debito sovrano di alcuni Paesi come la Grecia. L'Italia, a questo punto, diventa un ottimo bersaglio per gli speculatori che non fanno altro che aggravare l'economia italiana costringendo il governo a porre in essere manovre molto severe per contrastare l'aumento dei tassi di interesse che devono essere corrisposti sul debito pubblico. Quest'ultima variabile è di fondamentale importanza per capire le politiche del Governo perché il debito pubblico rappresentava un vincolo già prima degli attacchi speculativi; in particolare, mentre gli altri Paesi mettevano in atto politiche espansive per contrastare la recessione attraverso enormi disavanzi di bilancio, l'Italia non poteva adottare queste misure perché il suo obiettivo era quello di stabilizzare i conti pubblici. Questo, unitamente al clima di sfiducia, di cui abbiamo parlato in precedenza, hanno costretto il Governo ad effettuare politiche recessive e non di stimolo per l'economia. Per quanto riguarda gli interventi delle autorità, bisogna innanzitutto

sottolineare il ritardo di queste ultime nelle loro decisioni per contrastare il contagio prima e dopo la crisi. Nel 2008, per rilanciare l'economia, viene approvato il cosiddetto decreto anti-crisi che prevede un innesto pari a 6,4 miliardi di euro; una delle decisioni più rilevanti riguarda il mercato del lavoro ed in particolare il potenziamento degli strumenti per salvaguardare i redditi dei cittadini nel caso di disoccupazione. Tutto questo perché il contesto vede un aumento spropositato di licenziamenti unito ad una scarsa probabilità di trovare un nuovo impiego; inoltre il decreto prevede la detassazione del salario di produttività per chi percepisce un reddito fino a 35.000 euro. A favore delle famiglie meno abbienti vengono previsti i bonus famiglia ovvero dei sussidi che vanno dai 100 ai 1000 euro aumentando contemporaneamente la soglia di reddito per avere diritto a tale bonus. L'operazione è a saldi nulli e quindi a queste uscite fanno fronte nuove entrate rappresentate dall'introduzione di ulteriori imposte che comporteranno un aumento della pressione fiscale. Queste operazioni a saldi nulli potrebbero avere effetti positivi sull'economia se ci fosse un efficace redistribuzione delle risorse ma tutto ciò non avviene e di conseguenza la crisi perdura e non verranno assegnati nuovi posti di lavoro. E' stata inoltre introdotta la social card ovvero un sussidio alle famiglie più povere per l'acquisto di prodotti alimentari e energetici; questa avrà dei benefici in tema di disuguaglianza e povertà ma ha generato numerose critiche in relazione alle modalità di assegnazione della stessa in quanto i requisiti sono talmente severi che hanno trascurato un'ampia parte della popolazione anch'essa percepente un reddito basso. Un altro provvedimento del decreto è relativo agli incentivi volti a stimolare la crescita economica; in particolare vengono posti in essere interventi a favore delle famiglie per circa 4,5 miliardi di euro di cui il 70% destinato a sostenere il reddito disponibile e la restante parte per sostenere i consumi. Per le imprese, invece, vengono previsti incentivi per l'acquisto di diversi prodotti che conducono ad uno sgravio fiscale di 1,3 miliardi di euro³⁷. Nel 2009 viene approvato un'ulteriore decreto dove vengono applicate diverse correzioni in relazione al decreto sopra descritto; vengono infatti riproposte la tassazione degli

³⁷ Patrizia Toia, "Uscire insieme dalla crisi" di Patrizia Toia, SeD, pag. 52.

