

## **RIASSUNTO**

In questa tesi presentiamo l'evoluzione e gli aspetti tecnici delle crisi finanziarie. In particolare viene analizzata la più grande 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. Entrando ancor di più nel dettaglio, vediamo quali sono stati gli elementi fondamentali del suddetto elaborato; innanzitutto, nella prima parte, sono state analizzate le diverse tipologie di crisi, in particolare quelle definite da soglie quantitative e quelle definite da eventi:

- 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 inflazione. 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 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 risultato .”

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 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 tralascia 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 totale .

Una volta definite le varie tipologie di crisi si è proceduto ad analizzare alcuni strumenti che ci permettono di capire meglio tale fenomeno; in particolare tassi di cambio, politica monetaria, finanza comportamentale e la teoria dei mercati efficienti. Possiamo definire il tasso di cambio 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 globale .

Esistono due tipologie di tassi di cambio: reale e nominale . 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. La teoria dei mercati efficienti, invece, 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

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 quanto riguarda, infine, le modalità di trasmissione della politica monetaria abbiamo:

- **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 premium 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. Nell'ultima parte del primo capitolo abbiamo analizzato, invece, il fenomeno della bolla speculativa, il quale ha caratterizzato l'avvento della crisi globale; in particolare possiamo definire quest'ultima come un incremento elevatissimo del prezzo di un bene che continuerà ad aumentare discostandosi dal suo valore fondamentale. 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 acquisteranno 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.

La seconda parte dell'elaborato attiene, invece, alla crisi dei subprime ed in particolare in che modo tale crisi si è riversata nell'economia statunitense concentrandoci sulle riforme previste dalle autorità; si è partiti dall'analizzare le cause relative al crollo del mercato immobiliare: 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. A questo punto viene mostrata la cronologia della crisi partita dall'agosto del 2007 che ha visto una successione di eventi di enorme portata come ad esempio il fallimento di Lehman Brothers( una delle banche più grandi del mondo); una volta analizzato lo scenario pre-crisi bisogna verificare quali sono state le cause generatrici. Queste ultime possono essere di natura macroeconomica e microeconomica; nella prima categoria rientrano : *squilibri globali o global imbalances* dove si intende l'enorme differenza tra le economie dei paesi avanzati e quelle dei Paesi emergenti; *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. 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; *distribuzione del reddito*. Nella seconda categoria rientrano: *il ruolo delle agenzie di rating*: 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. 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 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; *shadow banking system*: le shadow banks possono essere definite come un'unione tra le banche di investimento e le 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; *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. La presenza di asimmetrie informative ha fatto

emergere diversi fattori di criticità all'interno del modello. Innanzitutto, date la 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 si è proceduto ad analizzare gli interventi posti in essere dalle autorità; in particolare il *Dodd Frank Act and Consumer Protection* che ha previsto riforme in diversi campi: vigilanza, regolamentazione finanziaria, protezione del consumatore e gestione della crisi; in particolare: vengono istituiti il FSOC e l'OFR che devono collaborare per individuare e contrastare l'insorgere di eventuali rischi; per quanto riguarda i fondi di investimento è stato previsto che se quest'ultimo gestisce più di 100 milioni di dollari deve obbligatoriamente registrarsi alla SEC; per ciò che concerne i prodotti scambiati sui mercati over the counter è previsto l'obbligo di registrazione presso la SEC o la CFTC, così da aumentare il livello di trasparenza per questi prodotti complessi, 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 tema di requisiti di capitale sono state previste dalla Volcker rule 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 contro ciclici; 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 rating; infine, in relazione alla protezione dei consumatori, 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. La terza parte dell'elaborato si concentra sul fenomeno del contagio internazionale e dunque in che modo la crisi, partita dagli Stati Uniti, si è riversata nell'intera economia mondiale. Per semplicità, quest'ultima parte, è stata divisa in tre paragrafi: il primo riguardante l'Asia, il secondo l'Europa e il terzo l'Italia. Per quanto riguarda l'Asia, quest'ultima, 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 infatti dal 2007 si è registrato un deflusso di capitali di circa 500 miliardi di dollari. La Fed, attraverso l'immissione di moneta, sta cercando di limitare l'acquisto di mutui cartolarizzati e di obbligazioni del tesoro(programma QE) ; 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. Per quanto riguarda l'Europa, invece, 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 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. 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. 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%. La riforma finanziaria segue il modello americano infatti prevede la creazione di istituzioni che regolino il mercato e che soprattutto favoriscono la trasparenza all'interno degli stessi, una novità attiene ai prodotti derivati; infatti per questi ultimi sono state istituite le clearing houses che svolgeranno la funzione di intermediari tra compratore e venditore per cercare di eliminare il rischio di controparte. La riforma più importante prevista dall'Europa è rappresentata da Basilea III. 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. Gli elementi principali della riforma sono :  
l'introduzione di buffer addizionali:

- *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;

l'introduzione di due indici:

- *Indice di leva finanziaria* : rappresenta il cosiddetto leverage ratio ovvero il livello minimo di leva finanziaria
- *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).

Viene inoltre previsto l'aumento del coefficiente di correlazione tramite l'utilizzo di un moltiplicatore di 1,25 ai valori correnti. Infine 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.

Ultima parte dell'elaborato, come già detto in precedenza, riguarda il contesto italiano. In particolare, l'Italia dal 2008, 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. 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. Il Governo italiano 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. In questo contesto solo manovre corrette di politica economica, con il sostegno internazionale, potranno portare effetti positivi e di ripresa.

Possiamo dunque concludere dicendo che la crisi, purtroppo, non rappresenta mai un episodio isolato perché le sue ripercussioni gravano, come abbiamo appena visto, sull'intera economia. Di conseguenza, sarà responsabilità delle autorità cercare di risanare il proprio Paese attraverso manovre mirate; queste ultime, però, possono essere di diversa natura, infatti notiamo come in Europa si è cercato di ridurre il debito pubblico provocando una contrazione dei consumi e degli investimenti, mentre negli USA il procedimento di crescita è stato molto diverso in quanto i cittadini, in questo caso, sono stati incentivati nell'aumento di entrambe le variabili. Il dibattito su queste decisioni si protrae ormai da tempo e ci sono versioni a favore di entrambi; l'unica constatazione che mi permetto di fare è che, secondo un mio modesto parere, l'Europa dovrebbe essere più unita e prendere decisioni in modo che i benefici arrivino a tutti gli stati e non agire in maniera singolare, ovvero non permettere a singoli Stati di prendere decisioni per l'intera Unione Europea così da aumentare il grado di competitività a livello mondiale.