investimenti e l'aumento degli ammortizzatori sociali. Di particolare importanza sono le manovre poste in essere per ciò che concerne la riforma pensionistica; vengono altresì prorogati tutti gli interventi messi in atto in tema di disoccupazione e tassazione dei salari di produttività. Nel 2010, invece, il Governo approva delle misure in tema di stabilizzazione finanziaria e competitività economica; nello specifico l'obiettivo preposto è quello di far diminuire il rapporto debito/PIL dal 5% al 2,7% per rispettare il limite fissato dall'Unione Europea. Altro aspetto fondamentale è relativo all'aumento delle risorse a favore del Fondo sociale per l'occupazione e la formazione e la proroga della detassazione dei contratti di produttività e dei redditi percepiti per incrementi di produttività³⁸. Vengono però colpite da questa manovra, a causa dei tagli ai fondi statali, i servizi sociali soprattutto per quanto riguarda il Fondo politiche per la famiglia. Il perdurare della crisi sul debito sovrano mette alle strette il Governo che deve varare misure urgenti al fine di equilibrare i conti pubblici ed evitare in questo modo l'aumento degli interessi sul debito. Nel decreto del 2011 vengono introdotti tagli alla sanità e ai trasferimenti agli enti locali, portando la manovra da 40 a 48 miliardi di euro; un aumento causato dalle maggiori entrate. Queste decisioni non sembrano, però, adeguate a fermare la speculazione; pertanto il Governo, su pressione della BCE e dei mercati finanziari, ha previsto ulteriori misure prevedendo un saldo primario dello 0% nel 2011 fino ad ottenere un +6% nel 2014. Decisioni, queste, che però vedono il loro fondamento in un aumento delle imposte e soprattutto non sono rivolte ad una crescita economica così come era stato richiesto dalle autorità europee competenti. Questa manovra ha l'obiettivo di ridurre l'indebitamento tramite una diminuzione del reddito delle famiglie e del potere d'acquisto di queste ultime; infatti in questo periodo la pressione fiscale raggiunge il massimo storico e di conseguenza quest'aumento delle imposte non permetterà una discesa rilevante del tasso di inflazione. L'armonizzazione al 20% delle aliquote sulle rendite finanziarie e i risparmi sul pubblico impiego e sulle prestazioni sociali incidono sul reddito disponibile; se consideriamo anche la riduzione prevista delle agevolazioni fiscali, notiamo

³⁸ Relazione 2010, Comitato economico e sociale europeo, pag. 12.

l'impatto che tutto ciò avrà sul PIL ovvero una contrazioni di 1,5 punti³⁹. E' utile osservare l'impatto dei risparmi sulle spese dei ministeri e enti locali; infatti bisogna considerare che, anche se questi risparmi non sono ottenuti dalla spesa sociale, si convertiranno in minori prestazioni e maggiori imposte locali. La manovra del 2011 si pone l'obiettivo di eliminare la sfiducia che è venuta a crearsi sui mercati internazionali; in particolare:

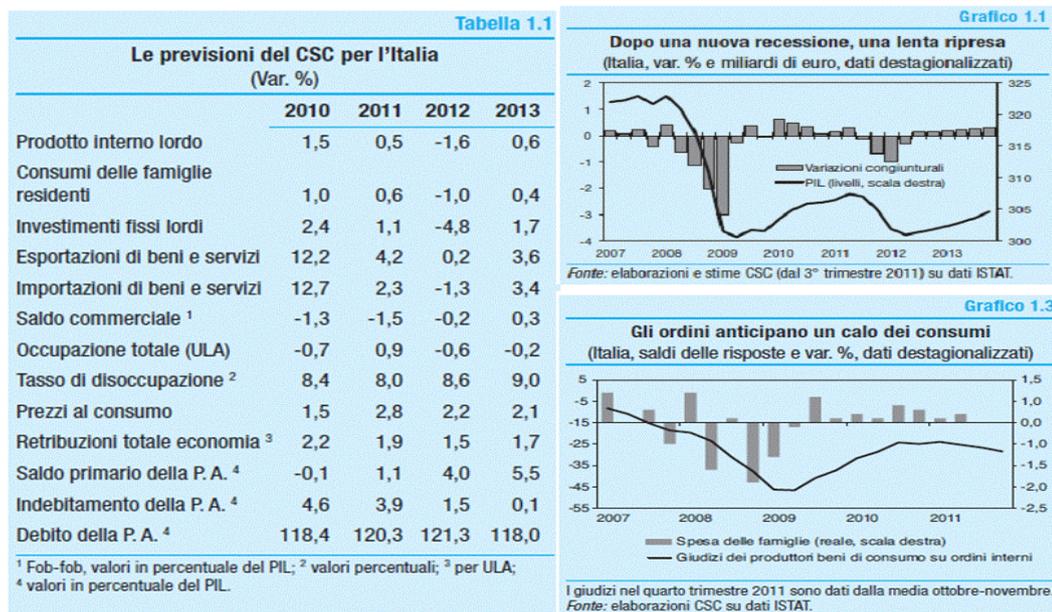
- Viene introdotta l'IMU ovvero la tassa sulla prima casa; una decisione aspramente criticata in quanto per le famiglie italiane la prima abitazione rappresenta un bene indissolubile
- Accelerazione della riforma pensionistica: viene introdotto il sistema contributivo ed inoltre è stato previsto l'aumento dell'aliquota contributiva per gli autonomi. Infine il risparmio più immediato proviene dalla de-indicizzazione dei trattamenti pensionistici, tranne per quelli di importo più basso.

3.4.1 GLI EFFETTI DELLE MANOVRE E I NUMERI DELL'ITALIA

Il Governo italiano, come già detto in precedenza, non ha avuto le capacità di porre in essere interventi incisivi per permettere la ricrescita economica del Paese. Le manovre attuate sul disavanzo di bilancio hanno inciso in maniera rilevante sul reddito e sul risparmio delle famiglie a causa dell'introduzione di nuove tasse e di problemi riscontrati nel mercato del lavoro. Se consideriamo la domanda di consumo, ci accorgiamo che si è verificato il cosiddetto effetto ricchezza determinato da un netto calo dei consumi conseguenti, a loro volta, la perdita di valore delle azioni e di debito pubblico. A questo punto ci concentriamo sui numeri che la crisi ha portato ed in particolare vediamo in che modo gli interventi delle autorità hanno contribuito alle variazioni subite da alcune variabili macro e microeconomiche. I dati utilizzati vengono forniti dal centro studi confindustria; analizziamoli adesso nel dettaglio. Dopo la seconda guerra mondiale si è

³⁹ Relazione 2010, Comitato economico e sociale europeo, pag. 14.

registrato per la prima volta un biennio di recessione caratterizzato da una riduzione del PIL dello 0,5% nel 2008 e dell'1,3% nel 2009; la ripresa sarà possibile soltanto nel momento in cui la popolazione riacquisterà fiducia nei confronti dei mercati altrimenti una fase di recessione seguita da una fase di stagnazione sarà inevitabile. In questo contesto solo manovre corrette di politica economica, con il sostegno internazionale, potranno portare effetti positivi e di ripresa. Ciò che ha inciso profondamente sull'economia italiana, costringendo le famiglie a ridurre la spesa e gli investimenti è rappresentato dal fallimento di Lehman Brothers che non ha fatto altro che aumentare il fenomeno della crisi. Alla fine del 2008 la produzione industriale ha subito una forte contrazione dovuta ad un forte calo della domanda; in particolare si registra una diminuzione dell'attività manifatturiera del 4,2% che unitamente al calo subito dal settore

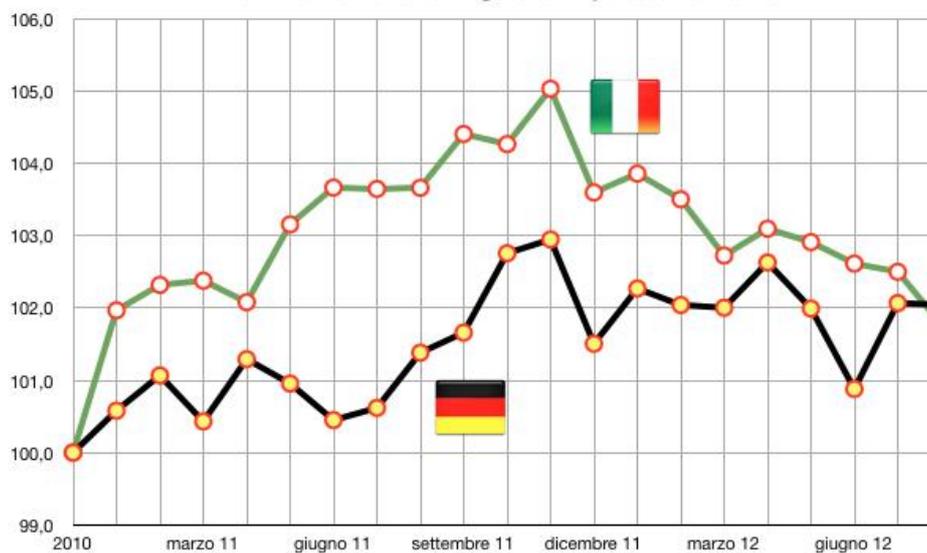


terziario spiega l'andamento negativo del PIL che perde lo 0,8%. La caduta della produzione industriale continuerà il suo trend negativo così come dimostrano la riduzione degli ordini interni ed esteri; infatti nel settore manifatturiero l'indice di fiducia ha registrato una diminuzione di 4 punti. Per quanto riguarda i consumi, come ci si poteva ben aspettare, si è riscontrato un enorme calo nell'ordine di 0,5% nel 2008 e 1,4% nel 2009; questo dovuto sia all'aumento dei prezzi sia alle

aspettative sulle conseguenze che la crisi avrebbe generato. Tutto ciò ha portato un blocco della spesa da parte dei consumatori con conseguente aumento del risparmio che in questo caso non può essere visto come un fattore positivo ma come elemento amplificatore della crisi. Anche se il potere di acquisto aumenta gli investimenti non vengono posti in essere perché vige ancora un clima di incertezza dovuto alle aspettative su variabili quali l'occupazione ed il sistema economico in generale; a dimostrazione di quanto detto la Confcommercio registra un calo annuo dei consumi del 2,1% e delle immatricolazioni e ordini di autovetture di addirittura il 30%. E' utile in questo contesto considerare la componente energetica in quanto rappresenta per gli italiani un fattore fondamentale che influenza le scelte di consumo; la variabile energetica è collegata ai prezzi del petrolio i quali seguono la quotazione del Brent. I prezzi hanno avuto una diminuzione non significativa ma che comunque ha comportato un risparmio di circa 3 miliardi sui mutui a tasso variabile di cui andranno a beneficiare i soggetti che hanno acceso questa tipologia di mutuo. Proseguiamo la nostra analisi concentrandoci sul fenomeno del credito alle imprese e alle famiglie. Per quanto riguarda il credito concesso alle imprese si è registrato, alla fine del 2008, una forte diminuzione che ha raggiunto il +14,7%; la situazione non è migliorata negli anni successivi perché i cali (intorno all'8% annuo) risultano sempre costanti ed inoltre nel 2009 al 15% delle imprese non è stato concesso il finanziamento richiesto. Tutto ciò non fa altro che bloccare gli investimenti mettendo a rischio la sopravvivenza delle imprese e soprattutto favorendo la trasmissione della crisi nell'economia reale. Le cause sono da ricercare nei comportamenti delle banche che hanno dovuto aumentare i requisiti per la concessione di prestiti; infatti sono il 43,5% di grandi imprese e il 53,9% di medio imprese che hanno visto peggiorare le proprie condizioni relativamente alla linea di accesso al prestito⁴⁰.

⁴⁰ Patrizia Toia, "Uscire insieme dalla crisi" di Patrizia Toia, SeD, pag. 70 - 74.

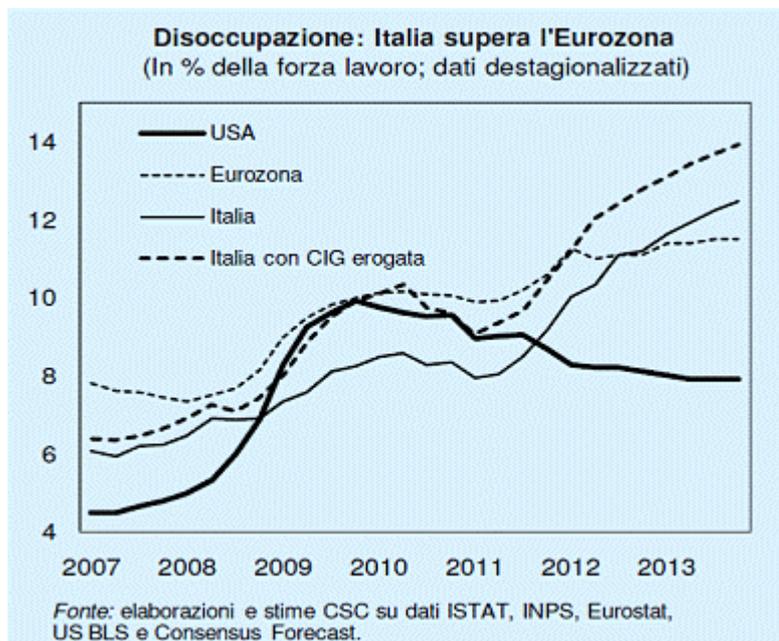
Finanziamenti a famiglie e imprese 2010-2012



Fonte: Bundesbank e Banca d'Italia, bollettini statistici

E' chiaro come le banche abbiano invertito la rotta e soprattutto come abbiamo innalzato i propri standard qualitativi e quantitativi innalzando gli spread e penalizzando, dunque, le imprese sui costi ed è per questo motivo che viene a crearsi un vuoto sulla domanda di credito da parte delle imprese. Dal lato dei consumatori, invece, si registra un'enorme diminuzione dei mutui concessi pari a -1,8 % alla fine del 2007 e un aumento sull'erogazione dei prestiti al consumo (+5,4% annuo). Nello specifico ci sono stati 1,9 miliardi di prestiti in meno concessi alle famiglie italiane; questo può essere spiegato da una minore domanda dovuta all'innalzamento dei tassi di interesse oppure dalla selettività operata dalle banche che, così come per le imprese, ha negato l'accesso al prestito numerose famiglie potenzialmente insolvibili. Ne consegue che la spesa delle famiglie diminuisce e aumenta la probabilità di una spirale che coinvolge contemporaneamente il sistema finanziario da un lato e l'economia reale dall'altro. La già citata diminuzione della fiducia, soprattutto in ambito manifatturiero, ha comportato un calo drastico degli investimenti che rappresentano la parte più debole della domanda. Le cifre parlano chiaro perché si tratta di riduzioni che sfiorano il 3% negli anni successivi allo scoppio della crisi, basti pensare che il settore delle costruzioni ha registrato una perdita di circa l'1%, cosa che non accadeva da ben 9 anni dopo la costante crescita che stava

attraversando; il motivo di tale discesa è dipeso dal crollo del mercato immobiliare e delle opere pubbliche. Tale contesto è confermato da alcune indagini che hanno dimostrato come, a causa della stretta creditizia e delle aspettative non positive sulla domanda interna ed estera, gli imprenditori pensano che le condizioni per investire non siano quelle più adatte e di conseguenza limitano gli investimenti. Le variabili che influenzano le decisioni delle imprese sono da ricercarsi nella diminuzione sia dei tassi di interesse sia del costo delle materie prime che permettono un miglioramento dei bilanci aziendali favorendo inoltre il superamento dei problemi di liquidità e della situazione economica generale. Un altro elemento fondamentale che ha risentito fortemente della crisi è rappresentato dalle esportazioni che fanno registrare perdite vicine all'1% a causa delle fluttuazioni negative dei principali mercati di riferimento italiani. Unitamente alle esportazioni anche le importazioni fanno sì che la bilancia commerciale tende a peggiorare; infatti queste ultime hanno subito perdite superiori alle esportazioni e si aggirano intorno al 2% (percentuale che tenderà a salire negli anni seguenti). L'ondata della crisi, come ci si poteva attendere, non ha risparmiato neppure il mercato del lavoro il quale ha registrato cali che vanno dallo 0,1% allo 0,7%; inoltre alcune ricerche effettuate dall'ISAE mostrano una drastica riduzione delle aspettative dell'occupazione. Nel 2009 la variazione annuale dei posti di lavoro avrà un saldo negativo influenzando di conseguenza i consumi e i redditi degli italiani con una perdita di 600.000 posti di lavoro. Anche il settore dei servizi, che solitamente registrava un tasso di occupazione molto più elevato rispetto agli altri settori, sta perdendo terreno ed infatti sta subendo perdite che si attestano intorno all'1,4%; il tasso di disoccupazione tenderà ad incrementare nel momento in cui, oltre ai posti di lavoro persi, ci saranno tutti quei soggetti con reddito più basso che dovranno cercare un impiego. La produttività del lavoro non fa altro che incrementare le conseguenze della crisi provocando una ripresa lenta dell'intera economia; infatti il PIL registra una crescita non rilevante che oscilla tra lo -0,2% all'1%.



Le imprese, in questo modo, perdono di competitività e ciò non permette alle stesse di poter investire e soprattutto di poter assegnare nuovi posti di lavoro con conseguente aumento della disoccupazione. Uno dei pochi dati positivi è rappresentato dalle retribuzioni reali : nello specifico si avrà un +2,8% per quanto riguarda il salario nominale, un +0,7% per i salari reali e un +6% per le retribuzioni relative al settore pubblico. Per ciò che concerne l'inflazione, si è avuto una marcata riduzione della stessa di quasi due punti percentuali dal 2008 al 2009; alcuni dati ci dimostrano che l'inflazione tenderà a diminuire con gli anni per la stabilità dei prezzi del petrolio sui livelli attuali e di proseguimento della discesa delle quotazioni delle altre materie prime⁴¹. L'inflazione relativa al settore energetico e alimentare sarà sostenuta; desta preoccupazione soltanto quella relativa ai servizi anche se tali difficoltà saranno superate in maniera efficace. Ulteriore preoccupazione è relativa al fenomeno della deflazione anche se è stato confermato che tale processo non avverrà in quanto sussistono tensioni sulle determinanti interne dell'inflazione che costituiscono un pavimento alla discesa⁴².

⁴¹ Elaborazione dati Confindustria.

⁴² Elaborazione dati Confindustria.



Dal 2009 il deficit pubblico continuerà a salire, così come mostrano i dati, ovvero un indebitamento netto del 3,3% del PIL; il rapporto deficit/PIL previsto dalle vigenti normative è stato fissato al 3 %, ma il superamento di questo limite non rappresenta un enorme difficoltà in quanto è in linea con quello degli altri Paesi appartenenti all'Unione date le gravi condizioni dell'intero sistema economico internazionale. Le manovre poste in essere dalle autorità mirano all'incremento delle entrate, relative alle banche e alle assicurazioni, e al taglio delle spese anche se quest'ultima potrebbe causare una diminuzione della produzione. Nello specifico, il decreto messo in atto nel 2008 si pone l'obiettivo di contenere gli effetti della crisi rilanciando la crescita del Paese che sarà fondamentale per rendere più stabile la finanza pubblica. Il finanziamento in deficit italiano, risulta tra i Paesi europei quello più elevato(106,1% del PIL). Rilanciare l'economia attraverso un ampliamento del disavanzo potrebbe comportare un aumento dei tassi di interesse a lungo termine con un premio per il rischio maggiore; infatti lo spread con i titoli tedeschi è aumentato ritornando ai valori avuti prima dell'entrata dell'euro e di conseguenza i vantaggi relativi a politiche di questo genere potrebbero risultare inferiori ai maggiori costi connessi al servizio del debito. Se, invece, si operasse in modo da riallocare la spesa pubblica in maniera strutturale favorendo così la stabilizzazione dei conti, aumenteranno le probabilità di sviluppo e soprattutto aumenterebbero le condizioni per una crescita più

significativa. Si potrebbero, infatti, attuare riforme che comportino maggiori uscite immediate e minore spesa pubblica unitamente ad un maggior coordinamento europeo che porterebbe gli italiani (imprese e famiglie) ad aumentare la propria fiducia nel sistema con conseguente aumento delle aspettative. Gli effetti negativi si riversano anche sulle entrate/spese della pubblica amministrazione; le entrate in particolare sono scese al 46% del PIL a causa della diminuzione del gettito fiscale. Le cause sono sicuramente da ricercarsi nella riduzione delle basi imponibili che hanno comportato un decremento per quanto riguarda l'IRES e l'IVA(cali rispettivamente di 5,2% e 0,7%) e non sull'IRPEF che sembra, invece, tenere il passo. Sempre in relazione alle entrate, un ulteriore fattore di destabilizzazione è rappresentato dalla tax compliance; infatti i consumatori percependo una riduzione dei controlli in merito all'evasione fiscale, potrebbero far innescare dinamiche che porterebbero alla creazione di scenari difficilmente risolvibili. Per ciò che concerne la spesa pubblica, quest'ultima si attesta a valori intorno al 50% del PIL , in particolare si registrano aumenti di prestazioni sociali in denaro a causa dell'utilizzo di stabilizzatori automatici ed un'incidenza rilevante dei rinnovi contrattuali per il pubblico impiego. Per porre in essere gli interventi strutturali necessari occorre revisionare le procedure; innanzitutto, per vedersi concedere i finanziamenti è necessario spostare la progettazione nelle fasi più avanzate di quella preliminare, nel momento in cui i numeri sono troppo approssimativi e potrebbero determinare incrementi di costi tali che non consentirebbero il completamento delle opere a causa della mancanza di risorse. Allo stesso tempo richiedere progetti definitivi per concedere il finanziamento farebbe diminuire la probabilità di poter disporre di progetti realizzabili nell'immediato; si potrebbe ovviare a tale problema agendo in due modi:

- Previsione finanziamenti distinti
- Accrescere il rapporto tra lo stanziamento delle risorse e l'attuazione del progetto

Il punto di partenza per realizzare ciò è rappresentato dal bilancio dello Stato non caratterizzato, su questo punto, da una trasparenza adeguata a causa degli

strumenti che vengono utilizzati per realizzare le opere. Infine consideriamo le uscite per gli interessi che hanno notevolmente influenzato il sistema economico italiano; in particolare si è registrata una netta riduzione di questi ultimi a causa del risparmio conseguito dal rinnovo dei titoli di Stato a rendimenti inferiori. L'ammontare delle emissioni dei titoli, subito dopo lo scoppio della crisi, è dovuto sia al deficit sia allo stock in scadenza; nello specifico nella zona dell'euro vengono emessi circa 800 miliardi di titoli e fondamentale, a questo punto, sarà vedere in che modo i mercati reagiscono ed analizzare tali comportamenti per porre in essere ulteriori manovre che aumentino la fiducia da parte degli investitori⁴³.

⁴³ www.borsaitaliana.it

CONCLUSIONI

Siamo giunti al termine di questa tesi, e siamo giunti a delle considerazioni genarli. Prima di tutto dobbiamo sottolineare che una crisi che apparentemente sembrava solo di tipo finanziario si è propagata in tutta l'economia reale. Da ciò ne deriva che una crisi, così grande e così profonda, non può essere contrastata solo da azioni di politica monetaria, in quanto le azioni di governo devono mirare ad una più efficace distribuzione dei redditi. A tal riguardo sono importati le azioni di Barak Obama che ha abbassato le tasse del 95% e l'azione europea con il piano Sarkozy – Merkel. Oltre ai vari interventi; bisogna tener conto anche della vera eredità della crisi e come si presenta oggi il mondo ai piedi della crisi.

In Europa l'eredità principale è sicuramente data da un forte debito pubblico. Non ci potrà essere una vera ripresa se i cittadini europei non accetteranno che l'obbiettivo principale dello Stato è la riduzione del debito pubblico. Se tale riduzione non accade ci sarà un nuovo calo degli investimenti di capitali privati, e quindi ulteriore disoccupazione. Tutto ciò non è stato ben capito e metabolizzato dai cittadini e nell'immediato potrebbe portare ad una forte recessione e un generale disinteressamento della cittadinanza.

In America la conseguenza immediata della crisi è stata una forte inflazione. In tale realtà è stata utilizzata una politica monetaria che riduce quasi a zero i tassi di interesse. Lo scopo fondamentale degli Stati Uniti è stato quello di riequilibrare la ricchezza dei cittadini e dei redditi con l'obbiettivo di garantire credito ai pensionati e ai lavoratori con maggiore probabilità di insolvenza nei progetti di investimento immobiliare e finanziario.

Infine, alla fine di un intero trattato di tesi ho capito, a mio modesto parere , che una crisi può essere definita come grande crisi se parte da un aspetto finanziario, e man mano si trasforma in una crisi di carattere reale; essa diventa pericolosa per il mondo quando si trasforma in crisi reale e colpisce nel dettaglio l'economia reale. Da tale analisi mi incoraggia il fatto che una

crisi seppur non può essere prevista e contrastata in anticipo, presenta sempre dei campanelli di allarme comuni negli anni e che hanno ormai istruito gli Stati a collaborare e tenersi ben solidi.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- “Questa Volta è diverso” di Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, 2009 Princeton University Press
- “La valanga: dalla crisi americana alla recessione globale” di Massimo Gaggi, editore Laterza
- Wikipedia l’enciclopedia libera
- “Uscire insieme dalla crisi” di Patrizia Toia , SeD
- Elaborazione dati confindustria
- www.esteri.it
- www.unisu.it
- “Crisi finanziarie e regolamentazione- politiche economiche per un capitalismo stabile”, D’Apice e Ferri, Novembre 2011, Editore Carocci.
- “Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L’unione europea tra rischi ed opportunità” di Capriglione E. e Semeraro G., editore Utet Giuridica
- “Tutti gli errori di Keynes. Perché gli Stati continuano a creare inflazione, bolle speculative e crisi finanziarie” di Hunter Lewis, editore Ibl libri
- “La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive volume 1” curato da Santoro V., editore Giuffrè
- Carpinelli, Questioni di Economia e Finanza, Numero 55, Settembre 2009, Banca d’Italia Papers
- www.borsaitaliana.it
- “terremoto nel mercato mondiale. Sulle cause profonde dell’attuale crisi finanziaria” di Trenkle Norbert e Lohoff Ernst , editore Mimesis

- Elaborazioni comitato economico e sociale europeo
- “Mutui subprime, investimenti e struttura finanziaria. Gli effetti reali della crisi sulle imprese” di Roberta Pace, Oscar Domenichelli e Martina Vallesi, editore Rirea
- Mottura, Banche, Egea 2011
- Robert J.Shiller, “Euforia Irrazionale”, Princeton University, Il mulino, 2009.
- “La federal reserve e la crisi finanziaria, 4 lezioni” di Ben S. Bernake, editore Il Saggiatore
- www.econ.yale.edu/~shiller/
- Arellano Cristina e Kocherlatoka Narayana, “Internal debt crises and sovereign default”, in working paper, NBER Cambridge
- Calvo Guillermo, “servicing the public debt: the role of expectations”, in american economic review
- “L’era della turbolenza” di Sperling e Kupfer, Milano 2007
- “Politica macroeconomica, le nuove teorie”, Carocci, Roma 1996
- Basilea 3 - Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari

