

#### DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di storia della finanza e dei sistemi finanziari

# LE CRISI ECONOMICHE DELL'ULTIMO DECENNIO

## POLITICHE ECONOMICHE DEGLI USA E DELL'UE

RELATORE CANDIDATO

Chiar.mo Prof. Guglielmo Baldelli

Giuseppe Di Taranto Matr. 658061

**CORRELATORE** 

Chiar.mo Prof.

Luigi Marengo

Anno Accademico 2014-2015

### **INDICE**

Intr	introduzione		
CAI	PITOLO1: EUROPA E USA NELLA CRISI		
1.1	I fallimenti del mercato alla luce della crisi del 2007 e del 2010	5	
1.2	Quadro USA	6	
	1.2.1 La dinamica	8	
	1.2.2 Il ruolo dei Credit default swap nella crisi	9	
1.3	Quadro Europa: il 2010	10	
1.4	La FED	11	
	1.4.1 Gli strumenti a disposizione della FED	12	
1.5	La Banca Centrale Europea	12	
	1.5.1 Gli strumenti a disposizione della BCE	13	
1.6	Il comportamento delle banche centrali di fronte alla crisi	14	
1.7	La risposta della Fed alla crisi	17	
1.8	La risposta della BCE di fronte alla crisi	18	
	1.8.1 Lo scoppio della crisi nell'area euro	18	
1.9	Le soluzioni: Il fiscal compact e Il Troubled Asset Relief Progra	am 21	
CAI	PITOLO 2: LA PRIMA CRISI: GLI STATI UNITI D'AMERICA		
2.1	I fatti in breve	25	
	2.1.1 Scoppio della bolla	26	
2.2	Le conseguenza della crisi	27	
	2.2.1 Le necessità dell'intervento da parte dello stato	28	
23	I a rasponsobilità dalla boncha cantroli	20	

	2.3.1	La vulnerabilità del sistema privato, del settore privato	
		e il ruolo di Fannie Mae e Freddie Mac	29
2.4	La ban	carotta di <i>Lehman Brothers</i>	31
2.5	Politica e crisi finanziaria: gli interventi		
2.6	Politiche Keynesiane		
2.7	Il piano Tarp e il ruolo di Henry Pualson		
2.8	Le con	seguenze della crisi finanziaria	39
CAI	PITOLO	3: LA SECONDA CRISI: IL DEBITO SOVRANO IN	
		EUROPA	
3.1	Le rad	ici della crisi	41
	3.1.1	Crisi osservazioni generali	42
3.2	La cris	i sistematica nell'area euro	44
	3.2.1	Il Six-Pack	46
	3.2.2	I sei punti del ''six pack''	47
3.3	I casi n	azionali: Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia	48
3.4	L'architettura europea 50		
3.5	Politiche macroprudenziali e politiche microprudenziali 5		
3.6	L'evolu	uzione degli assetti di vigilanza e del quadro normativo	
	europe	0	55
	3.6.1	L'evoluzione degli assetti di vigilanza	<b>56</b>
	3.6.2	Mercati e intermediari finanziari, infrastrutture e	
		Trasparenza	58
	3.6.3	Credito e intermediazione, ruolo e struttura delle agenzie	
		di rating	61
	3.6.4	Dal mercato finanziario unico all'unione del mercato	
		dei capitali e unione bancaria	63

3.7	La crisi del debito sovrano nell'area euro, gli eventi chiave e gli			
	inter	venti delle autorità di politica economica e monetaria	64	
CAI	PITOLO	O 4: LA STORIA, LA CRISI E MODI DIVERSI DI PEN	SARE	
4.1	Intro	luzione	74	
4.2	L'evoluzione del pensiero economico		74	
	4.2.1	L'economia classica	75	
	4.2.2	Il grande scisma	78	
	4.2.3	La rivoluzione Keynesiana	79	
4.3	Descr	izione sintetica della crisi: un quadro generale	81	
4.4	Moneta e credito secondo la teoria mainstream			
	4.4.1	La teoria mainstream della finanza	86	
	4.4.2	In sintesi	88	
4.5	Un approccio teorico alternativo			
	4.5.1	Il concetto di economia monetaria secondo Keynes	91	
	4.5.2	La visione di Schumpeter	93	
4.6	Le du	e crisi messe a confronto: una sintesi	95	
4.7	La cri	si del debito sovrano del 2010-2011	100	
Con	clusion		116	
BIB	LIOGR	AFIA	122	
SIT	OGRAF	FIA	124	

A chi mi ha insegnato cosa vuol dire portare a compimento ogni aspetto della vita, e a chi continua ad insegnarmelo, giorno dopo giorno.

#### **INTRODUZIONE**

Il presente elaborato nasce allo scopo di ripercorrere le principali tappe delle attuali crisi economiche e propone una riflessione sul loro superamento attraverso le politiche economiche attuate dagli USA e dall'UE.

L'elaborato si compone di quattro capitoli.

In particolare nel primo capitolo si presenta un quadro, introduttivo e sintetico degli eventi presi in esame; nel secondo e nel terzo, che rappresentano il vero cuore della tesi, si descrivono le principali ed le evoluzioni delle due crisi; il secondo è dedicato alla crisi che ha maggiormente interessato gli USA e il terzo la UE. Infine nel quarto capitolo si è dedicata un'analisi delle sopracitate crisi in chiave più strettamente storico economica con lo scopo di mettere in luce punti di affinità tra le problematiche precedentemente evidenziate e la teoria economica. Difatti il primo capitolo, presenta una introduzione sugli argomenti riguardanti le crisi e gli organismi preposti ad affrontarle. In particolare ci è soffermati sul ruolo dei *Credit Default Swap* nella crisi, sulla struttura e sugli strumenti a disposizioni della *Federal Reserve* in merito a decisioni di politica economica ed è presentata una prima analisi del *Troubled Asset Relief Program* come risposta alla crisi "subprime"; tutto ciò per quanto riguarda il quadro degli USA.

Per il quadro UE si è scelto un metodo di analisi affine al precedente soffermandosi sulle criticità dell'unione monetaria e sulla struttura e risposte della BCE presentando al contempo una prima analisi del *Fiscal Compact* come parziale soluzione adottata alla crisi del debito sovrano.

In conclusione è stata effettuata un'analisi parallela sulle due crisi. Questo è stato redatto sulla base di letteratura presente in materia e visto l'aspetto

dinamico del fenomeno, facendo riferimento ai principali siti istituzionali della banca centrale europea e della Federal Reserve.

Il secondo capitolo, cuore centrale dell'elaborato, prende in analisi la crisi che ha colpito gli USA. Per fare ciò si è partiti dall'analisi sulla bolla immobiliare e la sua relativa esplosione che ha portato in breve l'economia statunitense vicina al collasso. Di seguito nel secondo, terzo e quarto paragrafo, si è passati ad una analisi delle responsabilità delle e delle vulnerabilità del settore pubblico e privato con un focus particolare su quello che è universalmente accettato come il picco massimo della crisi: il fallimento della banca Lehman Brothers. Il capitolo prosegue con un'all'analisi delle politiche di intervento messe in atto sia dalla FED che dal ministro delle finanze americano, Henry Poulson, e per concludere con l'elaborazione e l'attuazione del Trouble Asset Relife Program; considerando inoltre un'analisi introduttiva sulle politiche keynesiane con riguardo a tale crisi. Il capitolo si conclude con una panoramica sulle conseguenze portate da tale squilibrio economico.

In questo capitolo, la principale fonte di ispirazione è stato il saggio di Bernanke, ex presidente della Federal Reserve, dal titolo "La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni".

Il terzo capitolo rappresenta il secondo punto focale dell'elaborato ovvero la crisi del debito sovrano nell'Unione Europea. Il lavoro effettuato prende inizio dall'analisi delle criticità presenti in maniera sistematica nell'eurozona; in particolare ci si è soffermati sul "six pack" e sulle problematiche a livello di austerity dovute a tale trattato. Per affrontare in maniera critica e completa la crisi si sono presi in considerazione i singoli casi nazionali di Grecia, Spagna, Portogallo, Irlanda, ed Italia e a livello complessivo, poi, si è analizzata la struttura dell'architettura Europea e l'evoluzione degli assetti di vigilanza in conseguenza della precedente crisi statunitense. Si è infine arrivati a

considerare la crisi vera e propria nell'area euro e le misure messe in atto per contrastarla.

Le fonti principali per la redazione del capitolo sono stati un paper di Salvatore Rossi del convegno estivo ADEIMF dal titolo "La crisi globale ed europea, le politiche per la stabilità finanziaria" (Banca d'Italia), e "Due crisi finanziarie" di Roberto Romani, oltre a siti istituzionali in materia.

Il quarto e conclusivo capitolo dell'elaborato verte invece sul confronto delle due crisi in chiave storico economica. L'analisi prende inizio da un quadro generale sull'evoluzione partendo dal pensiero classico per arrivare al pensiero keynesiano e le politiche ad esso correlate, in seconda battuta si è preso in considerazione il pensiero *mainstream* e la relativa teoria per spiegare le fluttuazione della moneta e la relazione di esse con il credito.

Infine si pongono in relazioni le due crisi e le politiche di intervento dal punto di vista del pensiero economico per cercare di spiegare a livello storico analitico le criticità da esse portate e le possibili conseguenze nel medio/lungo termine. La fonte d'ispirazione principale di questo capitolo è stato il libro di Giancarlo Bertocco "La crisi e le responsabilità degli economisti".

È l'estate del 2007, quando l'interazione della liberalizzazione dei movimenti di capitale, la trasformazione bancaria seguita dall'innovazione finanziaria e le politiche monetarie perseguite nel corso degli anni precedenti dagli USA danno vita alla crisi.

A seguito della liberalizzazione finanziaria avvenuta dopo il crollo di Bretton Wood, il mercato statunitense vede confluire al suo interno una copiosa iniezione di liquidità, che porterà in un secondo momento a un prolungato processo di deregolamentazione bancaria, che nel 1999 sfocerà nell'abrogazione del Glass Steagall Act<sup>1</sup>.

Negli stessi anni emerge un nuovo modello di gestione delle banche, il quale prenderà il nome di "originete-to-distribution<sup>2</sup>", che getterà le basi per lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari, che unito alle politiche monetarie espansive adottate dalla Federal Reserve, accresceranno ulteriormente la liquidità in circolazione.

È bene ricordare in questa sede, che dal giugno 2004 la FED cambia corso, imponendo una stretta creditizia alle spinte inflattive; a fronte di questa operazione gli operatori finanziari cominceranno ad esplorare mercati sempre più rischiosi come quello dei mutui subprime.

-

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Glass-Steagall Act Legge emanata nel 1933 negli Stati Uniti. La G.-S., che prende il nome dai suoi promotori, il senatore C. Glass e il deputato H.B. Steagall, introdusse negli USA il Federal Deposit Insurance e una profonda riforma del sistema finanziario. Tale riforma era incentrata sulla netta separazione delle banche in base all'attività svolta: commercial bank, banche autorizzate a svolgere esclusivamente classiche attività bancarie, cosiddette attività commerciali, raccogliendo depositi tra il pubblico indistinto, e investment bank, banche autorizzate a svolgere esclusivamente attività di investimento, cosiddette *investment and corporate activities*, con preclusa la possibilità di utilizzare come fonte di finanziamento i depositi raccolti presso il pubblico indistinto. La G.-S. fu di fatto abrogata attraverso l'introduzione nel 1999 del Gramm-Leach-Bliley Act, che abolì la netta separazione tra le investment bank e le commercial bank. <a href="http://www.treccani.it/enciclopedia/glass-steagall-act">http://www.treccani.it/enciclopedia/glass-steagall-act</a> (Dizionario di Economia e Finanza)/

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Modello che sfrutta le tecniche per il trasferimento del rischio di credito, dalla cartolarizzazione ai derivati creditizi, l'intermediario seleziona i debitori, ma poi trasferisce ad altri il prestito, recuperando la liquidità e il capitale regolamentare prima impegnati o il puro rischio di credito, con benefici solo sui requisiti patrimoniali. La diffusione di questo secondo modello di b. b. è uno dei fattori che spiegano la crisi innescatasi sul mercato dei mutui subprime. <a href="http://www.treccani.it/enciclopedia/business-bancario-modelli-di">http://www.treccani.it/enciclopedia/business-bancario-modelli-di</a> (Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/

Viviamo una crisi apparentemente senza fine. Come un incendio che sembra domato e invece divampa con forza immutata da un'altra parte, a volte prevedibile, a volte imprevista<sup>3</sup>.

#### CAPITOLO1: EUROPA E USA NELLA CRISI

#### 1.1 I fallimenti del mercato alla luce della crisi del 2007 e del 2010

Fino a prima dell'estate del 2007, gli Stai Uniti avevano goduto di politiche monetarie accomodanti, abbondante liquidità, bassi tassi d'interesse reali e condizioni macroeconomiche particolarmente favorevoli.

È in questo momento che gli investitori appaiono quasi anestetizzati di fronte al rischio, assumendone sempre una quantità maggiore<sup>4</sup>.

Le istituzioni finanziarie e in particolar modo le grandi banche d'investimento hanno creato un sistema bancario ombra<sup>5</sup>.

A fronte di questo di questo sistema bancario fantasma, si è gonfiata una bolla immobiliare, di conseguenza mutui per l'acquisto di abitazioni concessi alla clientela rischiosa cominciano ad essere cartolarizzati in frammenti reinseriti in complessi prodotti strutturati, poi acquistati, con il benestare delle agenzie di rating, da parte degli investitori di tutto il mondo; quanto detto porterà ad un accumularsi di rischi a lungo sottovalutati da tutti gli attori del mercato.

Sulla base di quanto esposto possiamo affermare che la crisi dei mercati finanziaria affonda le sue radici all'interno dei "*mutui subprime*" americani; la politica dei bassi tassi d'interesse, il crollo della *NetEconomy* e l'11 settembre, rendono possibile da una parte il sogno delle banche d'affari, ossia, realizzare facili profitti e dall'altro quello di "tutti" gli americani di possedere una casa.

In merito al "tutti" questo va interpretato come la possibilità che le banche hanno concesso alle persone prive di un reddito sufficiente e certo, e a chi non possedeva attività mobiliari o immobiliare di dare garanzie.

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> http://www.credith.it/sccredith/wp-content/uploads/2014/11/finanza e sviluppo2.pdf

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Rossi, La crisi globale ed europea le politiche per la stabilità finanziaria, 2012

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Sistema bancario ombra: sistema bancario sfuggente a requisiti contabili e prudenziali, con un capitale trascurabile e un disallineamento estremo di scadenze tra attivo e passivi.

Questa tipologia di prestiti, avevano preso il nome di *Ninja*<sup>6</sup> e prevedendo da un lato un rischio maggiore per coloro che prestavano il denaro e dall'altro un maggior rischio di insolvenza, richiedendo un tasso d'interesse maggiore rispetto a quello offerto alla "clientela migliore", la c.d. prime.

L'erogazione di questi prestiti da parte delle banche è stato uno sbaglio che ha generato conseguenze abissali di fronte agli occhi di tutti.

L'assunto che avevano i banchieri, che un po' mossi da un senso nazionalistico, un pò mossi dall'affare era questo: anche se queste categorie sono a rischio i loro debiti sono garantiti dalla casa e visto che il mercato immobiliare ha tirato, l'affare non era tanto rischioso<sup>7</sup>.

#### 1.2 Quadro USA

All'inizio del 2007 due sono gli eventi che si verificano contemporaneamente, attivando una reazione a catena all'interno del sistema finanziario mondiale infrangendo così i sogni di queste banche.

In primis, già all'inizio del 2007la domanda sul mercato immobiliare stava subendo un forte rallentamento e in secondo luogo sulle rate dei mutui *subprime* iniziavano a farsi sentire gli effetti dell'aumento del tasso d'interesse, che avevano subito un progressivo aumento dal 2002, come misura da parte della FED per combattere le pressioni inflazionistiche, generate più da un aumento del prezzo delle materie prime che da un vero processo inflativo interno<sup>8</sup>. I mutui *subprime* sono stati solo la goccia che ha fatto traboccare il vaso, in quanto tanti altri fattori hanno favorito questo processo; in questa sede concentreremo l'attenzione su le due macro cause che potrebbero essere definiti i cardini della crisi quali, quali la bolla mobiliare e la cartolarizzazione del credito.

Il costante aumento dei prezzi delle abitazioni<sup>9</sup>, come accennato in precedenza aveva reso la concessione di mutui un'attività redditizia e poco rischiosa perché semmai il mutuatario fosse diventato insolvente, la banca avrebbe comunque ottenuto un profitto pignorandone la casa e rivendendola a un prezzo più alto dell'ammontare del mutuo concesso.

<sup>8</sup> Blanchard, Macroeconomia: una prospettiva europea, 2009

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> No Incombe, No Job and Asset

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> www.rivaluta.it

<sup>9</sup> http://www.2.standarandpoors.com/

Oltre al prezzo delle abitazioni, un altro importante fattore da prendere in considerazione è il tasso d'interesse a cui la Fed concedeva prestiti alle banche; in risposta alla crisi post 11 settembre, la FED ha progressivamente tagliato i tassi d'interesse per favorire la ripresa economica; per le banche americane c'ho ha significato una notevole facilità di accesso al credito, e conseguentemente una maggiore disponibilità a concedere prestiti.

Per quanto riguarda la cartolarizzazione dei crediti, questa si presenta come una tecnica di finanza strutturata, nota anche con il termine di securization<sup>10</sup>.

Ouesta operazione viene prevalentemente utilizzata dalle imprese il cui oggetto sociale consiste nel porre in essere operazioni di finanziamento, come banche, enti finanziari o società di leasing.

Praticamente con un'operazione di securization un soggetto raccoglie risorse finanziarie sui mercati mobiliari a fronte della cessione di parte degli attivi di cui è titolare.

L'operazione prevede lo scorporo di un pacchetto di crediti dallo stato patrimoniale del possessore originario e il successivo trasferimento a un altro soggetto detto veicolo che per finanziare l'acquisto emette titoli detti ABS<sup>11</sup>, a cui viene generalmente attribuito un rating<sup>12</sup>. La cartolarizzazione si configura quindi come un'operazione di finanza strutturata, mediante la quale le banche rivendono i mutui ad altre istituzioni finanziarie, in cambio di liquidirà immediata; il vantaggio offerto dall'operazione è chiaro: la concessione del un mutuo implica un immediato impiego di risorse a fronte di una serie di pagamenti che si protraggono per diversi anni; si tratta quindi di uno strumento profittevole solo a lungo termine. Per le banche, la cartolarizzazione è dunque una fonte di finanziamenti più veloce e meno costosa dei metodi tradizionali.

<sup>&</sup>lt;sup>10</sup> Securization: Processo di sostituzione dei tradizionali prestiti bancari, con forme di finanziamento rappresentate da titoli negoziabili. E' una delle cause della disintermediazione bancaria su scala mondiale. http://www.glossariodieconomia.com/securitization/677.htm

<sup>&</sup>lt;sup>11</sup> Le Asset backed securities (o ABS) sono strumenti finanziari, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, del tutto simili alle normali obbligazioni; come queste, infatti, pagano al detentore una serie di cedole a scadenze prefissate per un ammontare determinato sulla base di tassi di interesse fissi o variabili. http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm

<sup>&</sup>lt;sup>12</sup> Buro, Crespi, Tagliabue, DIZIONARIO DI ECONOMIA E FINANZIA. Alpha test edizioni Lavoro e Carriera

#### 1.2.1 La dinamica

Il meccanismo era apparentemente perfetto: molte persone alle quali era preclusa la possibilità di acquistare una casa ora avevano accesso ai mutui, mentre le banche facevano enormi profitti e il rischio era cosi ben distribuito da sembrare annullato.

Quali furono i cambiamenti che portarono all'interruzione delle cartolarizzazioni?

A tal riguardo sono due gli eventi principali da considerare, in primis nel 2004, i tassi d'interesse tornano a crescere e di conseguenza le banche cominciano a chiedere maggiori tassi ai mutuatari; nello stesso tempo la bolla immobiliare "scoppia" e i prezzi delle case cominciamo a scendere.

Sulla base di quanto detto il sistema della cartolarizzazione si blocca, molti mutuatari cominciano a risultare insolventi e le banche non riescono più a coprire le perdite con la rivendita degli immobili a causa della diminuzione del valore id mercato di questi.

All'inizio del 2007 la crisi comincia a palesarsi a livello globale: alcune banche americane, tra cui la HBSC<sup>13</sup>, dichiarano pesanti perdite nel proprio portafoglio di mutui *subprime*, mentre, due *hedge funds*<sup>14</sup> di proprietà della banca d'affari americana Bear Stearns vedono azzerato il proprio patrimonio.

Nel mese di luglio dello stesso anno, le agenzie di rating notificano la maggiore rischiosità delle ABS, tagliando i rating in relazione a titoli per 12 miliardi di dollari; tutti cominciano a disinvestire in ABS e il mercato di questi in pochi mesi crolla.

Durante l'estate del 2007, anche in Europa insorgono i primi problemi legati alla crisi americana; ad esempio Deutsche Bank è costretta a tagliare alcune linee di credito, BNP Paribas congela tre fondi data l'impossibilità di valutarli adeguatamente mentre diverse banche si dichiarano in difficoltà chiedendo finanziamenti alle rispettive banche centrali.

L'incertezza che popola i mercati, comincia ad alimentare il panico tra i risparmiatori. Le perdite generate dal crollo dei titoli cartolarizzati si sono ripercosse in tutto il mondo della finanza, con effetti più o meno gravi; le banche cominciano ad interrogarsi su quante perdite hanno subito per titoli "tossici" e quante ne hanno subite le banche concorrenti, la conseguenza e una crisi di fiducia in quanto il mercato non vuole più prestarsi denaro per paura di incorrere in ulteriori perdite. La crisi di fiducia porta ad una crisi di liquidità: molti istituti in dissesto non possono più chiedere prestiti alle banche concorrenti per pagare i

<sup>&</sup>lt;sup>13</sup> Hongkong & Shanghai Banking Corporation http://www.hsbc.com/

<sup>&</sup>lt;sup>14</sup> Hedge fund: fondo speculativo i cui rendimenti sono generalmente scorrelati dall'andamento generale dei mercati finanziari. <a href="https://it.finance.yahoo.com/glossario/hedge-fund">https://it.finance.yahoo.com/glossario/hedge-fund</a>

debiti a breve, ritrovandosi costretti a vendere sui mercati finanziari titoli azionari e attività. L'eccesso di offerta porta al crollo degli indici di borsa, che ha l'effetto di peggiorare ulteriormente i bilanci degli istituti finanziari.

L'apice della crisi finanziaria si ha nel settembre del 2008, dopo un anno di instabilità che ha fatto crollare diversi imperi finanziari.

#### 1.2.2 Il ruolo dei Credit default swap nella crisi

La crisi finanziaria mondiale nasce da un evento che potremmo definire locale, quale la crisi dei mutui *subprime* e diventa sistemica per via dei meccanismi di cartolarizzazione. Contemporaneamente all'espansione del mercato delle *Mortgage Backed Securities*<sup>15</sup> si è sviluppato un ampio mercato di *Credit Default Swap*<sup>16</sup> mediante i quali i possessori delle *Mortgage Backed Securities* si assicuravano dal rischio di fallimento.

Ai CDS è stata attribuita la colpa di aver contribuito in maniera incisiva al perdurare della crisi e alla sua definitiva esplosione. A fronte di spread bassissimi, infatti, al compratore del CDS costava molto poco assicurare i suoi investimenti, mentre la società assicuratrice, conscia appunto di quanto remota fosse l'ipotesi di fallimento, ne sottoscriveva grandi quantità di, intascando premi mensili.

Senza i titoli derivati il crollo del settore mutui americani avrebbe determinato una crisi grave ma solo locale, mentre con l'introduzione dei CDS la crisi si è diffusa su tutto il sistema creando enormi perdite in conto capitale per i possessori di MBS e di CDS, perdite che hanno avuto ripercussioni su tutti i mercati portando così le imprese in stato di sofferenza e quindi le protagoniste principali della crisi che hanno dovuto affrontare, stanno affrontando e affronteranno ancora per parecchio tempo.

<sup>&</sup>lt;sup>15</sup> Una **mortgage backed security** (MBS) è un titolo che deriva i flussi di cassa con i quali fare fronte alla remunerazione del capitale raccolto all'atto dell'emissione sulla base di un portafoglio di prestiti ipotecari sottostanti.

Il contenuto finanziario delle MBS dipende dal flusso di pagamenti derivanti dai prestiti ipotecari e dal rischio di rimborso anticipato degli stessi prima della loro naturale scadenza.

 $<sup>\</sup>underline{http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail\&word=Mortgage\%20Backed\%20Securities}$ 

The Credit Default Swap: Contratto swap appartenente alla categoria dei derivati sul rischio di credito che offre la possibilità di coprirsi dall'eventuale insolvenza di un debitore contro il pagamento di un premio periodico. <a href="http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Credit%20Default%20Swap">http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Credit%20Default%20Swap</a>

#### 1.3 Quadro Europa: il 2010

La crisi americana giunge al culmine con il dissesto del gruppo Lehman, aprendo la strada a una crisi globale a causa delle relazioni che il gruppo manteneva con i sistemi finanziari di molti paesi.

Nel 2010, mentre il mondo cerca di scuotersi di dosso le conseguenze reali e finanziare della crisi globale, si accende un nuovo focolaio nell'area dell'euro. La Grecia, con i conti pubblici in dissesto e a lungo nascosti, fa da apri pista di un nuovo inasprirsi della percezione del rischio degli investitori internazionali, ora rivolti ai debiti sovrani<sup>17</sup>.

Ed è proprio la Grecia, che nel maggio del 2010 si ritrovò impossibilitata a collocare i propri titoli sul mercato, ritrovandosi costretta a fare ricorso all'aiuto dell'Unione europea e del Fondo Monetario Internazionale. I mesi successivi sono caratterizzati da un effetto domino che vede anche l'Irlanda e il Portogallo richiedere il medesimo tipo di aiuto. Grecia, Irlanda e Portogallo si ritrovano a fronteggiare problemi di natura diversa<sup>18</sup>, quali di competitività il Portogallo, di finanza pubblica, di competitività e di squilibrio esterno la Grecia e di crisi del sistema bancario l'Irlanda.

Per sottrarsi alle tensioni dei mercati del debito sovrano, a causa delle loro ripercussioni sul mercato monetario e sul credito bancario, potessero mettere a repentaglio la trasmissione omogenea della politica monetaria il Consiglio direttivo della BCE, aveva deciso di continuare a utilizzare, per il rifinanziamento delle banche, aste a taso fisso e con pieno soddisfacimento della domanda, avviò il programma di acquisto di titoli pubblici, c.d. *Securities Market Programme*<sup>19</sup>.

Nonostante l'ampia portata degli interventi pubblici per arginare la crisi, questi non sono stati valutati dagli operatori finanziari come risolutivi; questi mettono in discussione il senso stesso e la costruzione europea.

La natura di questa nuova crisi risulta essere del tutto diversa dalla prima, in quanto all'interno della "fase americana" alla base del problema vi sono eccessi di liquidità che vanno dalla creazione di moneta, all'innovazione finanziaria selvaggia e ad una fiducia cieca

<sup>&</sup>lt;sup>17</sup> Rossi S., La crisi globale ed europea le politiche per la stabilità finanziaria, 2012

<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> Rossi S., La crisi globale ed europea le politiche per la stabilità finanziaria, 2012

<sup>&</sup>lt;sup>19</sup> Intervento mosso dall'Eurosistema sul mercato dei titoli di debito pubblico e privato nell'area euro, per assicurare liquidità all'interno di tutti quei segmenti di mercato disfunzionali. L'obiettivo è volto a ripristinare un meccanismo di trasmissione della politica monetaria e quindi l'efficace conduzione della politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'impatto di tali interventi è sterilizzato attraverso operazioni specifiche per riassorbire la liquidità immessa e di conseguenza garantire che l'orientamento della politica monetaria non venga influenzato. https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act4s.en.html

nelle capacità regolartici del mercato, mentre la crisi del 2010 si trova di fronte a una serie di difetti quali la mancanza di regolamentazione e supervisione finanziaria dal punto di vista dei bilanci pubblici che sorreggono il pilastro della moneta unica.

#### 1.4 La FED

La FED è la Banca Centrale degli Stati uniti d'America, istituita nel 1913 su proposta del presidente Woodrow Wilson e approvata dal Congresso degli Stati Uniti.

Gli obiettivi perseguiti dalla FED possono essere desunti dal *Federal Reserve Act*, il quale riporta<sup>20</sup>:

"The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of the maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates."

Ruolo di primo piano, nell'organizzazione della Fed, spetta al *Federal Open Market Committee* (FOMC), cui sono riferibili i membri della *Board of Governors*, il Presidente della *Federal Reserve Bank of New York* e i Presidenti di altre quattro banche federali.

Al FOMC spetta il compito di supervisionare le operazioni di mercato.

A capo dell'organigramma della *Federal Reserve* vi è tuttavia il *Board of Governors*. Il *Board of Governors* è un'agenzia di governo federale indipendente, formata da sette membri scelti dal Presidente degli Stati Uniti con l'approvazione del Senato. I membri del *Board of Governors* rimangono in carica 14 anni, salvo revoca dell'incarico da parte dello stesso Presidente. Inoltre, fatta eccezione per poche fattispecie, i componenti del *Board of Governors* non possono rimanere in carica per più di un mandato. Tutte le banche federali e ogni singola banca privata membro del sistema della Fed è riconducibile alla supervisione diretta dello stesso<sup>21</sup>.

Le funzioni sono del *Board of Governos* sono: l'analisi dell'andamento dell'economia statunitense e internazionale, le decisioni in merito alla conduzione della politica monetaria della FED, e la supervisione delle istituzioni bancarie, supervisione del sistema dei pagamenti statunitensi.

٠,

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> http://www.federalreserve.gov/

<sup>21</sup> http://www.borsainside.com/finanzainside/federal-reserve/

#### 1.4.1 Gli strumenti a disposizione della FED

Gli strumenti a disposizione della FED sono<sup>22</sup>; Operazioni di mercato aperto: gestite dalla FOMC che decide tipologia, maturità, importo dei titoli, la Fed in teoria potrebbe acquistare o vendere qualsiasi titolo, in realtà tratta solo titoli di stato. Tipologie: outright purchases & outright sales (operazioni in cui la Fed immette o ritira liquidità del mercato a titolo definitivo), repurchase agreements (operazioni per immettere temporaneamente liquidità sul mercato), reserve repurchase agreements (per ritirare temporaneamente liquidità sul mercato.); Riserva obbligatoria: è stabilita dal Board of Governors, si applica a tutti i depositi (transaction deposit, non personal time deposits), il coefficiente di riserva varia in base alla tipologia e all'ammontare del deposito (max 10%), è ammessa la mobilizzazione, ossia il vincolo deve essere rispettato solo su base bi-settimanale, è mantenuta in parte presso la banca stessa (Vault Cash), in parte presso un fondo istituito presso la FED stessa, non è riconosciuta alcuna remunerazione; Tassi di interesse: federal found rate è il tasso al quale le banche si scambiano la quota di riserva obbligatoria per prestiti overnight, la Fed si propone un obiettivo sul valore desiderato e utilizza le operazioni di mercato aperto per raggiungerlo; Tasso di sconto: è il tasso a cui la Fed è disposta a concedere prestiti infragiornalieri alle banche, si articola in: Primary credit (concesso alle banche più sicure), Secondary credit (alle banche che non raggiungono lo standard per ottenere il credito primario), Seasonal credit (alle banche che presentano, in circostanze occasionali, problemi di liquidità a LT).

#### 1.5 La Banca Centrale Europea

La Banca Centrale Europea e le banche centrali nazionali costituiscono l'Eurosistema ossia il sistema di banche centrali dell'area dell'euro.

Il principale obiettivo dell'Eurosistema è mantenere la stabilità dei prezzi, ossia salvaguardare il valore dell'euro.

Questa è incaricata dell'attuazione della politica monetaria per i sedici Paesi dell'Unione Europea che hanno aderito all'euro e che formano la cosiddetta "zona euro". Al 2009 sono:

22

http://www.assbb.it/pagine/pagina.aspx?ID=Archivio Pub001&L=IT&news from=20150101&news to=20170101

Austria Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna, Grecia, Slovenia, Cipro, Malta, Slovacchia<sup>23</sup>.

La BCE è formata da: *Consiglio Direttivo*: composto da 6 membri del Comitato esecutivo e dai Governatori delle BCN dei Paesi appartenenti all'Area euro, è presieduto dal Presidente della BCE. Definisce le strategie e la politica monetaria, la cui attuazione è delegata al Comitato esecutivo; *Comitato Esecutivo*: composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE più 4 membri nominati dai Capi di Stato e di governo dei paesi membri e i consiglieri durano in carica otto anni. Attua la politica monetaria secondo gli indirizzi del Consiglio Direttivo, impartisce istruzioni alle BCN per la realizzazione delle decisioni del Consiglio Direttivo, esercita determinati poteri delegati dal consiglio direttivo; *Consiglio Generale*: composto da Presidente e Vicepresidente della BCE, dai Governatori delle BCN, principalmente rafforza il coordinamento delle politiche monetarie degli stati membri che non hanno ancora adottato l'euro, contribuisce ad attività della BCE come quelle legate alla funzione consultiva alla raccolta di informazioni statistiche.

#### 1.5.1 Gli strumenti a disposizione della BCE

Lo scopo principale della BCE è quello di mantenere sotto controllo l'andamento dei prezzi mantenendo il potere d'acquisto nell'area dell'euro; esercita, infatti, il controllo dell'inflazione badando a contenere, tramite opportune politiche monetarie attraverso il controllo della base monetaria, fissando i tassi a breve e il tasso di inflazione di medio periodo ad un livello inferiore o prossimo al 2%. La regola adottata della BCE è una regola flessibile: l'obiettivo inflazionistico non è definito come un valore preciso ma inferiore o vicino al 2% e deve essere raggiunto nel medio periodo. La reazione della banca centrale risponde alle determinanti della variabile obiettivo e non alla variabile obiettivo stessa e ciò determina una maggiore efficienza della politica monetaria. I vantaggi di questa flessibilità sono: distinguere tra shock da domanda e shock da offerta sui prezzi, limitando le oscillazioni delle variabili reali dei tassi di interesse e lascia maggiori spazi per politiche anticicliche senza compromettere la fiducia dei mercati nella stabilità dei prezzi.

<sup>&</sup>lt;sup>23</sup> http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission\_eurosys.it.html

#### 1.6 Il comportamento delle banche centrali di fronte alla crisi

È l'ottobre del 2008, quando nel mondo si innesca la recessione più profonda che si sia mai registrata dopo la seconda guerra mondiale; l'origine come già detto in precedenza è stata la crisi finanziaria innescata nell'estate del 2007 dagli USA che nel giro di pochi anni si è diffusa in tutto il mondo.

Una cosa è certa, la crisi ha richiesto un ingente intervento monetario in tutto il mondo. Volendo analizzare come si sono comportate le banche centrali, quali la FED e la BCE dinanzi la crisi, in primo lungo è opportuno osservare che le due strutture, essendo improntate su sistemi completamente differenti, hanno necessitato di strumenti e risorse a loro volta differenti. Nello specifico è possibile considerare la crisi finanziaria alla luce di due fasi<sup>24</sup>: la prima fase quella va dal 2007 al 2009 che in grandi linee si è palesata in maniera uguale in tutto il mondo con risposte abbastanza simili; la seconda fase che va dal 2010 al 2012, che si denota per aver assunto caratteristiche uniche nell'area euro.

Quando la crisi è esplosa nel 2007 la BCE e la FED, risposero immediatamente tagliando i tassi di interesse a zero e adottando una serie di politiche che potrebbero essere definite non convenzionali e nell'ottobre del 2007 il settore bancario internazionale fu trascinato nel vortice della crisi della liquidità e del finanziamento che ha influenzato in modo profondo l'equilibrio del capitale, la reddittività e le capacità operative.

Le banche di investimento si trovano ad assorbire molti prodotti derivanti dal processo di cartolarizzazione internalizzando per una seconda volta i loro prestiti e lo sforzo di contenere la crisi fu affidato largamente alle autorità di politica monetaria; le banche centrali cominciarono a rifinanziamenti le banche in difficoltà attraverso prestiti di ultima istanza e operazioni di mercato aperto.

A tal proposito, da una parte la Banca Centrale Europea, continuò a portare avanti le sue consuete operazioni di mercato aperto e per fronteggiare la crisi si limitò ad accrescere l'ammontare dei prestiti riducendo il loro costo in relazione alla minor qualità delle garanzie e allungandone la maturità, NOTA 26 dall'altra la FED si trovo costretta a introdurre notevoli e importanti cambiamenti istituzionali; primo tra tutti ma il più radicale: il taglio dei tassi d'interesse.

14

 $<sup>^{24}\</sup>underline{\text{http://www.assbb.it/pagine/pagina.aspx?ID=Archivio}} \ \ \underline{\text{Pub001\&L=IT\&news}} \ \ \underline{\text{from=20150101\&news}} \ \ \underline{\text{to=20170101}}$ 

Per quanto riguarda il periodo che va dal 2010 al 2012 questo ha assunto caratteristiche particolari all'interno dell'area euro; in particolar modo il grado di stress finanziario e di percezione del rischio non si palesò in egual maniera tra i paesi dell'Europa e dell'Almerica.

Ripercorreremo ora in maniera sintetica quanto accaduto.

È la fine del 2009, quando scoppia il caso della Grecia; il nuovo governo appena insediatosi aveva infatti radicalmente rivisto le stime sul bilancio, l'Europa chiedeva interventi immediati. Nel frattempo ripetuti interventi della Bce avevano portato i tassi dell'Eurozona all'1 per cento e i listini azionari avevano reagito con una rimonta che prometteva quasi la ripresa. Proprio fra l'ottobre del 2009 e il giugno del 2010 si consolidava però un fenomeno che ancora oggi caratterizza i mercati. Si assisteva infatti a un ripiegamento dei mercati al quale però seguiva una ripresa dell'azionario Usa, mentre la crisi diventava sempre più europea e i mercati Ue tornavano a perdere terreno.

All'inizio del 2010 cominciavano a scricchiolare le economie del Portogallo e della Spagna. La Bce approntava il Securities Markets Programme che le consentiva di intervenire nel mercato dei titoli di Stato, ma gli interventi erano molto limitati perché la Germania e altri Paesi membri avversano fieramente la mutualizzazione del debito europeo che ne poteva seguire. Il direttorio della Bce annunciava regole più rigide sui collaterali delle banche e in estate venivano pubblicati degli stress test sulle maggiori banche europee.

Nel novembre del 2010 anche l'Irlanda chiedeva aiuto all'Europa. A fine anno veniva progettato il fondo salva-stati permanente.

Nell'aprile del **2011** anche il Portogallo chiedeva aiuto all'Europa, curiosamente nello stesso mese la Bce di Trichet alzava all'1,25% i tassi d'interesse.

Nel di novembre Mario Draghi diventava il nuovo presidente della Banca centrale europea. Quell'anno il Consiglio europeo approvava un'importante riforma della governance economica europea nota come six-pack: in pratica gli Stati europei si sottoponevano a controlli sul budget e sul bilancio pubblico accettando una politica di rigore.

È la fine 2011 quando i tassi d'interesse scendevano all'1 per cento, a fronte delle decisioni di Mario Draghi.

A dicembre viene varato il secondo pacchetto di aiuti per la Grecia e i leader europei varano il "fiscal compact".

Nel luglio del 2012 scoppia però la crisi di **Cipro** che chiede aiuto all'Unione europea dopo che le perdite sui titoli greci hanno messo in crisi il suo sistema bancario. In quei giorni anche la Spagna è alle prese con la necessità di una ristrutturazione del proprio settore bancario, l'Eurogruppo si dice disponibile a un corposo, ma condizionato, intervento.

Di fronte ai timori di una frantumazione dell'Eurozona a "la Bce è pronta a fare tutto quello che è necessario per difendere l'euro; la Banca centrale respinge le spinte speculative sul crollo dell'euro e costruisce una forte barriera anti-crisi che dà un nuovo orientamento a tutto il dibattito sulla crisi del debito sovrano nell'Eurozona. Le banche centrali hanno risorse per definizione illimitate e quasi sempre gli speculatori che le hanno sfidate ne sono risultati sconfitti. Il 6 settembre del 2012 la Bce articola il proprio intervento annunciando le Outright Monetary Transactions (OMT).

Nel frattempo, su spinta della Commissione europea, prende corpo un progetto di Unione bancaria che garantisca un approccio sistemico alle crisi finanziarie nell'Eurozona. Fra i pilastri di questo progetto in corso d'opera spicca l'attribuzione alla Bce di un potere di vigilanza unificato sulle banche "sistemiche" europee.

Nel marzo del 2013 si aggravano le condizioni del sistema finanziario cipriota, anche in questo il ruolo della Bce appare fondamentale. Di fronte alle incertezze di Nicosia e al timore di un ritardo negli interventi l'Eurotower minaccia di bloccare il sistema di finanziamenti emergenziali noti come ELA (Emergency liquidity assistance) il 25 marzo del 2013 se non sarà raggiunto un accordo per un piano di rientro economico del Paese. In altri termini la Bce minaccia di tagliare i fondi alle banche del Paese se questo non prenderà delle decisioni immediate. Successivamente si arriverà a un prelievo forzoso sui depositi oltre i 100 mila euro, a una loro conversione in titoli bancari, a un accorpamento della seconda banca del Paese nella prima e ad altre misure molto dure per Cipro. Sul fatto che il modello cipriota sia da ritenere un esempio (negativo) per il resto d'Europa si dibatte ancora oggi. Ma la questione questa volta è davvero politica. (Borsa Italiana).

#### 1.7 La risposta della Fed alla crisi

Con lo scoppio della crisi, le banche hanno smesso di scambiarsi fondi sul mercato interbancario per l'esplosione del rischio di credito e di liquidità e tutto ciò ha provocato l'aumento del tasso LIBOR. Ma come una banca centrale può intervenire per ripristinare il corretto funzionamento del mercato interbancario<sup>25</sup>.

I principali interventi posti in essere dalla Fed sono stati: il taglio per ben 6 volte il target sul tasso dei fondi federali per un ammontare complessivo di 300 bps: da 5,25% a 2,25%; il taglio del premio sulle operazioni di *primary lending* da 100 a 50 e poi 25 bps sul target del tasso sui *federal funds*; la creazione e l'espansione del "*Term Auction Facility*" (TAF); il cambio del preesistente *security lending programme* nel "*Term Securities Lending Facility*" (TSLF); l'estensione delle linee di credito ai *primary dealers* con le "*Primary Dealer Credit Facility*" (PDCF); ha autorizzato il prestito a favore di JP Morgan per l'acquisizione di Bear Stearns.

Il principale strumento introdotto in questo periodo sono le *Term Auction Facility* (TAF); attraverso queste la FED può fornire grosse quantità di riserve a più di 7000 banche commerciali per un periodo di 28 o 35 giorni.

L'introduzione ed il successivo ripetersi delle TAF, ha permesso una graduale diminuzione dello spread. Una ragione che spiega perché le TAF hanno funzionato bene, a differenza delle tradizionali operazioni di mercato aperto, rivolte solo a 19 *primary dealers*, mentre le TAF a quasi 7.000 banche. In altre parole, con la crisi finanziaria i *primary dealers* hanno smesso di redistribuire la liquidità in eccesso acquisita con le operazioni di mercato aperto. La seconda grossa innovazione introdotta dalla FED è stata l'innovazione apportata alle *Term Securities Lending Facility* (TSLF).

La FED per molti anni ha prestato titoli ai *primary dealers* su base *overnight*. Molto spesso i tesorieri dei *primary* dealers, nello svolgimento delle loro funzioni, vendono e promettono di consegnare delle *securities* che materialmente non possiedono, contando sulla loro abilità a procurarsele in tempo per la scadenza della transazione. Se il *primary dealer* non riesce ad ottenere il titolo in tempo per la scadenza della transazione può richiedere la security in prestito alla FED. Il TSLF ha modificato il precedente programma di *lending securities* in

17

http://www.assbb.it/pagine/pagina.aspx?ID=Archivio Pub001&L=IT&news from=20150101&news to=20170101

due direzioni: la scadenza non è più overnight, ma di 28 giorni, e la gamma di titoli accettati come collaterale per attivare l'operazione è stata ampliata. Infine, con le *Primary Dealer Credit Facility* (PCDF) la FED ha cercato di estendere la sua funzione di *lender-of- last resort* alle banche di investimento e ad altri brokers. Per contrastare la crisi, la FED ha inoltre introdotto le *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), ossia una *facility* che procura liquidità agli operatori che forniscono credito al consumo.

In aggiunta a questi nuovi strumenti, la FED ha condotto con altre banche centrali (in particolare la BCE) numerose operazioni di "*currency swaps*". Lo scopo è stato quello di rendere disponibili consistenti quantità di dollari per le banche commerciali che non operano nel mercato statunitense e non possono partecipare alle aste della FED e che fronteggiano una scarsità di dollari, necessari per far fronte ai loro impegni finanziari.

#### 1.8 La risposta della BCE di fronte alla crisi

In analogia con quanto osservato per la FED, si analizza la situazione del mercato monetario europeo e gli interventi della Banca Centrale Europea.

L'obiettivo del SEBC è enunciato dall'articolo 105 del Trattato sull'Unione Europea, secondi il quale<sup>26</sup>:

"l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2".

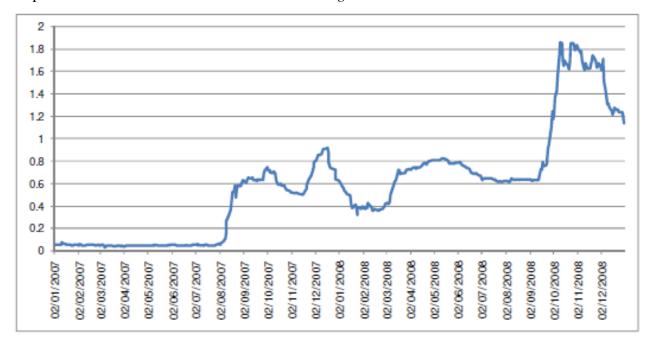
A differenza della FED che non ha una gerarchia di obiettivi preordinata, l'obiettivo prioritario del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi.

#### 1.8.1 Lo scoppio della crisi nell'area euro

Per spiegare lo scoppio della crisi nell'area euro e il conseguente intervento della BCE, consideriamo la figura sottostante dove è è rappresentato il differenziale tra il tasso Euribor a 3 mesi ed il tasso Eonia. Il tasso Euribor a 3 mesi rappresenta il costo di fondi a 3 mesi

<sup>&</sup>lt;sup>26</sup> http://europa.eu/pol/pdf/qc3209190itc 002.pdf

presi a prestito da una banca nel mercato interbancario, mentre il tasso Eonia misura l'aspettativa del mercato sul valore del tasso *overnight* Eonia nei tre mesi successivi<sup>27</sup>.



Spread tra Euribor a 3 mesi e l'EONIA Swap a 3 mesi (gennaio 2007 - dicembre 2008); valori percentuali.

Come si può osservare nella figura lo *spread* aumenta in modo considerevole con l'inizio del mese di agosto 2007, si mantiene elevato fino a settembre 2008 e addirittura raddoppia nell'ottobre 2008.

Alla fine di dicembre 2008, lo *spread* risulta essere in calo dal picco di novembre 2008, ma si mantiene sempre su di un livello piuttosto elevato. Tutto ciò indica la presenza di uno stato di forte stress nel mercato monetario.

Gli interventi posti in essere dalla BCE, a differenza della FED, non hanno introdotto nuovi strumenti di politica monetaria, ma, al contrario, ha fatto ricorso ad operazioni di *fine tuning* e a medio/lungo termine.

Volendo sintetizzare i principali interventi, la BCE questi è possibile riassumerli nelle seguenti fasi<sup>28</sup>:

diminuito i tassi di interesse dal 4,25% al 2%;

La differenza tra questi due tassi di interesse è (analogamente a quanto già visto precedentemente) il premio che una banca prenditrice di fondi nel mercato interbancario paga per il rischio di credito e di liquidità.
 Seppure definito in modo diverso, esso fornisce lo stesso tipo di informazione desumibile dallo spread LIBOR – TBILL a tre mesi utilizzato in precedenza per gli USA.

<sup>&</sup>lt;sup>28</sup>http://www.assbb.it/pagine/pagina.aspx?ID=Archivio Pub001&L=IT&news from=20150101&news to=2 0170101

- effettuato due *Longer Term Refinancing Operations* addizionali, con scadenza tre mesi, puntualmente sempre rinnovate alla scadenza;
- introdotto, nel marzo 2008, una *Longer Term Refinancing Operation* straordinaria con scadenza sei mesi per un importo pari a 25 miliardi di euro;
- introdotto una *Term Refinancing Operation* speciale nel settembre 2008;
- rinnovato (ottobre 2008) ed aumentato da 25 a 50 miliardi di euro la *Longer Term Refinancing Operation* straordinaria introdotta nel marzo 2008;
- fornito, con la FED ed altre banche centrali, liquidità in dollari in varie date.

Dall'analisi effettuata in precedenza è possibile vedere come i problemi emersi nel mercato del credito immobiliare abbiano avuto pesanti ricadute sul funzionamento del mercato monetario, sia negli USA sia in Europa. L'emergere delle insolvenze e l'opacità degli scambi su strumenti di finanza strutturata hanno condizionato il comportamento dei partecipanti al mercato, facendo prevalere un equilibrio di *liquidity hoarding*, nel quale la diffidenza verso le controparti e le aspettative hanno giocato un ruolo importante. La rete di rapporti interbancari, che normalmente assolve alla positiva funzione di ridistribuire gli shocks di liquidità, si è rivelata in questo frangente un canale di trasmissione della crisi finanziaria. Quest'ultima ha trovato un meccanismo di amplificazione nel comportamento pro-ciclico del *leverage* degli intermediari, in particolare delle *investment banks* statunitensi. La crisi di liquidità ha investito il mercato monetario nel suo insieme, coinvolgendo anche strumenti diversi dai depositi interbancari, quali la carta commerciale.

L'intervento delle banche centrali è stato massiccio. Oltre ad una riduzione marcata dei tassi d'interesse di riferimento, la Fed e la BCE hanno effettuato numerose e cospicue immissioni di liquidità. La Fed ha ampliato la gamma dei suoi interventi. La BCE ha allungato la scadenza media delle operazioni di rifinanziamento. Questi provvedimenti hanno avuto un effetto evidente nei bilanci delle due banche centrali, che hanno registrato una considerevole espansione.

Il conseguente impatto espansivo sull'offerta di moneta pone preoccupazioni per le implicazioni che ciò potrebbe avere in futuro sulla dinamica dei prezzi. Interventi mirati a garantire la stabilità del sistema finanziario finiscono per interferire con la politica monetaria.

D'altra parte, l'efficacia degli interventi delle banche centrali è stata assai limitata.

L'immissione di liquidità non ha al momento sortito gli effetti desiderati: i problemi sul mercato monetario sono continuati per un lungo periodo di tempo e non sembrano ancora risolti.

Presumibilmente l'aumento dei finanziamenti concessi dalle banche centrali, per loro natura, sono riusciti a ridurre il rischio di liquidità, ma hanno avuto scarso impatto sul rischio di credito.

L'inadeguatezza degli strumenti tradizionali del prestito d'ultima istanza pone difficili interrogativi sulle modalità di gestione della crisi da parte delle autorità monetarie.

## 1.9 Le soluzioni: Il fiscal compact e Il Troubled Asset Relief Program Il fiscal compact

I mesi precedenti la firma di questo trattato sono stati tra i più difficili nella storia dell'euro e dell'Unione Europea, in quanto le economie di molti paesi, in particolar modo quelli del mediterraneo erano stati messi in grande difficoltà dalla crisi, trovandosi costretti ad indebitarsi per far fronte alle loro spese nonostante le ridotte entrate fiscali, questi paesi non hanno potuto fare altro che offrire tassi d'interesse sempre più alti agli investitori per ottenere denaro in prestito.

La Grecia si trovo inoltre costretta a dichiarare default anche se in maniera parziale rinegoziando le condizioni del suo debito, e senza due prestiti internazionali da centinaia di miliardi di euro avrebbe dichiarato bancarotta; anche la Spagna, il Portogallo e Cipro ebbero bisogno dei soldi della comunità internazionale per tenersi in piedi.

Una delle iniziative mosse in quel periodo dai paesi dell'Unione Europea fu il Fiscal Compact, un trattato per stabilire norme e vincoli validi per tutti i paesi firmatari e intervenire in particolare sulla politica fiscale dei singoli paesi. Sia simbolicamente sia materialmente, comportò la cessione di una fetta della propria sovranità economica di ogni paese a un ente sovranazionale, l'Unione Europea.

Il Fiscal Compact in questo senso non fu una novità assoluta, anzi: i sui predecessori più importanti furono il Trattato di Maastricht, entrato in vigore l'1 novembre 1993, e il Patto di stabilità e crescita, sottoscritto nel 1997.

Questo venne firmato da tutti i 17 paesi che all'epoca facevano parte dell'eurozona (dall'1 gennaio 2014 si è aggiunta la Lettonia, che lo aveva già firmato), che cioè dispongono dell'euro come moneta corrente, cioè Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia,

Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna. È stato anche firmato da 7 altri membri dell'Unione Europea non appartenenti all'eurozona, cioè Bulgaria, Danimarca, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, stato firmato da Gran Bretagna Repubblica I quattro punti fondamentali del trattato sono<sup>29</sup>: l'inserimento del pareggio di bilancio, vale a dire un sostanziale equilibrio tra entrate e uscite di ciascuno Stato in disposizioni vincolanti e di natura permanente preferibilmente di natura costituzionale; in Italia infatti è stato inserito nella Costituzione con una modifica all'articolo 81 approvata nell'aprile del 2012; il vincolo dello 0,5 di deficit "strutturale" quindi non legato a emergenze rispetto al PIL; l'obbligo di mantenere al massimo al 3 per cento il rapporto tra deficit e PIL, già previsto da Maastricht; per i paesi con un rapporto tra debito e PIL superiore al 60 per cento previsto da Maastricht, l'obbligo di ridurre il rapporto di almeno 1/20esimo all'anno, per raggiungere quel rapporto considerato "sano" del 60 per cento.

All'interno del Fiscal Compact una delle norme criticate è stata quella inerente il vincolo di del 3 per cento, ritenuto da alcuni troppo basso per permettere allo Stato di indebitarsi per tagliare le tasse o finanziare investimenti e attività in favore della crescita, anche se la più contestata in assoluto è stata quella che prevede la riduzione del rapporto fra debito e PIL di 1/20esimo all'anno.

In realtà, come spiegato bene da esperti e analisti, il Fiscal Compact non "impone" nessun taglio della spesa pubblica né obbliga l'Italia a fare tagli anche solo vicini ai 50 miliardi all'anno.

Come spiega bene Davide Maria De Luca<sup>30</sup> «quello che le regole del fiscal compact ci impongono di ridurre è il rapporto tra il debito pubblico e il PIL. Se ripaghiamo il debito, agiamo sul numeratore, diminuendolo. Per ridurre il rapporto si può però percorrere anche un'altra strada: alzare il denominatore», cioè aumentare il PIL.

#### **Il Troubled Asset Relief Program**

La crisi e i conseguenti problemi scatenati da questa, convincono la Fed e il Tesoro ad adottare una risposta coordinata e sistemica nella gestione della crisi, che si concretizzerà con la votazione da parte del Congresso del Troubled Asset Relief Plan il c.d. piano TARP nel mese di ottobre 2008.

<sup>&</sup>lt;sup>29</sup> http://www.ilpost.it/2014/04/17/fiscal-compact/

<sup>&</sup>lt;sup>30</sup> De Luca D.M, Dizionario delle balle dei politici, 2014

Il piano TARP consentirà al Dipartimento del Tesoro americano di acquistare o assicurare fino a 700 miliardi di dollari di 'assets problematici', come: mutui ipotecari di natura residenziali o commerciali e qualsiasi tipo di titoli dalle obbligazioni o a qualsiasi altro strumento finanziario a loro legati, l' acquisto di qualsiasi altro strumento finanziario che il segretario del Tesoro, avendo consultato il direttore della Fed e un comitato del Congresso, reputasse

In sostanza, il Tarp ha permesso al Tesoro di assorbire i titoli tossici di dubbio valore ancora in possesso delle istituzioni bancarie, al fine di stabilizzare, ripristinando la fiducia tra gli istituti di credito, il sistema finanziario internazionale.

Le banche di maggiori dimensioni, sono quelle che hanno goduto degli aiuti più corposi (vedi tabella).

BENEFICIARI DEL PIANO TARP

Istituzione finanziaria	Titoli acquistati (miliardi di dollari)	Assets garantiti (miliardi di dollari)	Quota del Tarp ripagata
Citigroup	\$45,000	\$306,000	Y
Bank of America	\$45,000	\$118,000	Y
AIG (American International Group)	\$40,000		
JPMorgan Chase	\$25,000		Y
Wells Fargo	\$25,000		Y
General Motors	\$13,400		
Goldman Sachs	\$10,000		Y
Morgan Stanley	\$10,000		Y
PNC Financial Services Group	\$7,579		Y
U.S. Bancorp	\$6,600		Y
GMAC Financial Services	\$5,000		
Chrysler	\$4,000		
Capital One Financial	\$3,555		Y
Regions Financial Corporation	\$3,500		
American Express	\$3,389		Y
Bank of New York Mellon Corp	\$2,000 to \$3,000		Y
State Street Corporation	\$2,000 to \$3,000		Y
Discover Financial	\$1,230		

Fonte: Wikipedia

All'interno della prima colonna compaiono le istituzioni che hanno beneficiato del Tarp, nella seconda il quantitativo di azioni 'tossiche' acquistate dal Tesoro, nella terza colonna

gli assets garantiti dal Tesoro e all'interno dell'ultima viene indicato se gli aiuti del Tarp siano già stati ripagati.

Il Tesoro ha "acquistato" assets tossici di Citigroup e Bank of America per un valore di 45 miliardi di dollari, 40 miliardi di AIG, 25 di JP Morgan Chase e Wells Fargo, 13.4 della finanziaria di General Motors, 10 miliardi di dollari di Goldman Sachs e Morgan Stanley e così via. Inoltre, il governo ha garantito assets delle prime due banche per un valore superiore a 500 miliardi di dollari. Delle banche menzionate, JPMorgan Chase & Co., Morgan Stanley, American Express Co., Goldman Sachs Group Inc., U.S. Bancorp, Capital One Financial Corp., Bank of New York Mellon Corp., State Street Corp., BB&T Corp, and Bank of America hanno ripagato il denaro proveniente dal Tarp usando in massima parte il capitale raccolto dall'emissione di titoli azionari e obbligazioni non garantite dal governo federale<sup>31</sup>.

All'iniezione di liquidità si è aggiunta una garanzia temporanea della Fdic, l'agenzia che assicura i depositi bancari, per il nuovo debito emesso dalle banche e triennale per le istituzioni a risparmio. La Fdic, inoltre, offrirà garanzie illimitate per depositi in conti correnti che non pagano un interesse, tipicamente di proprietà di piccole aziende<sup>32</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>31</sup> Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alla crisi finanziaria, 2010

<sup>&</sup>lt;sup>32</sup> Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alla crisi finanziaria, 2010

#### CAPITOLO 2: LA PRIMA CRISI: GLI STATI UNITI D'AMERICA

#### 2.1 I fatti in breve

Dopo l'11 settembre del 2001, la FED, la Banca Centrale Americana, in risposta alla crisi della bolla di internet del 2000<sup>33</sup> e all'attacco terroristico delle Torri Gemelle, adottò una politica di stimolo economico riducendo i tassi d'interesse fino all'anno 2004<sup>34</sup>.

Il costo del denaro "basso" innescò un meccanismo di ottimismo economico; in quel periodo le imprese cominciano ad investire, aumentano i posti di lavoro, crescono i consumi e le persone sono disposte a contrarre mutui per soddisfare bisogni significativi come quello

\_\_\_\_

<sup>33</sup> A metà degli anni '90, una bolla speculativa legata alla scoperta delle nuove tecnologie informatiche ha generato la crisi del Dot.com.Come ogni altra crisi generata da una bolla speculativa, la crisi del Dot.com si è sviluppata attraverso la classica sequenza: I) estrema fiducia da parte degli investitori nelle potenzialità di un prodotto/azienda; II) crescita rapida del prezzo del prodotto; III) evento che fa vacillare le aspettative di importanti guadagni; IV) elevati flussi di vendite; V) crollo finale del prezzo del prodotto. Questa sequenza di eventi si era osservata, infatti, nel 1840 in occasione del boom delle ferrovie, nel 1920 per automobili e radio, nel 1950 rispetto ai transistor elettronici e nel 1980 per home computer e biotecnologie. Nel 1994, con la quotazione di Netscape – la società che sviluppò il primo browsercommerciale per internet prese il via un nuovo ciclo economico, definito New Economy. La New Economy si contrapponeva alla Old Economy basata prevalentemente sul settore manifatturiero. In pochi anni si assistette al sorprendente sviluppo di aziende operanti nel settore Internet o, più in generale, nel settore informatico, chiamate Dot-com companies (dal suffisso '.com' dei siti attraverso i quali tipicamente tali società operavano), agevolate anche dal basso costo del capitale in un contesto di bassi tassi di interesse (tra il 1995 e il 1999 la Banca Centrale ridusse tasso ufficiale dal L'euforia generale derivante dai concetti di 'sviluppo', 'progresso' e 'crescita', associati a un settore all'avanguardia come quello della new economy, alimentò le aspettative di futuri e continui aumenti del valore dei titoli emessi dalle aziende del comparto, a prescindere dalle informazioni espresse dai tradizionali indicatori di redditività (quali utili prodotti, indebitamento, beni materiali, disponibilità liquide, previsioni di crescita). Tali aspettative finirono con l'autorealizzarsi, a fronte dei massici acquisti di titoli '.com' che sostenevano i marcata sopravvalutazione delle verso una Lo scoppio di una bolla speculativa può essere causato, tipicamente, dalla saturazione del mercato, ossia dall'assenza di investitori disposti ad effettuare ulteriori acquisti a un prezzo che nel frattempo è diventato elevato, dall'incentivo a disinvestire per monetizzare il guadagno, ovvero dalla revisione delle prospettive di

Nel caso della bolla del *Dot-com*, inaspettatamente, a marzo 2000, i bilanci pubblicati da diverse aziende mostrarono risultati deludenti, fornendo evidenza che l'investimento nelle società del comparto poteva rivelarsi non profittevole. Le quotazioni cominciarono a calare, per effetto delle vendite da parte di coloro che intendevano disinvestire prima che i titoli in portafoglio si svalutassero ulteriormente. Il Nasdaq, l'indice azionario di riferimento, perse in tre giorni quasi il 9%. Nel corso del 2001 molte *Dot-com companies* chiusero o furono oggetto di operazioni di acquisizione e fusione. Nel 2004, solo il 50% delle società quotate nel 2000 erano ancora attive a quotazioni infinitesimali rispetto ai loro massimi. Poche le aziende solide che negli anni successivi riuscirono a crescere (*Amazon, eBay, Apple*). Un elemento tipico delle bolle speculative è costituito dall'attitudine degli individui a mettere in atto comportamenti imitativi (*herding behaviour*) ispirati all'agire comune e alle prassi maggiormente diffuse tra gli altri investitori. Sia nella fase della crescita sia nella fase dello scoppio della bolla, gli operatori di mercato, infatti, tendono a operare scelte di investimento e, rispettivamente, disinvestimento indotte dall'euforia del momento e dalla paura diffusa di perdere in pochi istanti l'intero valore dei titoli in portafoglio (il cosiddetto *panic selling*), piuttosto che da valutazioni oggettive sulle prospettive di futuri rendimenti.

<sup>&</sup>lt;sup>34</sup> Chiminazzo T., Crisi, richezza, povertà. Nuovi modelli pr affrontare la crisi e costruire nuovi scenari, 2009.

della casa. Infatti, dal 2000 l'elevata richiesta del mercato immobiliare e il suo continuo sviluppo producono un aumento fortissimo del prezzo delle abitazioni, che perdurerà fino alla metà del 2006, creando una bolla speculativa, anche conosciuta come "bolla immobiliare".

Per rendere possibile l'incentivazione "abnorme" di un mercato come quello immobiliare, le banche americane per un periodo duraturo, cominciano a concedere mutui ai cittadini con richieste di garanzie minime per importi pari al 100%-130% del valore dell'immobile oggetto del mutuo. Nascono i mutui subprime, che indicano mutui a rischio, detti anche NINJA (No Income, No Job or asset, ossia, nessun reddito, nessun lavoro o garanzia finanziaria). Nonostante la pericolosità, tale processo creditizio a rischio procede comunque. La possibilità che ciò avvenga risiede nel meccanismo di apparente ed ingannevole annullamento del rischio stesso. Alla base di questo circuito, vi sono le società di ingegneria finanziaria che progettano il prodotto tossico, attore materiale della crisi, ossia, i c.d. CDO (collarized debt obligation) e CDS (credit default swap), i quali non sono altro che i mutui immobiliari cartolarizzati e trasformati in obbligazioni. A seguire, nel circuito, le banche commerciali, cominciano ad erogare mutui immobiliari ai clienti, e mediante l'operazione di cartolarizzazione, vendono le obbligazioni derivate alle banche d'affari e le collocano direttamente sul mercato. In questo modo, tende a crearsi un circolo vizioso: la vendita delle obbligazioni strutturate non solo permette il trasferimento del rischio sul mercato finanziario, ma l'entrata di continua liquidità, derivante dalla vendita, viene utilizzata per sostenere le richieste di nuovi mutui e finanziamento e nuovamente per emettere obbligazioni. Il forte aumento dei prezzi delle case apparentemente fa sembrare che i rischi traferiti sul mercato immobiliare siano coperti dal valore del bene, inoltre il processo risulta essere agevolato dal fatto che le agenzie di rating, le quali dovrebbero analizzare questi titoli e misurarne il rischio, in maniera consapevole, mentre tendono a promuoverli come molto sicuri.

#### 2.1.1 Scoppio della bolla

A partire dal 2004 i tassi d'interesse americani cominciano a crescere e i mutui diventano sempre più costosi e i difficili da ripagare e scoppia la bolla immobiliare.

Inoltre nel 2006 l'aumento dei prezzi delle case si blocca e nel 2007 i prezzi cominciano a precipitare.

Nel 2007 a fronte di avvisaglie della crisi dei subprime, un'enorme massa finanziaria si

sposta su beni rifugio quali le materie prime (oro, petrolio, prodotti alimentari) creando un'ulteriore bolla, che velocemente si gonfia e altrettanto velocemente perde di consistenza, bruciando la ricchezza di oltre cento milioni di persone spinte al di sotto della soglia di povertà.

Le banche commerciali che avevano concesso i mutui *subprime*, con prezzi delle case in caduta iniziano a registrare perdite sempre maggiori.

I titoli basati sulle rate degli stessi mutui cominciano a non far guadagnare quanto atteso e iniziano a generare perdite.

Il loro valore sul mercato si riduce drasticamente, nessuno li vuole più acquistare e tutti li vogliono vendere. Le quotazioni vengono sospese in quanto i titoli non hanno più mercato. In quanto tali titoli erano stati acquistati dalle banche d'affari di tutto il mondo e immessi nei mercati internazionali, la crisi si estende all'intero mercato finanziario globale. Molte banche americane e grossi imperi finanziari internazionali dichiarano fallimento o pesanti insolvenze.

#### 2.2 Le conseguenza della crisi

Nella metà del settembre 2008, *Lehman Brothers Holdings Inc.*, società fondata nel 1850, attiva nei servizi finanziari a livello globale, fallisce. Il fallimento di questa, rimarrà alla storia, come uno dei più grandi fallimenti nella storia delle bancarotte mondiali: un debito di 613 miliardi di dollari e 26.000 dipendenti che si ritrovano sul lastrico.

La banca d'investimenti Americana *Merril Lynch*, fondata nel 1914 e presente in più di quaranta Paesi nel mondo, nello stesso periodo a causa di forti perdite dichiarate viene inglobata dalla *Bank of America*.

L'American International Group Inc. (AIG), nata nel 1919, fortemente esposta ad una debacle immobiliare per il ruolo di punta ricoperto nella sottoscrizione di contratti di assicurazione contro danni relativi ai *supbrime* ed altri asset tossici, è costretta a vendere i propri beni, per far fronte alle perdite miliardarie e viene messa in amministrazione controllata.

Anche la Federal National Mortagage Association (Fannie Mae) e la Federal Home Loan Mortagage Corporation (Freddie Mac), imprese private statunitensi, con supporto governativo, specializzate nella vendita di mutui e nella loro rivendita sul mercato secondario, finiscono in amministrazione controllata.

*Bear Stearns Companies Inc.*, una tra le più grandi banche d'investimento e assicurazione al mondo, fondata nel 1923, viene acquisita dalla *JP Morgan* per 1,1, miliardi di dollari e di fatto, viene salvata dalla bancarotta.

Oltre ai grandi nomi falliscono tante piccole banche ed istituzioni finanziarie in tutto il mondo.

#### 2.2.1 Le necessità dell'intervento da parte dello stato

La crisi, che scoppia nella sua massima evidenza nel settembre del 2008, è, innanzi tutto una crisi di fiducia verso il sistema finanziario, in quanto le banche non fidandosi più reciprocamente, cessano il prestito interbancario e si impone conseguentemente una crisi di liquidità.

Arrivati a questo punto si rende necessario l'intervento dei Governi e delle banche, che si è concentrato soprattutto nell'evitare che la crisi di liquidità portasse al fallimento delle banche.

L'obiettivo primario è stato quello di salvaguardare l'esistenza del sistema stesso, onde evitare effetti devastanti su tutta l'economia in un'escalation progressiva che avrebbe comportato: il crollo dei mercati azionari, il fallimento delle banche, i depositi messi a rischio, il calo del valore dei risparmi delle imprese, la difficoltà delle piccole imprese ad ottenere più prestiti, la riduzione degli investimenti da parte delle imprese e un'incontrollabile successione di licenziamenti.

I primi interventi a sostegno dei mercati finanziari sono stati a carico delle Banche Centrali con politiche di riduzione dei tassi d'interesse e facilitando l'accesso al credito<sup>35</sup>. I Governi sono poi intervenuti con un'immissione di liquidità senza precedenti a sostegno delle banche in difficoltà, in un'azione coordinata a livello soprannazionale, con l'obiettivo in primis di creare una garanzia per i prestiti tra le banche e per i depositi del cittadino, onde evitare il rischio che i risparmiatori si precipitassero presso le banche a riscuote i depositi, come era avvenuto per la banca inglese *Northern Rock*; in secondo luogo per ricapitalizzare le banche, rafforzando la base di capitale erosa all'evolversi della crisi e allontanando così il rischio di un fallimento e infine per aumentare la liquidità, consentendone la normale operatività<sup>36</sup>.

<sup>36</sup>. Chiminazzo, T, Crisi, richezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari, 2009.

28

<sup>&</sup>lt;sup>35</sup> Chiminazzo, T, Crisi, richezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari, 2009.

#### 2.3 Le responsabilità delle banche centrali

Alla base delle responsabilità bancarie vi sono in prima battuta la stabilità finanziaria e la stabilità economica; queste per assolvere questo duplice mandato hanno a loro disposizione degli strumenti. Questi sono, per quanto riguarda la stabilità finanziaria, i prestiti di ultima istanza, con i quali le autorità monetarie forniscono la liquidità a breve termine alle istituzioni finanziarie per ovviare a un'emorragia di fondi; in questo modo le banche centrali, da qualche secolo contribuiscono a placare le ondate di panico. Per quanto riguarda la stabilità economica, il principale strumento è la politica monetaria, che, in tempi normali, consiste nel manipolare i tassi d'interesse a breve termine. Se si analizza la fase acuta della crisi, quella verificatasi nel 2008-2009, è di fondamentale importanza considerare il ruolo di prestatore di ultima istanza.

Le vulnerabilità del sistema finanziario che hanno trasformato in una crisi di gravi proporzioni la flessione dei prezzi delle case, di per sé, in un primo momento non sembrava un fenomeno più minaccioso delle dot-com<sup>37</sup>.

### 2.3.1 La vulnerabilità del sistema privato, del settore privato e il ruolo di *Fannie Mae* e *Freddie Mac*

Le vulnerabilità, riguardavano prima di tutto il settore privato, in quanto, un livello troppo alto di indebitamento, dovuto forse alla grande moderazione, l'incapacità delle banche di monitorare adeguatamente i provi rischi, l'eccessiva dipendenza dei finanziamenti a breve termine, scoperti dalle banche nell'Ottocento, espone al rischio di un improvviso deflusso dei fondi; inoltre, il maggior uso di strumenti finanziari esotici, come i *credit default swap*, hanno contribuito in maniera rilevante all'aumentare della instabilità finanziaria,

2'

<sup>37 &</sup>quot;Questa bolla speculativa ha preso forma nel corso della prima, entusiastica, fase legata allo sviluppo delle soluzioni e dei servizi internet come, per esempio, quelli dei service provider e i fornitori di infrastrutture di rete. Questo ciclo, definito come new economy o «era delle dot.com», iniziò nel 1994 con la quotazione di Netscape, la società che sviluppò il primo browser commerciale per internet, e terminò a cavallo tra il 2001 e il 2002, con lo scoppio della bolla speculativa, la recessione economica e le conseguenze degli eventi dell'11 settembre 2001. Durante gli anni della new economy aumentarono in maniera esponenziale le quotazioni di nuove start-up della Silicon Valley o legate al mondo dell'innovazione tecnologica, dell'high-tech e di internet mentre gli investimenti in information technology diventano una delle caratteristiche chiave dei piani strategici delle grandi e medie aziende. Lo scoppio della bolla speculativa finanziaria portò a un rapido crollo degli indici del Nasdaq, che dal valore record del 10 marzo 2000 di 5.132,52 punti perse il 9% in tre giorni innescando poi la caduta delle quotazioni che portò alla scomparsa di molte dot.com". http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Tecnologia/B/Bolla-new-economy-e-dot-com.shtml

concentrando il rischio in particolari società o mercati. Queste le vulnerabilità del settore privato<sup>38</sup>.

Non solo il settore privato, risultava instabile, ma anche il settore pubblico e il suo punto debole si palesava prima di tutto attraverso le lacune del sistema di regolamentazione. Nonostante la loro importanza, all'interno di questo settore, alcune società e alcuni mercati non erano soggetti a una vigilanza adeguata e laddove la supervisione era prevista per legge, a volte le autorità competenti non svolgevano il loro mandato nel migliore dei modi: ad esempio non effettuavano una sufficiente azione coercitiva sulle banche per indurle a monitorare e a gestire in maniera efficace i rischi<sup>39</sup>.

Vi è inoltre un'altra lacuna significata che sono dopo la crisi è stato possibile analizzare: essendo diverse parti del sistema sottoposte alla supervisione di agenzie differenti, non si prestava sufficiente attenzione alla stabilità del sistema finanziario nel suo insieme. Sulla base di quanto detto un'altra importante lacuna del settore pubblico erano le due agenzie patrocinate dallo Stato  $Fannie\ Mae\ e\ Freddie\ Mac^{40}$ .

Queste società sono di fatto agenzie di diritto privato, con compagine azionaria e consiglio d'amministrazione, ma sono state costituite dal Congresso con lo scopo di sostenere il settore residenziale. *Fannie* e *Freddie*, non erano direttamente mutui ma fungono da intermediari tra la società di credito ipotecario è il mutuatario finale, quanto una banca che concede il prestito ipotecario, se lo desidera può vendere il credito a *Fennie* o a *Freddie* le quali a loro volta prendono tutti i mutui che hanno acquistato e li accorpano in mortagage backed securities che vengono rivenduti ad investitori. Le due istituzioni sono stati pionieri di questo approccio di base, impiegando altre società per ottenere fondi a partire dei mutui. In particolare nel vendere gli Mbs di propria emissione *Fannie* e *Freddie* offrono agli investitori una garanzia contro le perdite su crediti se i mutui sottostanti di questi Mbs vanno in sofferenza, le due agenzie risarciscono integralmente i loro detentori<sup>41</sup>.

Questo particolare aspetto a differenza degli altri aveva fatto prevedere alla FED che le due agenzie costituissero un pericolo per la stabilità del sistema finanziario in quanto non disponevano del capitale sufficiente; la situazione è aggravata dal fatto che le due agenzie

<sup>&</sup>lt;sup>38</sup> Bernanke, La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni, 2014.

<sup>&</sup>lt;sup>39</sup> i.d.

<sup>&</sup>lt;sup>40</sup> i.d.

<sup>&</sup>lt;sup>41</sup> i.d.

oltre a gli Mbs agli investitori, acquistavano anche per proprio conto volumi ingenti di questi titoli, emessi da loro stesse o da altre istituzioni private.

Anche se l'investimento era redditizio, i mutui sottostanti, non erano assicurati o garantiti, rendendo *Fannie* e *Freddie*, vulnerabili a potenziali perdite e con capitale inadeguato, esposte a rischi consistenti.

A cause della mancanza di capitali a sufficienza per coprire le perdite sulle garanzie ipotecarie concesse il 7 settembre 2008 Fannie e Freddie venivano dichiarate insolventi. La FED in collaborazione con l'autorità di vigilanza competente per le due e il dipartimento del Tesoro, ha determinato l'entità dell'ammanco, e nel corso di quel fine settimana il governo, con l'assistenza della Federal Reserve, ha posto Fanni e Freddie in regime di amministrazione controllata. Sempre nello stemmo momento il tesoro ha ottenuto dal congresso l'autorizzazione a farsi garante di tutte le passività delle due agenzie, compresi gli Mbs che avevano emesso, in modo da tutelare gli investitori. Se il governo non avesse agito in questo modo, la crisi si sarebbe intensificata notevolmente, in quanto l'esposizione degli investitori mondiali di questi a questi titoli ammontava a centinaia di miliardi di dollari.

Durante la grande depressione, migliaia di banche dichiararono fallimento, ma, almeno negli Stati Uniti, erano quasi tutte di piccole dimensioni. Diversamente da quanto accaduto nel 2008 il dissesto di molte banche minori è stato accompagnato anche da intense pressioni su alcune delle maggiori istituzioni finanziarie statunitensi. A tal proposito *Bear Sterns*, una società di intermediazione mobiliare, nel marzo del 2008 si è trovata in gravi difficoltà e il 16 di quel mese è stata acquisita da *JPMorgan Chase* con l'assistenza della Fed. L'operazione riportò un po' di calma sui mercati e durante i mesi estivi, molti cominciarono a sperare in un'attuazione della crisi finanziaria ma la situazione precipita verso la fine dell'estate a partire dall'insolvenza di Fannie e Freddi su esposta<sup>42</sup>.

#### 2.4 La bancarotta di Lehman Brothers

*Lehman Brothers*, società di intermediazione mobiliare, nella metà del settembre 2008, si torvo a subire perdite consistenti trovandosi sotto pressione non riuscendo più a incontrare chi fosse disposto ad acquistarla o a fornirle capitala trovandosi così costretta, ad avviare le procedure di fallimento.

<sup>&</sup>lt;sup>42</sup> Bernanke. *La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni*. Il Saggiatore 2014.

Il fallimento di *Lehman Brothers* non fu la causa principale della crisi, ma fu il momento in cui divenne chiaro che, molto presto, la crisi avrebbe raggiunto proporzioni globali. La società venne fondata nel 1850 da Henry Lehman e i suoi discendenti mantennero il controllo della banca fino al 1969; la banca fu sotto controllo di *American Express* dal 1984 al 1994, riacquistando l'indipendenza, con l'arrivo di Richard Fuld, l'amministratore delegato che l'avrebbe porta al fallimento ma che la fece diventare anche una delle più importanti e spregiudicate banche d'affari del paese.

Lehman offriva consulenza ad altre società, le aiutava nel collocamento di azioni o di obbligazioni in borsa e investiva il proprio denaro e il denaro altrui. Nonostante avesse una storia secolare, la vita di *Lehman* come aggressiva banca d'affari era breve, almeno rispetto agli altri colossi di *Wall Street*, e alla banca rimase sempre incollata l'immagine del parvenu senza stile.

Richard Fuld, era soprannominato "il Gorilla", la sala operativa era un caos di pile di carte, posaceneri pieni e nuvole di fumo. I suoi trader e banchieri facevano spesso una bandiera della loro trasandatezza e volgarità, in contrasto con le pose aristocratiche degli altri lavoratori nel settore. Nella classifiche delle più grandi banche d'affari, *Lehman* era quarta: davanti a *Bear Stearns* e dietro, nell'ordine, a *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley* e *Merrill Lynch*.

La crisi che portò al fallimento di Lehman fu causata da tre fattori, fortemente legati tra di loro, quali: le politiche monetarie della FED, la deregolamentazione di *Wall Street* ma soprattutto dalle scelte di Richard Fuld, il peggior amministratore delegato di sempre.

La deregolamentazione di *Wall Street*, avvenuta negli anni 2000 sotto la presidenza di Bush, permise in sostanza alle banche di fare cose molto più rischiose e di indebitarsi molto più di quanto potessero fare prima de i bassi tassi e i magri ritorni economici che provocavano le incentivarono ad essere sempre più spericolate; nasce la bolla dei mutui *subprime*, in quanto le banche avevano talmente tanti soldi fermi che non rendevano che cominciarono a prestare denaro a chiunque, anche a chi non aveva le carte in regola per restituire il prestito e nel momento in cui la FED rialzò i tassi d'interesse le rate di tutti i mutui e in particolare quelli a tasso variabile, aumentarono, molti americani non furono in grado di pagarli, le case cominciarono ad essere vendute e il mercato immobiliare crollò; Fuld e i dirigenti di *Lehman*, furono molto attiva in tutto questo processo. Lehman, banche d'affari, non erogava mutui, ma andava da piccole società finanziarie e da banche di provincia per comprare i mutui che

queste società avevano emesso. Le piccole finanziarie così si liberavano dei loro mutui, ottenevano nuovi liquidi con cui fare nuovi prestiti, mentre *Lehman* e le altre banche d'affari usavano quei mutui come garanzie per costruire complicati titoli derivati. Tutto questo portò fino alla fine del 2007, la divisione titoli immobiliari di Lehman ad essere la branca che produceva più utile.

Nel corso del 2008, dopo che la FED ebbe cominciato ad alzare i tassi, la bolla immobiliare scoppiò e la prima banca a cadere a causa di questo clima di sfiducia fu *Bear Stearns*, che venne acquisita per due dollari ad azione da *Morgan Stanley* con la garanzia del governo americano per i debiti della banca, che venne percepita dal mercato come un salvataggio. Caduta *Bear Stearns* l'attenzione si spostò su *Lehman Brothers*, che possedeva libri contabili, pieni di titoli tossici, ma dopo aver provato a salvare *Bear Sterns* pensare di salvare anche Lehman era politicamente impraticabile, in quanto: *per i democratici salvare un'altra banca voleva dire salvare gente ricchissima con i soldi dei contribuenti, per i repubblicani il salvataggio degli istituti finanziari era un'intollerabile intromissione dello stato nei meccanismi dell'economia.* 

Il fatto volle, che senza garanzie da parte del governo, nessuna banca sarebbe stata disposta a comprare *Lehman*; in un primo momento *Bank of America* si fece avanti, ma dopo qualche giorno di trattative, scelse invece di acquistare *Merril Lynch* e l'ultima speranza per *Lehman* era l'inglese *Barclays* ma anche questa chiedeva delle garanzie. Oramai era chiaro che Lehman avrebbe dovuto dichiarare bancarotta e Hank Paulson, segretario del tesoro riunendo i principali banchieri del paese disse loro, che lui non poteva garantire i debiti della banca chiedendogli così di salvare un loro concorrente. Inizialmente sembrava che nessuno fosse disposto a garantire i debiti di *Lehman*, ma dopo due giorni in cui i banchieri rimasero chiusi nel palazzo della FED, si arrivò a un accordo: ognuno di loro avrebbe garantito debiti per l'equivalente di un miliardo di euro.

Quando ormai sembrava tutto sistemato, Paulson ricevette una telefonata dal il ministro del tesoro britannico il quale riferì allo stesso che *Barclays*, non avrebbe ricevuto il permesso del governo britannico per l'acquisizione. Disperato, Paulson provò a chiamare Warren Buffett, secondo uno più ricco al mondo e più grande finanziere del paese, ma era irrintracciabile. Per Lehman non c'erano più speranze: l'unica soluzione era farla fallire nella maniera più ordinata possibile, e per fare questo c'era bisogno che dichiarasse la bancarotta prima dell'apertura della borsa di New York. Il governo non poteva decretare il fallimento

di una banca doveva deciderlo il consiglio di amministrazione e la responsabilità di chiamare Lehman ricadeva sul capo della SEC, il regolatore della borsa americana. Il capo della SEC consigliò a Lehman che la bancarotta era l'opzione migliore<sup>43</sup>.

### 2.5 Politica e crisi finanziaria: gli interventi

Fed e Governo degli Stati Uniti, non son stati in grado di diagnosticare in maniera tempestiva, ma soprattutto corretta le cause della crisi e di conseguenza la politica monetaria adottata è stata quella di iniettare moneta nel sistema, la quale però si è rilevata inefficacie. Infatti, le autorità degli Stati Uniti, tentarono in prima battuta di fronteggiare il credit crunch, attraverso, l'abbassamento dei tassi d'interesse e l'iniezione di liquidità fresca. Solo con la caduta dei titoli in borsa, Bernanke, concede un quantitativo di credito illimitato alle banche mediante un immediato abbassamento dei tassi d'interesse. Solo dopo aver iniettato liquidità per quasi venti miliardi di dollari in meno di quattro mesi, la Fed cambia direzione e nel mese di dicembre annuncia che accetterà a garanzia dei prestiti a breve termine i titoli tossici di cui le banche non riescono a sbarazzarsi. La quantità di buoni del tesoro americano in cambio di titoli tossici legati ai mutui sarà talmente massiccia che la quota degli assets della Fed investiti in obbligazioni governative passerà dal 91 percento dell'agosto 2007 al 52 percento dell'anno successivo. Nel marzo del 2008, Fed si fa garante di una linea di credito di 200 miliardi di dollari alle maggiori banche d'investimenti di Wall Street, consentendo anche a loro di porre titoli tossici a garanzia dei prestiti a breve termine, ma nonostante tutto, ciò di rileva inefficacie e il sistema entra in una trappola di liquidità, in quanto le banche, preferiscono accantonare la liquidità fornita per ripristinare le riserve valutarie gravemente assottigliate dal crollo dei loro assets, invece di riavviare la circolazione di denaro, ma soprattutto non conoscendo la relativa esposizione verso i titoli tossici, le banche non sono sicure che i crediti concessi possano essere ripagati dalle controparti. Arrivati a questo punto, una sempre maggior quota di mutui ipotecari e destinata al fallimento e tutta la liquidità del mondo non sarà in grado di contrastare l'inabilità di onorare gli impegni presenti da parte delle banche che hanno investito massicciamente in tali attività, facendo così diventare necessario il cambiamento delle misure a soccorso al sistema finanziario. A metà marzo del 2008, con il prestito a *JPMorgan*, per l'acquisto di *Bear Stearn*, la strategia della Fed diviene lampante: è lanciato un chiaro messaggio che raggiungerà il suo massimo livello. Con

4

<sup>43</sup> http://www.ilpost.it/2012/09/15/lehman/2/

l'approvazione del *Tarp*, in quanto Fed e Tesoro, avrebbero, portato avanti qualsiasi iniziativa per scongiurare il fallimento delle istituzioni c.d. "troppo grandi per fallire" fornendo una linea di credito una linea di credito di ventinove miliardi di dollari a *JP Morgan* per finanziare l'acquisizione del portafoglio di *Bearn Stearns*. I termini del contratto tra *JP Morgan* e Fed prevedono che la prima acquisisca i settori di attività ancora profittevoli di questa, al di sotto del loro valore, mentre che la Fed si accollasse il rischio di default e pochi mesi dopo viene fatto lo stesso per salvare Fanni e Freddie.

I salvataggi costeranno ai contribuenti americani altri venticinque miliardi di dollari, e anche in questo caso il messaggio era molto chiaro, ossia, il governo statunitense in prima persona avrebbe onorato gli impegni di pagamento dell'inadempiente, in caso di fallimento; ma gli interventi, anche se consistenti, non erano ancora sufficienti e infatti con il fallimento di *Lehaman* e l'assorbimento di *Merrill Lynch* in *Bank of American*, la politica entra nella gestione della crisi e dopo il crollo della <sup>44</sup>suddetta, il governo americano, temendo un ulteriore fallimento che avrebbe provocato una in maniera sistematica una crisi sul mercato, ricapitalizza il colosso assicurativo AIG con più di 80 miliardi di dollari.

# 2.6 Politiche Keynesiane

La crisi che ha colpito gli USA nasce come deflazione del debito o rallentamento dei delle attività, seguita da una deflazione degli stessi prezzi e una riduzione della leva finanziaria nei bilanci a differenza della tradizionale deflazione del reddito che la gestione keynesiana della domanda è volta a combattere.

L'impatto iniziale della crisi dei mutui è stata una perdita di ricchezza, piuttosto che una perdita di reddito, basti pensare che il più importante asset delle famiglie è la casa di proprietà e la politica di deflazione, non ha funzionato in quanto diretta alle istituzioni finanziare che possedevano le attività deflazionate, piuttosto che ai debitori, ossia, le famiglie, le indebitate dei mutui in questione. La risposta ovvia ad un declino nella propria ricchezza reale è quella di tentare di ristabilire quella ricchezza. Questo si può fare solo aumentando la quota del risparmio sul reddito, che, in assenza di altre misure, condurrà a un controproducente declino nei redditi e a un ulteriore declino nei prezzi delle attività. Si tratta della "Parabola della banana", di cui Keynes parla nel suo

 $<sup>^{\</sup>rm 44}$  Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alla crisi finanziaria, 2010

*Trattato sulla moneta* (1930). Il declino nel prezzo delle case, da solo, sarebbe stato sufficiente per fare scattare un calo dei redditi.

Qualsiasi tentativo di controbilanciarlo aumentando la spesa pubblica sarebbe stato risparmiato per ricostituire il livello desiderato di ricchezza.

Avrebbe ostacolato il declino dei redditi, ma sarebbe stato in grado contro-bilanciarlo solo se la misura dello stimolo fosse stata equivalente alla misura della perdita in ricchezza.

Questo naturale declino nella spesa delle famiglie è stato ulteriormente esacerbato dal collasso dei prestiti a breve termine attraverso il mercato dei crediti commerciali seguito al fallimento di Lehman Brothers e all'immediato aggiustamento delle scorte, che ha condotto a un rapido calo nei livelli di occupazione. Questo calo dell'occupazione ha a sua volta dato vita a un processo keynesiano standard di deflazione del reddito. Questo processo passa non per una diminuzione della quota di reddito speso, ma dalla riduzione di reddito dovuta alla perdita di impiego.

Il calo nell'occupazione e nel reddito, quindi, ha avuto una doppia causa: il tentativo di ridurre la leva finanziaria e di ripulire i bilanci riducendo la spesa, e il calo nella spesa dovuto alla perdita in occupazione: ovvero un aumento della propensione al risparmio e una caduta nel reddito dovuta alla disoccupazione.

Il Tarp è riuscito a fornire un sostegno ai prezzi delle attività detenute dalle banche e a bilanciare quelle perdite attraverso la loro ricapitalizzazione, ma non ha fatto nulla per l'altra parte del bilancio le famiglie che possedevano il collaterale deprezzato: la casa. Lo stimolo, anche se progettato in maniera appropriata, al massimo sarebbe stato in grado di bilanciare parte della crescita nel tasso di risparmio, ma era totalmente inadeguato per bilanciare la deflazione dei redditi e l'aumento nella disoccupazione dovuto al collasso dei prestiti al settore privato.

Il risultato paradossale è stato che, nonostante ci fosse un super moltiplicatore durante l'espansione, il moltiplicatore era molto ridotto durante la crisi per via dell'aumento dei tassi di risparmio, portando alla conclusione che si trattasse di uno strumento inefficace per combattere la crisi. L'unico risultato visibile è stata la stabilizzazione del sistema finanziario, il ristabilimento dei redditi dei banchieri e un aumento nel debito governativo, il che ha

condotto ad un rifiuto nel continuare ad usare lo stimolo per correggere il rallentamento dell'economia<sup>45</sup>.

#### 2.7 Il piano Tarp e il ruolo di Henry Pualson

Il segretario dell'economia Henry Paulson, con l'aggravarsi della crisi, si trovò costretto a mettere in atto un paino di salvataggi del sistema finanziario americano, che venne approvato, il 3 ottobre del 2008 dal Congresso degli Stati Uniti, per andare a soccorrere i grandi istituti di credito e le banche americane, ridotte a rischio di fallimento<sup>46</sup>, con un pacchetto di aiuti da 700 miliardi di dollari per stabilizzare il sistema finanziario americano. A tal proposito, venne delineato il piano Tarp, che prevedeva un programma di interventi statali in più fasi nel cuore dell'economia Usa, ponendo fine al modello economico della deregulation reganiana<sup>47</sup>. I piani di nazionalizzazione e di intervento nel sistema economico americano ponevano fine a un'epoca in cui l'amministrazione americana, soprattutto negli anni novanta, aveva esercitato pressioni sulle banche semipubbliche perché concedessero più credito ai ceti meno abbienti, alimentando le speranze dell'"american dream" e in una sostanziale continuità con le politiche della destra repubblicana, sulla scia del reaganismo. Questo piano d'intervento, inizialmente, prevedeva una soglia nominale massima non superiore ai 700 miliardi di dollari, ma complessivamente ammontò a 7.700 miliardi di dollari. Tale liquidità fu immessa sul mercato bancario a tassi prossimi allo zero dalla Federal Reserve, a sostegno delle banche americane nel biennio 2007-2009<sup>48</sup>.

In sostanza, il Tarp ha permesso al Tesoro di assorbire i titoli tossici di dubbio valore ancora in possesso delle istituzioni bancarie, al fine di stabilizzare, ripristinando la fiducia tra gli istituti di credito, il sistema finanziario internazionale.

Le banche di maggiori dimensioni, sono quelle che hanno goduto degli aiuti più corposi (vedi tabella).

<sup>&</sup>lt;sup>45</sup> KREGEL, Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia nella Nuova Economia Politica, 2011.

 $<sup>^{46} \</sup>underline{\text{http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza\%20e\%20Mercati/2008/10/senato-usa-approva-piano-paulson.shtml}$ 

<sup>47&</sup>lt;a href="http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/crisi-mercati-2008/pianopaulson/contenuti/contenuti-piano-paulson.htm">http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/crisi-mercati-2008/pianopaulson/contenuti/contenuti-piano-paulson.htm</a>

<sup>48</sup> http://www.repubblica.it/economia/2011/08/22/news/la fed per salvare le banche usa furono impiegati 1200 miliardi di dollari-20755255/

Tabella 1. Beneficiari del Piano Tarp.

Istituzione finanziaria	Titoli acquistati (miliardi di dollari)	Assets garantiti (miliardi di dollari)	Quota del Tarp ripagata
Citigroup	\$45,000	\$306,000	Y
Bank of America	\$45,000	\$118,000	Y
AIG (American International Group)	\$40,000		
JPMorgan Chase	\$25,000		Y
Wells Fargo	\$25,000		Y
General Motors	\$13,400		
Goldman Sachs	\$10,000		Y
Morgan Stanley	\$10,000		Y
PNC Financial Services Group	\$7,579		Y
U.S. Bancorp	\$6,600		Y
GMAC Financial Services	\$5,000		
Chrysler	\$4,000		
Capital One Financial	\$3,555		Y
Regions Financial Corporation	\$3,500		
American Express	\$3,389		Y
Bank of New York Mellon Corp	\$2,000 to \$3,000		Y
State Street Corporation	\$2,000 to \$3,000		Y
Discover Financial	\$1,230		

Fonte: Wikipedia

All'interno della prima colonna compaiono le istituzioni che hanno beneficiato del Tarp, nella seconda il quantitativo di azioni 'tossiche' acquistate dal Tesoro, nella terza colonna gli assets garantiti dal Tesoro e all'interno dell'ultima viene indicato se gli aiuti del Tarp siano già stati ripagati.

Il Tesoro ha "acquistato" assets tossici di Citigroup e Bank of America per un valore di 45 miliardi di dollari, 40 miliardi di AIG, 25 di JP Morgan Chase e Wells Fargo, 13.4 della finanziaria di General Motors, 10 miliardi di dollari di Goldman Sachs e Morgan Stanley e così via. Inoltre, il governo ha garantito assets delle prime due banche per un valore superiore a 500 miliardi di dollari. Delle banche menzionate, JPMorgan Chase & Co., Morgan Stanley, American Express Co., Goldman Sachs Group Inc., U.S. Bancorp, Capital One Financial Corp., Bank of New York Mellon Corp., State Street Corp., BB&T Corp, and Bank of America hanno ripagato il denaro proveniente dal Tarp usando in massima parte il

capitale raccolto dall'emissione di titoli azionari e obbligazioni non garantite dal governo federale<sup>49</sup>.

All'iniezione di liquidità si è aggiunta una garanzia temporanea della Fdic, l'agenzia che assicura i depositi bancari, per il nuovo debito emesso dalle banche e triennale per le istituzioni a risparmio. La Fdic, inoltre, offrirà garanzie illimitate per depositi in conti correnti che non pagano un interesse, tipicamente di proprietà di piccole aziende<sup>50</sup>.

### 2.8 Le conseguenze della crisi finanziaria

La fase acuta della crisi, databile tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009 come detto anche in precedenza ha causato: panico finanziario che ha paralizzato gli stati uniti e minacce alla stabilità del sistema finanziario globale; il ruolo di prestatore di ultima istanza svolto dalla Fed, ha fornito liquidità a breve termine per stabilizzare le istituzioni e i mercati più importanti. A fronte di tutto ciò è possibile andare ad evidenziare in prima battuta che la Fed non ha preso misure ad hoc e senza precedenti, ma ha solo reagito in maniera coerente con il ruolo tradizionale delle banche centrali, erogando prestiti di ultima istanza per placare il panico.

La crisi del 2008-2009 si è distinta da quelle del passato, per il semplice fatto che si è inserita in un diverso contesto istituzionale, perché ha interessato soprattutto le società di intermediazione mobiliare, i mercati dei pronti contro termine, i fondi di mercato monetario e i commercial paper, invece delle banche ordinarie e i loro depositanti. C'è da evidenziare che la Fed ad esempio, non ha agito sola, ma ha lavorato con le autorità degli Stati Uniti e di altri paesi. Dopo che il Congresso ha approvato il Tarp, è sceso in campo anche il dipartimento del tesoro, il quale si è incaricato di fornire alle banche i capitali di cui necessitavano, ma soprattutto il governo statunitense ha acquistato partecipazioni temporanee in molti istituti bancari.

A tal proposito la Federal Deposit Insurance Corporation (Fdic) ha svolto, anche essa un ruolo importante, ossia, ha rimosso il massimale di 250 mila dollari previsto dall'assicurazione dei depositi per i conti correnti, fornendo inoltre a fronte di una commissione, garanzie alle banche che desideravano collocare sul mercato titoli con

<sup>&</sup>lt;sup>49</sup> Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alla crisi finanziaria, 2010

<sup>&</sup>lt;sup>50</sup> Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alla crisi finanziaria, 2010

scadenza fino a tre anni, permettendo di reperire loro in maniera più agevole finanziamenti a lungo termine.

La fed ha continuato a lavorare per rafforzare il sistema bancario e finanziario e dopo la primavera del 2009, insieme ad altre autorità di vigilanza, ha effettuato una serie di stress test sulle diciannove maggiori banche degli Stati Uniti, giungendo al risultato che le banche erano in gradi di sopravvivere ad un nuovo deterioramento delle condizioni economiche e finanziarie, risultato che ha instillato notevole fiducia negli investitori e permesso alle banche di raccogliere volumi consistenti di capitali privati, rimpiazzando inoltre i fondi ricevuto dal governo durante la crisi; attraverso questo stress test, è stato possibile riattivare la macchina del credito bancario<sup>51</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>51</sup> Bernanke, La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni, 2014.

# CAPITOLO 3: LA SECONDA CRISI: IL DEBITO SOVRANO IN EUROPA

#### 3.1 Le radici della crisi

Con il trattato di Maastricht del 1992, vengono gettate le basi dell'Unione monetarie europee del 1999. Le trasformazioni anti-keynesiane, le quali erano intervenute all'interno della scienza economica, dagli anni settanta in poi, influenzarono in maniera preponderante l'accordo sotto due punti di vista; prima di tutto non si riteneva che la politica fiscale fosse necessaria a stabilizzare le economie e di conseguenza, questa non rientrò all'interno delle competenze della Banca centrale, la quale, aveva il compito di limitarsi meramente a una politica monetaria di contenimento dell'inflazione; in secondo luogo ritenendo che la gestione della domanda fosse irrilevante per la crescita, si adottò la dottrina secondo la quale la crescita risulta sempre e comunque da riforme dal lato dell'offerta, intese cioè a rendere più efficienti i mercati delle merci, del lavoro, e del capitale. Si riteneva che la disciplina del mercato unico e della moneta unica, avrebbe forzato i paesi a predisporre riforme liberalizzatrici, rendendo omogenee le varie economie, ma come tutti sappiamo le cose hanno assunto un'altra piega.

Con il tempo<sup>52</sup>È stato osservato che, le economie europee sono di due tipi fondamentali: vi sono in primo luogo economie come quelle della Germania, Olanda, Austria, Danimarca e Finlandia, che essendo orientate all'esportazione, non richiedono politiche di stimolo alla domanda interna, che, inoltre, di regola conducono ad aumenti salariali che minacciano la competitività delle esportazioni. Queste economie si sono avvantaggiate notevolmente dalla creazione dell'area euro: la moneta unica dà loro un vantaggio sui mercati dei paesi limitrofi, che non possono più svalutare le monete nazionali allo scopo di promuovere le loro esportazioni. Il secondo gruppo di economie include l'Italia, la Spagna, il Portogallo, e la Grecia. Qui lo sviluppo è trainato dalla domanda interna, ed è favorito periodicamente da politiche pubbliche di stimolo. Queste hanno effetti inflazionistici; e se, come nei paesi citati, i sindacati sono forti e divisi in varie organizzazioni, rendendo perciò difficile il coordinamento della politica salariale, crescono di conseguenza anche i salari, danneggiando

<sup>52</sup> Hall, The economics and politics of the Euro crisis, 2012.

le esportazioni. Per limiti istituzionali, tali paesi non riescono a generare i flussi costanti di piccole innovazioni tecnologiche che permettono di crescere aumentando le esportazioni.

Per effetto della diversità fra questi due gruppi di economie, una fondamentale asimmetria si è stabilita nell'Unione monetaria fin dai suoi esordi. I paesi esportatori adottarono una politica fiscale prudente, contenendo i salari e sostituendo capitale a lavoro; il secondo gruppo, invece, condusse politiche fiscali moderatamente espansive. Qui l'inflazione fu più forte che nei paesi del primo gruppo, generando salari più alti e pertanto una perdita di competitività internazionale. Fra 1999 e 2009, la crescita della domanda interna fu del 38% in Grecia, del 32% in Spagna, e del 30% in Irlanda; in Italia fu del 8%, e in Germania del 3%.

Un altro effetto dell'Unione monetaria fu il ridursi dei costi necessari agli stati membri per finanziarsi. Ciò avvenne grazie alla garanzia per i mercati rappresentata dalla Germania, e anche per effetto dell'inflazione (come detto, maggiore al sud che al nord dell'Europa), che la Banca centrale decise di non soffocare. Allo stesso tempo, negli stati europei esportatori si determinarono forti surplus nella bilancia dei pagamenti, che le banche di quei paesi prestarono massicciamente a imprese e governi dei paesi del secondo gruppo, in tal modo favorendo la loro politica di espansione della domanda interna. Ma il loro livello di indebitamento crebbe notevolmente, rendendoli vulnerabili alla crisi finanziaria che iniziò negli Stati Uniti<sup>53</sup>.

#### 3.1.1 Crisi osservazioni generali

Alla base della crisi del debito sovrano vi sono le massicce vendite di obbligazioni emesse da Italia, Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia, che si sono ritrovate costrette a pagare interessi così alti per rifinanziarsi da non essere sostenibili nel breve periodo.

Il centro della crisi risiede nell'adesione di questi paesi alla moneta europea e per questo l'interconnessione fra le crisi nazionali e il resto dell'area dell'euro è molto elevata. Bisogna specificare che l'unione monetaria europea non è affiancata dall'unione fiscale europea e di conseguenza paesi con lo stesso sistema sono liberi di applicare le misure che preferiscono relativamente alla spesa e alla tassazione, nonostante fin dal Trattato di Maastricht del 1992 gli stati si siano impegnati a contenere la spesa e l'indebitamento. I limiti di un simile assetto sono emersi pienamente nel caso greco, allorché stipendi e pensioni troppo generosi nel

<sup>&</sup>lt;sup>53</sup> Hall, The economics and politics of the Euro crisis, 2012.

settore pubblico hanno svuotato le casse, ma Atene non ha potuto stampare moneta e in tal modo risolvere il problema, in quanto, aderendo all'euro, aveva delegato la sovranità monetaria alla BCE. Ma non solo la divaricazione fra la politica fiscale e monetaria hanno contribuito all'accentuarsi della crisi, le altre sono state, il generale aggravarsi dei bilanci pubblici per effetto degli interventi richiesti dalla crisi dei mutui subprime, la recessione innescatasi nel mondo occidentale a seguito di quella crisi, la sfiducia nella costruzione economica europea da parte di molti operatori finanziari, soprattutto anglosassoni, e la conseguente speculazione al ribasso, la diffusione di CDS "nudi" quali strumenti molto efficienti e poco costosi ma niente affatto trasparenti, per prendere posizioni ribassiste, l'inedita cautela da parte delle agenzie di rating, che ora peccano nella direzione opposta, decidendo frequenti declassamenti nell'eurozona che accentuano il pessimismo degli operatori. Ma vi sono anche ragioni peculiari a ogni stato coinvolto. Da decenni l'Italia ha un debito pubblico superiore al 100% del PIL, mentre l'economia reale è stagnante (il che riduce le entrate) e si tollera una enorme evasione fiscale; la Grecia ha condotto una politica fiscale irresponsabile; il Portogallo ha speso troppo per i funzionari pubblici; i governi irlandesi sono pesantemente intervenuti per salvare le banche esposte nella bolla immobiliare del loro paese; e sono emerse le debolezze del sistema bancario spagnolo. La crisi finanziaria induce una crisi dell'economia reale dei paesi europei coinvolti a causa delle misure imposte dai governi per risanare i bilanci, ossia tasse più alte e spese più basse. L'economia reale soffre anche a causa della maggiore cautela delle banche, che, acquistati grandi volumi del debito pubblico nazionale, ora soffrono perdite a causa del suo minor valore. È quanto accade soprattutto in Italia e Spagna. La crisi del debito sovrano è così divenuta, per contagio, una crisi bancaria, generando, la crisi finanziaria genera timori e sfiducia, ossia una situazione economica in cui i privati preferiscono risparmiare piuttosto che comprare e investire. Si osservi che la crescita bassa o negativa dei redditi diminuisce il gettito fiscale perché le aliquote si applicano a una minore materia imponibile. Per altro verso, la crisi poteva essere un'occasione per realizzare riforme economiche ed amministrative rimandate da tempo<sup>54</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>54</sup>Rossi. *La crisi globale ed europea, le politiche per la stabilità finanziaria*. Banca d'Italia. Capri, 15-16 giugno 2012.

#### 3.2 La crisi sistematica nell'area euro

L'insieme degli interventi pubblici posti in essere per contrastare la crisi non venne valutato dagli operatori finanziari come risolutivo, in quanto fu messa in discussione la coerenza interna della costruzione europea. La crisi che colpisce l'Europa è del tutto diversa da quella Americana, in quanto questa è caratterizzata da eccessi di creazione di moneta, innovazione finanziaria incontrollata e di fiducia nelle capacità autoregolatrici del mercato. La natura dei problemi europei invece, affonda le sue radici in difetti, in quanto mancano parti importanti dell'edificio europeo per quanto riguarda i bilanci pubblici e la regolazione supervisione finanziaria che sorreggono il pilastro della moneta unica. È l'estate del 2011, quando segnali di rallentamento della crescita globale, timori di ripercussioni sui conti pubblici in relazione alla mancanza di solidità del settore bancario e le incertezze riguardo al coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi del debito in Grecia hanno favorito il riacutizzarsi delle tensioni. Questo ha portato al peggioramento delle valutazioni sul merito di credito degli emittenti sovrani, che si è ripercosso ed esteso sulle banche dei paesi nei cui attivi erano presenti titoli pubblici nazionali: inoltre la raccolta diventa sempre più onerosa fino all'irrigidimento. Nell'ultimo trimestre del 2011 inoltre si accentua la disomogeneità delle condizioni monetarie dell'area euro in quanto l'intensificarsi dei deflussi di capitali dai paesi più colpiti dalla crisi e una più netta segmentazione della raccolta bancaria lungo i confini nazionali aumentarono i rischi di una crisi di finanziamento delle banche di portata sistemica, causando gravi conseguenze dal punto di vista macroeconomico a fronte delle quali tra agosto e ottobre 2012 il Consiglio direttivo della BCE annunciò che avrebbe continuato a fornire abbondante liquidità al sistema bancario estendendo la durata delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine fino a un anno riavviando inoltre in seguito l'acquisto di titoli di Stato nell'ambito del Securities Markets Programme. Tra il mese di novembre e quello di dicembre furono ridotti i tassi di interesse ufficiali di 50 punti base complessivamente; quello fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali venne portato all'1 %; inoltre vengono annunciate due nuove operazioni di rifinanziamento di durata triennale, con piena aggiudicazione degli importi richiesti, ampliata la gamma di attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento e dimezzato il coefficiente di riserva obbligatoria

all'1%. Attraverso le due operazioni a tre anni, l'Eurosistema immette nel sistema bancario dell'area fondi lordi per circa 1.000 miliardi di euro (oltre 500 al netto della minore domanda

in altre operazioni a più breve termine). La liquidità immessa circola all'interno dell'area, influenzando il funzionamento dei mercati, i rendimenti e, in prospettiva, rimuovendo gli ostacoli alla normalizzazione delle condizioni di offerta del credito. La trasmissione della politica monetaria torna a essere più uniforme. Dall'estate del 2011 anche i governi e le autorità europee intrapresero nuove azioni per fronteggiare l'aggravarsi della crisi come, nuove misure per il controllo dei conti pubblici, un nuovo piano di assistenza finanziaria alla Grecia, l'ampliamento della flessibilità e della capacità di intervento dell'EFSF/ESM, l'anticipo di un anno dell'inizio dell'operatività dell'ESM (1 luglio 2012). Sempre nel 2012 entra in vigore la riforma della governance economica nota come six-pack, che include il rafforzamento del Patto di stabilità e crescita. Viene sottoscritto il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria il c.d Fiscal compact<sup>55</sup> che, tra l'altro, impegna i paesi firmatari a inserire nella legislazione nazionale, preferibilmente a livello costituzionale ed entro un anno dalla sua entrata in vigore, una norma che preveda il raggiungimento e il mantenimento del pareggio di bilancio in termini strutturali. Questa norma è stata inoltre inserita nella Costituzione italiana nel mese di aprile del 2012.

In Italia il nuovo Governo rafforza, l'aggiustamento dei conti pubblici e avvia riforme strutturali volte a rianimare la capacità di crescita dell'economia, anche se queste vano avanti come maggior fatica, a causa di diffuse resistenze nel sistema politico, ma che comunque sono riuscite a conseguire l'importante risultato di rimettere in discussione gli atavici

<sup>&</sup>lt;sup>55</sup> Il fiscal compact. È un trattato redatto in un unico esemplare in lingua bulgara, danese, estone, finlandese, francese, greca, inglese, irlandese, italiana, lettone, lituana, maltese, neerlandese, polacca, portoghese, rumena, slovacca, slovena, spagnola, svedese, tedesca e ungherese, tutti i testi facenti ugualmente fede, è depositato negli archivi del depositario, il quale ne rimette una copia certificata conforme a ciascuna delle parti contraenti». Anche chiamato «trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria». Fiscal compact ha un bel suono, per quello che non dà assolutamente l'impressione di contenere la bomba che contiene. Compact, in questa espressione da addetti ai lavori dell'economia, dediti in questo periodo soprattutto alle politiche di contenimento delle spese e alla compressione dei bilanci, è sostantivo e significa 'accordo, patto': roba seria, insomma. Nella testa di ognuno, però, galleggia l'idea, più simpatica, del 'compatto', del 'piccolo, succoso concentrato' di suoni, immagini o parole: compact, termine usato assolutamente e sostantivato, "compatta" in sé locuzioni più ampie e specificative in cui compact è attributo, come compact disc (o disk, in sigla cd; è nella lingua italiana dal 1983), oppure compact stereo (l'impianto stereofonico per l'auto, dotato di lettore cd; in italiano dal 1998), oppure ancora compact car (utilitaria di media cilindrata piccola ma dotata, in virtù di concentrazione di materia in spazi ridotti, di tutte le virtù tecnologiche delle auto più grandi di pari cilindrata; dal 1992). Talvolta, compact ritorna aggettivo posposto, ovviamente indeclinato, per definire, per esempio, l'edizione fisicamente più piccola (e magari meno costosa) di un volume a stampa (un dizionario compact inglese-italiano); in questo caso, come in quello di un impianto stereofonico casalingo di piccole dimensioni, si usa anche l'adattamento compatto, sostantivato.

meccanismi di funzionamento del settore pubblico e di quello privato che da svariati anni ostacolano la crescita nel nostro Paese. È metà marzo del 2012, quando le tensioni sui mercati tornano ad aumentare per svariati motivi, ma in particolar modo per le incertezze sul funzionamento delle istituzioni finanziarie spagnole. Ma la spagna è solo la goccia che fa traboccare il vaso, in quanto sono le incompletezze e le incoerenze della costruzione europea a essere nel mirino degli investitori e dei mercati finanziari internazionali, i quali si chiedono quanto sia veramente salda la volontà dei cittadini e dei governi europei di preservare la moneta unica, in quanto a questi dubbi occorre dare una risposta decisa, concorde, tempestiva<sup>56</sup>.

#### 3.2.1 Il Six-Pack

Il "Six-Pack<sup>57</sup>" definisce il pacchetto di riforme approvato dal Parlamento Europeo nell'ottobre del 2011 ed entrato in vigore a partire dal 12 dicembre dello stesso anno. Lo scopo di questo è stato quello di introdurre multe europee pesantissime per gli stati in materia di austerity.

Questo ha sancito la vittoria della dittatura finanziaria europea e ponendo una pietra tombale sulle parole "sovranità" e "democrazia", assicurando alla Commissione europea, organismo notoriamente non elettivo, poteri di controllo preventivo sulle politiche di bilancio nazionale e stabilendo criteri comuni per le politiche fiscali tanto dei 28 Paesi membri dell'Unione Europea quanto dei 17 facenti parte dell'Eurozona. Questo pacchetto di norme introduce meccanismi per la prevenzione e la riduzione degli squilibri, imponendo alcuni standard comuni per le statistiche, intervenendo in maniera ancora più pesante sulla sovranità economica degli stati, già compromessa dai ricatti della BCE. I parlamenti vengono espropriati delle loro funzioni di indirizzo e le finanziarie vengono decise altrove. Il nuovo autoritarismo monetario, che i tecnocrati chiamano "governance" o "six pack", introduce la sorveglianza sul debito, un meccanismo devastante soprattutto per l'Italia, in quanto un organismo superiore, senza che nessun popolo lo abbia deciso, ha il potere di imporre ai Paesi che hanno un rapporto debito/Pil superiore al 60% l'obbligo di ridurlo ogni anno del 5%.

<sup>&</sup>lt;sup>56</sup> Rossi, La crisi globale ed europea le politiche per la stabilità finanziaria, 2012

<sup>57</sup> http://arielle.altervista.org/Economia/Pillole/sixpack.htm

# 3.2.2 I sei punti del "six pack"

Dal punto di vista tecnico il "six pack" è un pacchetto di provvedimenti composto da una direttiva e cinque regolamenti. Ecco i punti qualificanti dei sei provvedimenti<sup>58</sup>:

- 1. Rapporto Wortmann-Kool (Ola, Ppe): rafforza la prevenzione sugli squilibri di bilancio: la Commissione può lanciare allarmi nel caso in cui uno stato membro non adotti politiche prudenti. Istituzionalizza il cosiddetto "semestre europeo", cioè l'omologazione delle politiche economiche dei governi su obiettivi che saranno stabiliti in comune accordo. L'accordo raggiunto prevede che, quando la Commissione rileva un motivo di allarme, lanci uno 'warning', che viene adottato immediatamente se il Consiglio lo approva a maggioranza qualificata (12 su 17). Se non lo approva, o se anche lo 'ignora', ed il comportamento persiste, dopo un 'cooling period' di un mese la Commissione ripropone un 'final warning' che avvia automaticamente la procedura di sanzione contro uno dei 17 Paesi dell'Eurozona. Il Consiglio può bloccare la procedura solo a maggioranza semplice contraria (9 su 17). Lo stato coinvolto non ha diritto di voto (ma questa è un'inezia, dato che sarà ben difficile avere una maggioranza contraria). Di fatto si dà alla Commissione Europea un potere enorme e si svuota definitivamente la sovranità economica degli Stati periferici, che saranno costretti a pesantissime misure "lacrime e sangue".
- 2. Rapporto Vicky Ford (Gbr, conservatori): riguarda la direttiva che introduce più trasparenza e indipendenza per gli istituti nazionali di statistica. Non ci saranno ancora identici criteri di bilancio tra i 28 Paesi membri dell'Unione Europea, ma vengono definiti canoni comuni e standard qualitativi che permettono una omogeneità di dati.
- 3. Rapporto Elisa Ferreira (Por, S&D): regola la prevenzione degli squilibri macroeconomici tra i 28 Paesi Ue. Stabilisce regole e procedure per i controlli. In particolare introduce il concetto di "simmetria" per cui la Commissione deve valutare non solo i deficit, ma anche i surplus. In pratica, possono essere richiamati non solo Spagna o Grecia, ma anche Germania e Olanda perché hanno consumi interni troppo ridotti.

<sup>&</sup>lt;sup>58</sup> http://arjelle.altervista.org/Economia/Pillole/sixpack.htm

- **4.** Rapporto Diogo Feio (Por, Ppe): introduce nel Patto di Stabilità e Crescita il controllo sul debito: impone agli Stati che hanno un rapporto debito/Pil superiore al 60%, la riduzione del 5% annuo per la parte eccedente. Si veda il "Fiscal Compact".
- 5. Rapporto Carl Haglund (Fin, Alde): definisce le sanzioni per gli squilibri macroeconomici. Si parte da un deposito fruttifero pari allo 0,1% del Pil, che in caso di mancato rispetto delle raccomandazioni della Commissione da parte del governo nazionale diventa prima deposito infruttifero poi si trasforma in multa pari allo 0,2% del Pil. Nel caso dell'Italia, come abbiamo detto, la multa ammonterebbe a circa 30 miliardi di euro.
- **6.** Rapporto Sylvie Goulard (Fra, Alde): definisce le sanzioni per la fase correttiva delle politiche di bilancio prevista dai rapporti Wortmann-Kool e Feio. In questo caso si parte da un deposito fruttifero pari allo 0,2% del Pil, che in caso di mancato adeguamento si trasforma prima in deposito infruttifero, quindi in multa con incameramento progressivo di "fette" di tale deposito. Inoltre stabilisce una multa pari allo 0,2% del Pil per le frodi statistiche (come sempre, per l'Italia circa 30 miliardi di euro).

I sei punti rappresentano il colpo di stato monetario che in maniera silenziosa i detentori di potere hanno portato avanti mantenendo un religioso silenzio mediatico con la complicità del parlamento e senza nessuna discussione pubblica.

### 3.3 I casi nazionali: Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia

La Grecia ha sofferto particolarmente a seguito della recessione seguita dalla crisi dei mutui in quanto i principali settori economici risentono molto di una congiuntura sfavorevole. La crescita del settore pubblico in Grecia risultava da pressioni politico-clientelari, e i servizi pubblici si palesavano così inefficienti e costosi, mentre l'evasione fiscale era ampiamente tollerata. Il debito primario, già notevole, crebbe ulteriormente nel 2009 e la Grecia si ritrovò costretta nell'aprile del 2010, ha richiedere un primo prestito al Fondo Monetario Internazionale e all'Unione Europea nell'aprile 2010, al quale ne segui uno nel 2012; tutti e due i prestiti vennero concessi a condizione che si mettessero in atto provvedimenti miranti al risanamento del bilancio. Una misura di parziale default venne concordata fra il governo greco e i maggiori investitori privati all'inizio del 2012. Ancora oggi la Grecia versa ancora in una crisi profonda, e solo a fatica si intravvede un sentiero di

sviluppo che, accrescendo le entrate fiscali, possa alleviare il processo di transizione. Nel novembre 2011, la disoccupazione complessiva era del 19,9%, e quella giovanile del 48,1%. Un altro problema è che la comunità internazionale non ritiene pienamente affidabili le controparti greche, alla luce sia dei trucchi contabili che permisero al paese di aderire all'euro nascondendo molte spese, che degli anni di irresponsabili eccessi nella spesa pubblica precedenti la crisi.

La crisi irlandese del debito pubblico, fu mossa invece alla garanzia statale offerta, alla fine del settembre 2008, alle sei maggiori banche del paese, che si erano rovinosamente esposte per finanziare l'espansione immobiliare.

L'Irlanda decise di salvare dalle perdite i detentori del debito di quelle banche; ad esempio la banca Anglo Irish, ebbe perdite per 34 miliardi di euro, a fronte di prestiti per 72 miliardi, la disoccupazione raggiunse il 14% nel 2010, rispetto al 4% del 2006, mentre il deficit raggiunse il 32% del PIL dal surplus del 2007. Il paese ottenne un prestito internazionale nel novembre 2010, volto a risolvere lo squilibrio nei conti.

Il Portogallo, nel maggio del 2011, ebbe un prestito da parte del Fondo Monetario Internazionale e dell'Unione Europea; a fronte di questo il governo si impegnò a ridurre gradualmente il deficit di bilancio, e a condurre una politica di privatizzazioni. Gli stipendi del settore pubblico, che erano stati una delle voci principali di una spesa pubblica eccessiva, furono congelati o ridotti. La riduzione del deficit prevista in un primo momento per il 2012, venne ottenuta con largo anticipo.

La Spagna invece, rispetto agli altri paesi occidentali, presentava un debito pubblico inferiore che ammontava al 60% del PIL, ma questa era grande in cifra assoluta, in quanto, era la quarta maggiore economia dell'eurozona, con il rischio di essere troppo grande per essere salvata.

Il deficit nel 2009 era notevole, l'11,2% del PIL, per scendere all'8,5% nel 2011

Anche i governi regionali hanno speso troppo, e alcuni di essi ora rischiano il default. Il problema maggiore riguarda le banche, che si sono molto esposte nella bolla immobiliare che ha retto la crescita spagnola negli ultimi anni; per salvarle è dovuto intervenire il governo nazionale.

Per quanto riguarda l'Italia il deficit non era poi così ampio ma il debito ammontava al 120% del PIL e la situazione era aggravata dal fatto che, da oltre un decennio, l'Italia cresceva meno della media europea, e che si susseguano governi che, per varie ragioni, non

hanno avuto la forza di compiere riforme sostanziali della spesa pubblica in direzione dell'efficienza. La cosa positiva è che il debito italiano ha scadenze 'lunghe' e che, come in Spagna, una parte sostanziale di esso sia detenuta da investitori nazionali<sup>59</sup>.

### 3.4 L'architettura europea

Nell'autunno del 2009 all'interno dell'Unione Europea, la Commissioni e il Comitato di Larosière, approvarono un'importante riforma in relazione all'architettura di supervisione. A tal proposito dal 2011, sono operativi, nuovi organismi, introdotti proprio dalla riforma, quali il comitato europeo per il rischio sistemico, con funzioni di vigilanza macroprudenziale e tre autorità europee di vigilanza microprudenziale, distinte in relazione al settore di intermediazione: bancario, mobiliare e assicurativo, che insieme alle autorità nazionali, costituiscono il Sistema europeo di supervisione finanziaria, ossia, European System of Financial Supervision, ESFS.

La novità di maggior importanza è l'ESRB (European Systemic Risk Board), ossia, il Comitato europeo per il rischio sistemico, con sede a Francoforte, il quale gode di piena indipendenza e esplicite responsabilità in materia di vigilanza macroprudenziale, raccogliendo informazioni rilevanti, segnalando le aree di rischio sistemico, formulando raccomandazioni per l'adozione, a livello europeo o nazionale, di interventi correttivi.

Le raccomandazioni, ossia, gli interventi correttivi, non hanno natura vincolante a livello legale, ma possono essere resi pubblici, esercitando pressioni sulle autorità nazionali ed europee responsabili; i destinatari di una raccomandazione devono in ogni caso indicare, entro un termine temporale specifico, quali provvedimenti hanno adottato, oppure spiegare perché non hanno agito.

Il Comitato europeo per il rischio sistematico è fortemente ancorato a livello istituzionale al Sistema europeo delle banche centrali e alla Banca Centrale Europea; all'interno dell'organo decisionale sono rappresentati al massimo livello la BCE e le banche centrali dei paesi dell'Unione.

Il Regolamento istitutivo riconosce alla BCE e alle banche centrali nazionali un ruolo guida nella vigilanza macroprudenziale, in virtù delle competenze e delle responsabilità loro assegnate nel settore della stabilità finanziaria. La BCE fornisce all'ESRB supporto logistico

<sup>&</sup>lt;sup>59</sup> Rossi, La crisi globale ed europea le politiche per la stabilità finanziaria, 2012

e amministrativo, lo stesso personale. L'efficacia delle politiche macroprudenziali nell'Unione europea dipenderà crucialmente dagli assetti istituzionali definiti negli Stati membri, in cui risiede la responsabilità ultima delle misure necessarie a mantenere la stabilità finanziaria<sup>60</sup>.

#### 3.5 Politiche macroprudenziali e politiche microprudenziali

La crisi ha insegnato che le politiche macroprudenziali, fino a qualche anno fa poco considerate, sono di fondamentale importanza in quanto interagiscono in maniera complessa con le politiche monetarie; è possibile andare a delineare questa interazioni, considerando in prima battuta, che, il mandato di una banca centrale moderna, in particolar modo quello dell'Eurosistema, ha come obiettivo primario, quello di mantenere i prezzi stabili nel tempo, in secondo luogo, c'è da sottolineare che un ambiente macroeconomico e finanziario stabile giova all'efficace trasmissione degli impulsi di politica monetaria, facilitando il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. La crisi di questi ultimi anni, mostra come la politica monetaria riesce in manira attiva ad influenzare diverse variabili, come i prezzi delle attività finanziarie e reali e le condizioni di offerta e di credito dell'economia, il cui andamento è di fondamentale importanza per mantenere la stabilità finanziaria. Nel capitolo precedente, è stata analizzata la straordinaria espansione del credito in relazione alla crisi degli Stati Uniti, facendo riferimento alla realtà italiana, invece, la Banca d'Italia, ha condotto degli studi empirici per analizzare le possibili complementarità, ma anche i possibili conflitti tra le politiche monetarie e la politiche macroprudenziali. A tal proposito nel 2010, Catte, Cova, Pagano, Visco, hanno valutato, attraverso un'analisi controfattuale, quale sarebbe stata l'evoluzione degli aggregati creditizi se negli anni precedenti la crisi (2002-2007) la politica monetaria fosse stata più restrittiva o si fosse messa in campo una politica macroprudenziale anticiclica: il risultato ha fatto emergere che una posizione della politica monetaria meno espansiva, annessa all'attivazione di strumenti per contenere l'espansione del credito, sarebbero riusciti a contenere la bolla immobiliare, limitandone la caduta dei prodotti.

Un altro studio che risale al 2011 di Angelini, Neri e Panetta, ha posto, invece l'accento sulla relazione del coordinamento fra politica monetari e politica macroprudenziale, facendo

<sup>60</sup> Romani, Due crisi finanziarie, 2007-2013. Modelli di sviluppo economico, 2015.

emergere che in caso di shock finanziari che alterano la capacità del sistema bancario di fare credito all'economia , può giovare ad banca centrale cooperare con l'autorità macroprudenziale fino al punto da deviare temporaneamente dall'obiettivo primario della stabilità dei prezzi a vantaggio della stabilità del sistema finanziario.

Questione non meno complessa e dibattuta è quella dei nessi fra politiche macro e microprudenziali. Queste ultime hanno dimostrato di essere fondamento della stabilità del sistema bancario, in quanto risulta impossibile andare a immaginare il successo della vigilanza macro senza il supporto di quella micro.

I due approcci appena enunciati, sono tra di loro strettamente connessi, in quanto la vigilanza microprudenziale ha come obiettivo la sana e prudente gestione dei singoli soggetti vigilati, limitando anche il rischio aggregato e la prociclicità del sistema finanziario. Gli strumenti tipici delle politiche macroprudenziali, sono:

Requisiti minimi patrimoniali<sup>61</sup>: il patrimonio di vigilanza è il patrimonio che le banche devono detenere per tutelare i creditori della banca dagli effetti dovuti a eventi rischiosi. Basilea 2, definisce come indicatore di adeguatezza del capitale di vigilanza il Total Capital Ratio, ossia, il rapporto tra il capitale da accantonare per far fronte al rischio di credito, operativo e di credito e il totale delle attività pesate per la loro rischiosità; questo rapporto non deve essere inferiore all'8%. Le tre tipologie di rischio sono così definite: il rischio di mercato è il rischio di perdite sostenute dalla banca e originate da variazioni sfavorevoli dei prezzi degli strumenti finanziari; il rischio operativo è il rischio di perdite derivanti da errori umani, problemi tecnici o di procedura, mentre, il rischio di credito è il rischio di perdite future su un credito per insolvenza del debitore (rischio di non recupero, rischio di esposizione o deterioramento della qualità del debitore). Il rischio di credito è determinato da quattro fattori: probability of default - PD: la probabilità che il debitore sia inadempiente nel far fronte ai propri impegni in un certo arco temporale; Loss Given Default-LGD: la percentuale del prestito che la banca perderà nel caso in cui il debitore sia insolvente; Exposure at Default-EAD: l'importo a rischio al realizzarsi dell'insolvenza; Maturity: è la vita residua del prestito.

<sup>61</sup>https://www.finriskalert.it/?p=524

- Coefficienti di liquidità<sup>62</sup>: rapporto tra le disponibilità, a vista e di pronto realizzo, e le esigibilità a vista ed a breve scadenza (conosciuto anche come quick ratio o acid test). Esprime il grado di liquidità di un'azienda ed è uno degli indici o ratios finanziari più significativi, ai fini delle analisi di bilancio secondo il metodo dei coefficienti. Per quanto attiene all'attività bancaria, il problema della liquidità e, quindi, la ricerca del quick ratio, riveste un ruolo del tutto particolare, date le caratteristiche operative delle banche. Infatti, queste ultime devono cercare e conservare un giusto grado di liquidità, che permetta loro, attraverso una stretta correlazione anche temporale tra le operazioni attive e quelle passive, di far fronte tempestivamente e costantemente, da un lato, alle richieste di rimborso da parte dei depositanti e, dall'altro, a quelle di utilizzo dei crediti da parte dei clienti affidati. Per quanto riguarda l'attività mobiliare, le SIM autorizzate all'esercizio, anche disgiunto, delle attività di negoziazione per conto proprio e di collocamento e distribuzione di valori mobiliari, sono tenute al rispetto di un particolare valore del coefficiente di liquidità, fissato dall'Autorità di vigilanza: in particolare, il rapporto fra le attività e le passività correnti non deve scendere sotto l'unità.
- Loan-to-value ratios<sup>63</sup>: il Loan to Value (LTV) ratio viene definito come il rapporto tra l'importo del finanziamento concesso da chi presta il denaro e il valore del bene che il prenditore intende porre a garanzia del prestito. Il LTV viene comunemente utilizzato dalle banche nell'ambito della concessione di finanziamenti nel settore immobiliare quale indicatore di rischio del prestito stesso. Esempio: un cliente della banca intende acquistare un immobile da adibire a prima abitazione del valore di 200mila euro e chiede all'istituto di credito un mutuo da 150mila euro. In questo caso il LTV è pari a 150.000/200.000=0,75 o 75%. In altre parole il soggetto finanziatore copre il 75% del valore dell'immobile, mentre il rimanente 25% viene coperto dal capitale del finanziato. In caso di mancato adempimento delle obbligazioni del soggetto finanziato la banca sa che dalla eventuale vendita dell'immobile pignorato otterrà un ricavo tale da coprire l'intero importo del finanziamento più un margine di sicurezza del 25% sul valore dell'immobile. Se ne

<sup>62</sup> http://www.bankpedia.org/index.php/it/90-italian/c/19186-coefficiente-di-liquidita

<sup>63</sup> http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/loan-value-182.htm

deduce che più il LTV è alto, minore è questo margine di sicurezza e quindi più rischiosa è l'operazione di finanziamento.

Gli strumenti sono sopraelencati, sono strumenti microprudenzali, calibrati ed utilizzati per rispondere a finalità di tipo macroprudenziale. Questi sono stati già utilizzati, sia all'interno di economie avanzate a seguito delle liberalizzazioni degli anni ottanta e novanta, in Asia a seguito della crisi degli anni novanta e in America Latina durante la crisi avvenuta in Argentina nel 2000.

Possono essere attivati da autorità micro e macro per perseguire finalità intrinsecamente differenti anche se strettamente connesse. Non possono essere escluse certamente situazioni di conflitto, che la maggior parte delle volte si palesano all'interno delle fase negative del ciclo economico, all'interno delle quali, le autorità microprudenziali, possono richiedere requisiti addizionali di capitale a presidio della solidità patrimoniale di una singola istituzione, mentre le autorità macroprudenziali potrebbero richiedere al sistema bancario nel suo complesso di utilizzare i buffer di capitale accumulati nelle fasi positive del ciclo, al fine di scongiurare un *credit crunch*<sup>64</sup>; inoltre vanno valorizzate le sinergie rispetto ai trade off e le modalità chiare di scambio informativo e di coordinamento tra le autorità, diventano uno dei fattori di successo, anche se sono necessari assetti istituzionali a livello nazionale che prevedano esplicitamente tali modalità. La sola presenza di assetti istituzionali però non basta, in quanto all'interno di un sistema finanziario soprannazionale integrato, politiche in un paese o in un'area possono riverberarsi sui sistemi finanziari di altri paesi. L'ESRB assume un ruolo cruciale nel promuovere il coordinamento, anche in via preventiva, delle politiche nazionali. Lo sforzo di reimpostazione delle regole e delle prassi di supervisione sulla finanza nel mondo e in Europa non è concluso.

Questo avviato dall'esplodere della crisi, ha incontrato molteplici ostacoli, nelle resistenze degli interessi privati colpiti, nelle culture e nelle tradizioni nazionali. In Europa, si palesa quindi necessario, un effettivo livellamento nel raggio d'azione delle banche europee contrastando la tendenza alla rinazionalizzazione dei sistemi finanziari, che mette in pericolo il mercato unico e la politica monetaria comune. La direzione in cui incamminarsi è quella

<sup>64</sup> Contrazione del credito. Congiuntura economica in cui è difficile reperire capitale d'investimento da parte di banche o investitori a causa della loro sfiducia nel mercato. La scarsità di finanziamenti fa salire il costo del

di banche o investitori a causa della loro sfiducia nel mercato. La scarsità di finanziamenti fa salire il costo del credito e rende difficile per le imprese accedervi. Il razionamento riduce o blocca l'attività di M&A e alla lunga ha un impatto sull'ammontare degli investimenti.

di uno schema uniforme di regole e di sorveglianza sul sistema finanziario, di un meccanismo comune di garanzia dei

depositanti, di un fondo unico per la risoluzione delle crisi bancarie.

Il mondo allo stato attuale delle cose si è reso conto a proprie spese che la stabilità finanziaria non è un concetto astratto, ma un valore primario delle nostre società, da perseguire e conservare con impegno e con fatica. Le politiche macroprudenziali, appositamente disegnate a quel fine, interagiscono con le politiche monetarie e con quelle microprudenziali in modi complessi. Il disegno istituzionale, le regole condivise, il coordinamento, sono essenziali.

Nell'area dell'euro la politica monetaria agisce nel pieno perseguimento del suo mandato: sostenendo la liquidità delle banche mantiene agibili i canali di trasmissione dei suoi impulsi; contribuisce così in modo fondamentale a contrastare l'instabilità. Non può essere chiamata a farsi carico permanentemente di difetti istituzionali fuori del suo ambito d'azione. È l'intero impianto federativo europeo che va ora rafforzato<sup>65</sup>.

# 3.6~L'evoluzione degli assetti di vigilanza e del quadro normativo europeo dopo la crisi finanziaria del $2007\text{-}2009^{66}$

La crisi finanziaria del 2008 ha contribuito a determinare una profonda riflessione da parte delle Autorità di vigilanza e degli Organismi internazionali su alcune importanti questioni di *policy*. È emersa la necessità di rivedere l'approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario, con particolare riferimento ad agenzie di rating, fondi speculativi e mercati cosiddetti *over the counter*. Sono stati riconsiderati alcuni comparti della regolamentazione del sistema finanziario, dai requisiti di capitale ai principi contabili, per la loro attitudine a creare un sistema di incentivi distorto e deresponsabilizzante. Si è avvertita, infine, la necessità di dettare standard più vincolanti in materia di *governance* delle imprese, soprattutto con riguardo alle politiche di remunerazione dei manager e di gestione dei rischi. Parallelamente alle criticità derivanti dal

66 http://www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari#evoluzione

55

<sup>65</sup> Romani. Due crisi finanziarie, 2007-2013. Modelli di sviluppo economico 2015.

quadro normativo, i problemi emersi in occasione della crisi finanziaria hanno messo in luce la necessità di una riforma degli assetti istituzionali della supervisione finanziaria, finalizzata anche a migliorare la gestione di rischi sistemici. È stato quindi istituito un gruppo di lavoro, composto da esperti e guidato da Jacques de Larosière, al fine di individuare alcune raccomandazioni per rafforzare la sorveglianza sul sistema finanziario europeo. In linea con le raccomandazioni del gruppo de Larosière del 25 febbraio 2009, la vigilanza europea ha quindi subito una trasformazione che, a sua volta, rappresenta un'evoluzione del precedente modello Lamfalussy.

# 3.6.1 L'evoluzione negli asset di vigilanza e del quadro normativo

A seguito delle indicazioni fornite poi nel rapporto di fine febbraio 2009, il Consiglio dell'Unione europea nella riunione del 18 e 19 luglio 2009 ha approvato la creazione di un Comitato europeo per il rischio sistemico o CERS (European Systemic Risk Board) per il monitoraggio della stabilità finanziaria a livello europeo, ridisegnando il sistema delle autorità di vigilanza europee, coinvolte anche nel processo di regolamentazione finanziaria. Infatti, contestualmente, il Consiglio ha approvato anche l'istituzione di tre nuove autorità europee (*European supervisory authorities* – ESAs) che nascono sulle ceneri dei vecchi Comitati di livello 3 (Cebs, Ceiops e Cesr).

Insieme le ESAs costituiscono il Comitato congiunto, al quale è assegnato il compito di favorire la cooperazione e la coerenza degli approcci di vigilanza adottati dalle tre Autorità europee, soprattutto rispetto ai conglomerati finanziari e alle istituzioni attive su base transfrontaliera. In particolare le Autorità europee includono:

- l'Autorità bancaria europea (in inglese, European Banking Authority EBA) per la vigilanza del mercato bancario;
- l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA) per la sorveglianza del mercato assicurativo;
- l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority ESMA) per la sorveglianza del mercato dei valori mobiliari.

La legislazione che stabilisce il Comitato europeo per il rischio sistemico è entrata in vigore il 16 dicembre 2010. Il CERS insieme alle tre autorità europee e alle autorità degli Stati Membri formano il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF).

Le ESAs sono dotate di poteri di natura prevalentemente regolamentare nonché di alcuni poteri operativi e di intervento diretto in particolari situazioni di emergenza. Le autorità nazionali continuano a esercitare la vigilanza operativa sui singoli soggetti a livello domestico; nel settore dei valori mobiliari, tuttavia, l'Esma ha poteri di vigilanza diretti su taluni soggetti, la cui operatività ha una forte connotazione internazionale (agenzie di rating e alcune infrastrutture di mercato).

Ad oggi, dunque, il quadro regolamentare europeo si compone dei seguenti strumenti:

- Atti giuridici dell'Unione Europea ai sensi dell'articolo 288 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea: direttive, regolamenti, decisioni, raccomandazioni e pareri. La direttiva vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi. Il regolamento ha portata generale, è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri. La decisione è obbligatoria in tutti i suoi elementi e, nel caso in cui designi direttamente i destinatari, è obbligatoria soltanto nei confronti di questi. Le raccomandazioni e i pareri non sono vincolanti;
- Atti delegati della Commissione Europea: ai sensi dell'articolo 290 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, un atto legislativo può delegare alla Commissione il potere di adottare atti non legislativi di portata generale che integrano o modificano determinati elementi non essenziali dell'atto legislativo. Gli atti legislativi delimitano esplicitamente gli obiettivi, il contenuto, la portata e la durata della delega di potere. Si osserva che gli elementi essenziali di un settore sono riservati all'atto legislativo e non possono pertanto essere oggetto di delega di potere;
- Progetti di norme tecniche di regolamentazione e esecuzione elaborate dalle Autorità Europee di Vigilanza, e successivamente sottoposti all'approvazione della Commissione Europea. In particolare, nel settore finanziario, tali norme sono oggetto di elaborazione da parte dell'ESMA, ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento (UE) no. Orientamenti, raccomandazioni e altri strumenti di convergenza dell'attività di

vigilanza elaborati dall'ESMA rispettivamente ai sensi degli articoli 16 e 29 del Regolamento istitutivo di tale autorità.

Contestualmente alle modifiche agli assetti di vigilanza, il quadro normativo europeo in materia di regolamentazione di mercati e intermediari finanziari, infrastrutture di mercato, trasparenza di prodotti ed emittenti, credito e intermediazione bancaria ha subito un profondo cambiamento sia a fronte dei processi di revisione di varie direttive del Financial Services Action Plan, in attuazione delle relative clausole di riesame, sia a fronte di nuove iniziative su specifici temi la cui centralità è stata evidenziata dalla crisi finanziaria.

Le innovazioni normative avviate in risposta alla crisi hanno ricondotto nel perimetro della regolamentazione mercati opachi, molto interconnessi e connotati da prodotti complessi, e pratiche operative attraverso le quali gli operatori avevano potuto espandere, in maniera non trasparente, il ricorso al debito o l'esposizione a rischi di credito, di controparte e di mercato. Essi riflettono, inoltre, le indicazioni del G20 che, in risposta alla crisi del 2008, aveva individuato un insieme di riforme rispetto a talune aree critiche del settore finanziario e della relativa vigilanza.

Per favorire la convergenza dell'applicazione della normativa comunitaria negli ordinamenti domestici, le istituzioni europee hanno emanato Direttive di armonizzazione massima, che contemplano il divieto di introdurre regole aggiuntive (divieto di *gold plating*); inoltre, in molti casi si sono avvalse dello strumento giuridico del regolamento, direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri.

### 3.6.2 Mercati e intermediari finanziari, infrastrutture e trasparenza

Nell'ambito delle risposte regolamentari alla crisi, nel 2012 è stato approvato il Regolamento UE 236/12 su vendite allo scoperto e taluni aspetti dei Cds (cosiddetto Regolamento *Short selling*), teso a disciplinare pratiche operative potenzialmente negative per i mercati finanziari in periodi di turbolenza. Tale Regolamento permette alle autorità di vigilanza di individuare le posizioni nette corte che potrebbero avere un impatto sulla stabilità dei mercati, introducendo un obbligo di notifica nei loro confronti e, al ricorrere di talune condizioni, un obbligo di trasparenza anche nei confronti del mercato. Un ulteriore presidio alla stabilità è rappresentato, inoltre, da talune restrizioni relative alle vendite allo scoperto. Il Regolamento, inoltre, legittima l'adozione di misure straordinarie da parte delle autorità

nazionali competenti sotto il coordinamento dell'ESMA, alla quale è attribuito anche un potere di intervento diretto.

Con riferimento alla revisione delle direttive del FSAP, nel 2014 si sono conclusi i negoziati relativi alla revisione della MiFID (Markets in Financial Instruments Directive). In particolare, il 15 maggio 2014 il Consiglio UE ha approvato il cosiddetto pacchetto MiFID II, composto dalla Direttiva 2014/65/UE e dal Regolamento UE 600/2014; il termine ultimo per il recepimento della Direttiva è fissato al 3 luglio 2016, mentre l'entrata in vigore di entrambi gli atti è stabilita al 3 gennaio 2017. La revisione si propone di garantire una maggiore trasparenza delle transazioni, rendere più efficace il funzionamento del mercato interno degli strumenti finanziari, tutelare gli investitori, rafforzare la fiducia e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti.

Nel 2014 si è altresì conclusa la revisione della Direttiva sugli abusi di mercato, con la pubblicazione il 16 aprile 2014 del Regolamento UE 596/2014 (MAR), direttamente applicabile negli Stati membri. Il regime penale è oggetto di una separata disciplina, la Direttiva MAD II (Direttiva 2014/57/UE), con cui si introducono ulteriori misure afflittive per gli illeciti più gravi. Il Regolamento è entrato in vigore lo scorso 2 luglio 2014 e sarà efficace a partire dal 3 luglio 2016. Entro la medesima data la Direttiva MAD II dovrà essere recepita nell'ordinamento degli Stati membri.

A partire dal 2012, hanno trovato compimento disposizioni e linee di indirizzo in materia di infrastrutture dei mercati e prodotti finanziari derivati (scambiati prevalentemente OTC) e in materia di regolamento dei titoli nell'Unione Europea e all'attività dei depositari centrali (CSDR – *Central Securities Depository Regulation*).

Il Regolamento UE 648/2012 (EMIR) accresce la trasparenza del mercato e quindi la capacità delle autorità di vigilanza di disporre di un quadro completo sulla distribuzione dei rischi all'interno del sistema finanziario, imponendo l'obbligo di comunicazione di tutti i contratti derivati conclusi, anche non OTC, a repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repositories*) soggetti a registrazione e vigilanza da parte dell'ESMA. Il Regolamento, inoltre, introduce un obbligo di compensazione e garanzia (tramite il ricorso a una controparte centrale autorizzata o riconosciuta ai sensi della disciplina dettata da EMIR) per tutti i contratti derivati OTC che presentino determinate caratteristiche in termini di standardizzazione, volume e liquidità, con l'obiettivo di arginare i riflessi sistemici dell'insolvenza di un operatore in derivati OTC.

Il Regolamento UE 909/2014, relativo al miglioramento dell'attività di regolamento dei titoli nell'Unione Europea e all'attività dei depositari centrali, completa il quadro delle iniziative comunitarie in materia di infrastrutture di mercato, affiancandosi ai provvedimenti che disciplinano le altre fasi delle operazioni in titoli (negoziazione e compensazione, disciplinate rispettivamente da MiFID II/MiFIR e EMIR). Il Regolamento contiene disposizioni in materia di autorizzazione e vigilanza dei depositari centrali che operano sistemi di regolamento titoli, in considerazione della loro rilevanza sistemica per il funzionamento dei mercati, nonché una serie di obblighi a carico dei partecipanti al mercato. Negli ultimi anni il processo normativo europeo ha registrato importanti sviluppi anche in materia di protezione degli investitori attraverso il potenziamento della trasparenza informativa. Quest'ultima è da sempre intesa come il primo presidio utile a ridurre le asimmetrie informative tra emittenti/offerenti di strumenti finanziari e investitori retail. In un contesto di libera circolazione nel mercato unico europeo, inoltre, è importante assicurare che le informazioni rese tramite prospetto siano complete e comparabili. Vanno in questa direzione la revisione delle direttive europee in materia di prospetti informativi e fondi comuni di investimento (di cui, rispettivamente, al Regolamento 486/2012 e al Regolamento 583/2010) che ha portato a una forte armonizzazione del quadro regolamentare e delle prassi di vigilanza. In questo quadro si inserisce anche il Regolamento UE 1286/2014 sui documenti informativi chiave per i prodotti finanziari preassemblati e i prodotti assicurativi di investimento (PRIIPs). Tale regolamento introduce, con riferimento a un'ampia gamma di prodotti, l'obbligo di redigere un Documento informativo (Key Information Document) in forma chiara e succinta (massimo 3 pagine) per agevolare l'investitore retail nella comprensione e nella comparazione delle caratteristiche chiave dei prodotti d'investimento. Il Regolamento sarà direttamente applicabile nell'ordinamento degli Stati membri a decorrere dal 31 dicembre 2016.

Nel 2013 sono giunti a compimento anche alcuni processi normativi in materia di emittenti. Nel mese di novembre è entrata in vigore la Direttiva 2013/50/UE, che modifica la Direttiva *Transparency*' con il duplice obiettivo di favorire una migliore armonizzazione degli obblighi di trasparenza sulle partecipazioni rilevanti e di estenderne l'ambito applicativo a «tutti gli strumenti con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne».

Nel 2014 si è concluso anche l'iter legislativo della riforma della revisione contabile, avviata dalla Commissione europea nel 2011, con l'approvazione da parte del Parlamento europeo dei testi finali. Le regole in materia di revisione ne escono rafforzate sotto molti punti di vista: viene facilitata la libera prestazione dei servizi di revisione nel mercato unico europeo; vengono armonizzate le regole tecniche per lo svolgimento della revisione; migliora la comunicazione con il pubblico attraverso un nuovo modello di *auditor reporting*; si rafforza il sistema sanzionatorio. Inoltre, le nuove norme sull'indipendenza dei revisori degli enti di interesse pubblico (tema lungamente dibattuto tra i paesi membri), innovano profondamente la regolamentazione, segnando un deciso passo in avanti rispetto al passato.

### 3.6.3 Credito e intermediazione, ruolo e struttura delle agenzie di rating

In materia di *shadow banking*, definito dalla Commissione europea nella Comunicazione del 2013 come '*un canale di finanziamento alternativo*, *essenziale per l'economia reale*, *soprattutto in un momento in cui gli operatori tradizionali del sistema bancario riducono il loro sostegno finanziario*', hanno trovato compimento le disposizioni in materia di fondi di investimento alternativi (*hedge funds*), fondi europei per il*venture capital* (EuVeca) e fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSef).

La Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (cosiddetta AIFMD) mira a contenere i rischi per la stabilità del sistema finanziario assoggettando gli *hedge funds* a una disciplina armonizzata in materia di gestione dei conflitti di interessi, trasparenza, gestione dei rischi e ricorso alla leva finanziaria. Peraltro il regime comunitario è in gran parte coerente con la disciplina già adottata in ambito nazionale.

Nel luglio 2013, inoltre, sono entrati in vigore i Regolamenti 345 e 346, che dettagliano rispettivamente la disciplina dei fondi europei per il venture capital (EuVeca) e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSef). Si tratta di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFMD e per i quali si è introdotto un regime agevolato al fine di favorire investimenti transfrontalieri in piccole-medie imprese (PMI) europee di nuova costituzione, ovvero impegnate in attività a sfondo sociale. La nuova disciplina potrebbe incentivare una più ampia raccolta di masse gestite da veicolare verso investimenti connotati da profili di liquidità e di rischio più accentuati rispetto ai tradizionali fondi comuni (UCITS). Infatti, i fondi EuVeca ed EuSef e, in generale, gli Oicr alternativi possono operare

su qualsiasi tipo di strumento finanziario e non sono ancorati al rispetto dei limiti di eligibilità e di concentrazione fissati dalla disciplina UCITS.

In materia di intermediazione bancaria tradizionale, nel corso del 2013 sono state emanate anche disposizioni che recepiscono i nuovi requisiti patrimoniali e di liquidità dettati dal Comitato di Basilea, ossia la Direttiva 2013/36/UE e il Regolamento 575/2013 (cosiddetto pacchetto CRD IV). Le nuove regole hanno innalzato i requisiti di capitale, necessario ai fini del contenimento dell'azzardo morale e dei costi collettivi di fallimento delle banche e hanno rafforzato aree della regolamentazione dell'intermediazione finanziaria ulteriori rispetto a quelle toccate dal Comitato di Basilea, con particolare riguardo alla disciplina in materia di governo societario, politiche di remunerazione e sanzioni. Particolarmente significative sono le norme sulla remunerazione che, pur non innovando radicalmente i principi preesistenti, determinano comunque taluni cambiamenti di rilievo (tra i quali, ad esempio, l'introduzione di un limite massimo al rapporto tra la componente variabile e quella fissa della remunerazione, il potenziamento dei meccanismi di aggiustamento per i rischi ex post, l'imposizione di limiti alle remunerazioni variabili nel caso in cui le banche non rispettino specifici requisiti di capitale). Tali norme si aggiungono agli orientamenti e raccomandazioni Esma relativi alle politiche e prassi di remunerazione ai sensi della Direttiva MiFID, pubblicati nel mese di giugno 2013.

A partire dalla crisi finanziaria del 2008, la disciplina sulle agenzie di rating è stata progressivamente rivisitata per tenere conto del ruolo che esse rivestono nella catena di intermediazione del credito e dell'impatto che i relativi giudizi possono avere sull'andamento dei mercati finanziari. Nel gennaio 2013, in particolare, si è concluso l'iter di approvazione del nuovo testo di Regolamento in materia di agenzie di rating. Le nuove disposizioni mirano, anzitutto, a ridurre l'eccessivo affidamento sui giudizi di rating, anche attraverso la progressiva eliminazione dei riferimenti contenuti nella normativa comunitaria e nelle misure (regolamenti e orientamenti) promananti dalle ESAs e dall'ESRB. Sono state contemplate, poi, misure in materia di rating sul debito sovrano, tese a contenere gli effetti sul mercato di cambiamenti dei giudizi; divieti e regole di trasparenza in materia di conflitti di interessi legati alla struttura dell'azionariato; un regime di responsabilità civile delle agenzie.

# 3.6.4 Dal mercato finanziario unico all'unione del mercato dei capitali e unione bancaria

La crisi del debito sovrano nell'Area euro e la recessione che ne è scaturita hanno reso evidente l'esigenza di promuovere una crescita stabile e omogenea, anche attraverso interventi regolamentari in grado di ripristinare la capacità del sistema finanziario di incanalare il risparmio verso impieghi produttivi. In tale ottica, il 18 febbraio 2015 la Commissione europea ha pubblicato ungreen paper in materia di unione del mercato di capitali (Capital Markets Union), aprendo una consultazione pubblica sulle possibili misure di semplificazione normativa e riduzione dei costi per i soggetti vigilati da introdurre per favorire l'accesso ai capitali/investimenti su base paneuropea ed eliminare vincoli e restrizioni superflui. La Commissione europea ha per ora individuato cinque priorità: i) rivedere la Direttiva Prospetto onde facilitare la raccolta di capitali soprattutto per le imprese di dimensioni minori; ii) incoraggiare la rinascita del mercato delle cartolarizzazioni; iii) favorire lo sviluppo di un mercato di private placement paneuropeo per l'investimento diretto nelle imprese di minori dimensioni; iv) migliorare la disponibilità di informazioni sulle PMI per incentivare la canalizzazione degli investimenti verso la piccola e media impresa; v) supportare lo sviluppo dei fondi d'investimento a lungo termine (ELTIF) per investire in progetti infrastrutturali e di lungo termine.

Il progetto di Unione del mercato dei capitali si affiancherebbe all'Unione bancaria, progetto già in corso di attuazione e finalizzato a interrompere il circolo vizioso tra emittenti sovrani, enti creditizi ed economia reale, ripristinare la stabilità finanziaria e porre le basi per la ripresa economica. Il progetto di Unione bancaria tiene conto, altresì, della necessità di conciliare l'esigenza di rafforzare il mercato interno dei servizi bancari con la permanenza di sistemi di vigilanza frammentati lungo confini nazionali. Nell'ambito dell'Unione bancaria, in particolare, il 4 novembre 2014 è divenuto pienamente operativo il *Single Supervisory Mechanism*(SSM), istituito dal Regolamento UE 1024/2013, al fine di attenuare le distorsioni ascrivibili ad approcci di vigilanza eterogenei e migliorare la solidità del sistema bancario, in vista di una maggiore tutela degli investitori e risparmiatori europei. Un altro fondamentale traguardo verso l'Unione bancaria è stata l'adozione nel luglio 2014 del Regolamento UE 806/2014, che istituisce un *Single Resolution Mechanism* (SRM) nell'ambito degli Stati membri partecipanti al Meccanismo unico di vigilanza, rafforzando l'integrazione del quadro di risoluzione per le banche e le imprese di investimento realizzata

dalla Direttiva 2014/59/UE *Bank Recovery and Resolution Directive*(BRRD). La Direttiva BRRD, pubblicata a maggio 2014, introduce norme in materia di risanamento e risoluzione delle crisi di banche e imprese di investimento stabilite nei paesi dell'Unione, dettando procedure armonizzate di risoluzione che dovranno essere applicate in ipotesi di dissesto o crisi degli enti soggetti all'ambito di applicazione della Direttiva. L'obiettivo di fondo perseguito nel quadro normativo così delineato è ripristinare la solidità finanziaria degli enti soggetti a risoluzione, preservandone, ove possibile, la continuità delle funzioni aziendali nonché evitare la destabilizzazione dei mercati finanziari, possibili effetti di contagio e costi a carico dei contribuenti.

# 3.7 La crisi del debito sovrano nell'area euro, gli eventi chiave e gli interventi delle autorità di politica economica e monetaria<sup>67</sup>

È l'ottobre del 2009, quando il governo greco aggiorna le proiezioni di finanza pubblica portando il rapporto deficit/Pil dal 3,7% al 12,7%, e l'agenzia di Rating Fitch porta da A ad A- il rating sul debito pubblico; nel mese di novembre dello stesso anno,il Portogallo rivede al rialzo la stima del deficit pubblico in rapporto al PIL portandolo dal 5,9% all'8%. Il 2009 finisce con il declassamento del rating sovrano della Grecia che passa: I) da A- a BBB+, per Fitch; II) da A a BBB+ per Standard & Poors; III) da A1 a A2 per Moody's,

Il Parlamento approva la finanziaria per il 2010: sono previsti forti tagli al bilancio. Nel gennaio del 2010, il Fondo Monetario Internazionale, invia una missione in Grecia per valutare un piano di assistenza finanziaria. Il governo greco approva il piano di stabilità che prevede un calo del rapporto deficit/Pil al 3% entro il 2012. Titoli pubblici a 5 anni per un ammontare complessivo di 8 miliardi di euro vengono collocati con un rendimento pari al 6% circa. Anche il governo portoghese presenta un piano di risanamento dei conti pubblici che prevede un rientro del deficit/Pil entro la soglia del 3% entro il 2013. Nonostante tali interventi a fine gennaio il differenziale nei rendimenti dei titoli di Stato decennali greci e portoghesi rispetto al benchmark tedesco aumenta superando, rispettivamente, i 400 e i 110 punti base.

<sup>67</sup> http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano

Nel febbraio 2010, l'Unione Europea approva il piano triennale di risanamento dei conti pubblici della Grecia che prevede, tra le varie misure, il congelamento dei salari ed il blocco delle assunzioni pubbliche per il 2010, la riduzione del 10% delle spese di tutti i ministeri, l'aumento dell'età pensionabile, l'introduzione di nuove imposte sui carburanti e sui dividendi azionari. Viene inoltre annunciata la prima missione congiunta in Grecia da parte di tecnici di BCE, Commissione europea e FMI "c.d. troika", finalizzata alla verifica del rispetto del piano. Il consiglio direttivo della BCE lascia all'1% il tasso di riferimento e annuncia un progressivo rientro dalle misure straordinarie di politica monetaria introdotte a fine 2008 in risposta alla crisi finanziaria dei subprime. Nel mese di marzo, i capi di stato dell'area euro trovano l'accordo su un pacchetto di sostegno finanziario alla Grecia in caso di necessità, che prevede l'intervento del FMI e prestiti bilaterali volontari da parte degli Stati membri dell'Area euro. Il mese di Aprile, vede il rendimento decennale greco superare il 7% a inizio aprile. L'Eurogruppo vara il piano di assistenza finanziaria (emergency loan facility) per un ammontare di 45 miliardi di euro (di cui 15 messi a disposizione dal FMI). Le agenzie di rating internazionali declassano il debito pubblico greco a junk bond. Seguono interventi di downgrading per altri Paesi dell'Eurozona, quali Spagna, Italia, Irlanda, Portogallo e Cipro. Il 27 aprile Standard&Poor taglia di due gradini il rating dei titoli di stato portoghesi portandolo da A+ ad A-. Il 28 aprile Standard&Poor taglia il rating del debito a lungo termine della Spagna portandolo da AA+ ad AA.

I rendimenti degli altri paesi dell'Eurozona con maggiori squilibri nei conti pubblici aumentano, riflettendo la percezione da parte degli investitori di un rischio sovrano crescente. Conseguentemente cresce lo spread (ossia la differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi in difficoltà (definiti anche Paesi periferici) e il rendimento dei titoli di Stato tedeschi, considerati un investimento privo di rischio per la solidità dell'economia della Germania) che raggiunge i 270 punti per il Portogallo e i 110 punti per la Spagna. Il Governo greco vara una manovra rigorosa, da 40 miliardi di euro, che prevede fra l'altro l'azzeramento delle tredicesime e quattordicesime degli impiegati pubblici, l'aumento dell'età pensionabile, dell'IVA e di altre imposte indirette.

Nel maggio del 2010 i paesi dell'Eurozona e il FMI approvano un prestito di salvataggio per la Grecia di 110 miliardi di euro, dei quali 30 da parte del FMI, subordinato alla realizzazione di severissime misure di austerità. La BCE istituisce il Securities Market Program (SMP), finalizzato all'acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario per controllare la dinamica

degli spread. Nel mese di giugno l'Eurogruppo approva la creazione dello European Financial Stability Facility (EFSF), fondo intergovernativo di durata triennale, dotato di garanzie fornite dagli Stati partecipanti per un ammontare complessivo di 440 miliardi di euro. L'istituzione di tale fondo ha lo scopo di potenziare i meccanismi di stabilità dell'area dell'euro e di fornire sostegno finanziario agli Stati membri in difficoltà. Al capitale dell'EFSF partecipano i 17 paesi della zona euro che forniscono garanzie irrevocabili e incondizionate. La partecipazione dei singoli stati viene definita in base alla partecipazione al capitale della BCE. Nel sostegno finanziario agli Stati europei in difficoltà alla dotazione dell'EFSF si aggiungono 60 miliardi dello European Financial Stabilization Mechanism (EFSM), messi a disposizione dalla Commissione europea e garantiti dal budget dell'Unione europea (a cui possono accedere anche gli Stati europei non aderenti all'euro) e 250 miliardi forniti dal Fondo Monetario Internazionale; il mese successivo vengono resi noti i risultati degli stress test sul sistema bancario europeo condotti dall'EBA, su mandato dell'Ecofin, finalizzato ad una verifica dello stato di salute del sistema bancario e della capacità delle banche di resistere a condizioni economiche sfavorevoli senza aver bisogno di nuove risorse patrimoniali. Negli stress test sono coinvolte 91 grandi banche europee di cui solo per 7 si rilevano carenze patrimoniali (5 banche spagnole, una tedesca e una greca). Nel mese di settembre, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria annuncia una riforma del regime patrimoniale degli istituti di credito che prevede un innalzamento di tutti i presidi a salvaguardia dei rischi fronteggiati dalle banche in modo da garantirne una maggiore solidità. La riforma prende il nome di Basilea III e contiene numerose norme destinate ad entrare in vigore gradualmente a partire dal 2013.Il mese di novembre 2010 Emerge la crisi del sistema bancario in Irlanda. Il Governatore della banca centrale irlandese rivela che le perdite delle banche domestiche ammontano a 85 miliardi di euro (pari al 55% del PIL). Le istituzioni europee con la partecipazione del FMI approvano un piano di sostegno per l'Irlanda. Il prestito ammonta a 85 miliardi di euro e prevede l'intervento dell'EFSF. L'Irlanda si impegna a varare una manovra correttiva di 15 miliardi di euro in quattro anni con tagli alla spesa pubblica e aumenti di imposte. Il mese di dicembre, vede l'istituzione da parte dell'Eurogruppo, dell'European Stability Mechanism (ESM), meccanismo di gestione permanente delle crisi che sostituirà l'EFSF a partire dal primo luglio 2013. L'ESM avrà una capacità di prestito effettiva pari a 500 miliardi (a fronte di un capitale sottoscritto di 700 miliardi, 80 sotto forma di capitale versato dagli Stati membri dell'area dell'euro nell'arco temporale di cinque anni a partire dal 2013e la parte rimanente costituita da una combinazione di capitale richiamabile e di garanzie fornite dagli Stati). Il contributo di ciascuno Stato al fondo di salvataggio si baserà sulla quota di partecipazione al capitale della BCE. L'ESM potrà concedere sostegno finanziario ai paesi che ne faranno richiesta previa un'approfondita analisi di solvibilità. Qualora l'analisi rivelasse una situazione di insolvenza, per accedere ai finanziamenti dell'ESM lo Stato membro sarebbe tenuto a negoziare con i creditori privati un piano di ristrutturazione del debito. Moody's abbassa di cinque gradini il rating del debito sovrano irlandese portandolo da Aa2 a Baa1. Fitch lo abbassa di tre gradini (da A+ a BBB+). Anche il rating del Portogallo subisce un downgrade da parte di Fitch (da A+ ad AA)

All'inizio del 2011 l'EFSF emette titoli destinati a sostenere l'Irlanda, con due emissioni di 5 miliardi di euro di bond quinquennali ad un rendimento oscillante tra il 2,59% e il 2,89%. L'euro tocca il minimo da 4 mesi sul dollaro (1,28). Lo spread dei titoli decennali italiani rispetto ai Bund supera i 200 bps, quello degli spagnoli è a 271, dei portoghesi a 425, irlandesi a 625, greci a 965. Nel mese di marzo, viene aumentata la capacità di finanziamento dell'EFSF (da 440 a 780 miliardi di euro) e dell'ESM (fissata a 550 miliardi di euro). L'EFSF potrà acquistare, in regime di condizionalità, titoli di Stato dei paesi membri sul mercato primario. Viene accolta la richiesta di una rinegoziazione del prestito concesso alla Grecia (riduzione del tasso dal 5,2% al 4,2%, allungamento della scadenza da 5 a 7 anni e mezzo) in cambio di un nuovo piano di austerità e di privatizzazioni. In Portogallo il forte squilibrio nei conti pubblici aggravato dalla recessione in atto porta il Paese a ufficializzare la richiesta di aiuti all'UE, per una cifra tra i 60 e gli 80 miliardi di euro, nel mese di Aprile. L'aumento dell'inflazione nell'Area euro su livelli superiori al 2% (che rappresenta l'obiettivo primario della banca centrale nel perseguimento della politica monetaria) porta la BCE ad alzare il tasso di interesse di riferimento di 25 bps a 1,25%. Nel mese di maggio, viene siglato l'accordo fra il Governo portoghese e UE, BCE e FMI (cosiddetta Troika) per la concessione di un prestito di 78 miliardi di euro in tre anni. Il piano di aggiustamento dei conti pubblici prevede un taglio del deficit dall'8,6% del PIL nel 2010 al 5,9% nel 2011, al 4,5% nel 2012 e al 3% nel 2013 e privatizzazioni per 5,5 miliardi di euro da effettuarsi già nel 2011.Le agenzie di rating rivedono al ribasso numerosi rating sovrani. Standard & Poor's porta da stabile a negativo il proprio outlook sull'Italia ritenendo "deboli le attuali prospettive di crescita". La stessa agenzia taglia ulteriormente il il rating della Grecia da BB- a B, seguita

da Fitch (da BB+ a B+). Lo spread sui titoli decennali greci rispetto a quelli tedeschi sale 13.650 punti base, con un effetto trascinamento per quanto riguarda i titoli di altri Paesi europei (Irlanda 7.636; Portogallo 6.667; Spagna 243; Italia 171; Belgio 118). A giugno S&P e Moody's abbassano ulteriormente il rating sovrano della Grecia (ad un livello inferiore alla B). Emissione dell'EFSF a sostegno del piano di aiuti per il Portogallo. L'Eurogruppo rinvia il via libera alla quinta tranche di aiuti alla Grecia (per 12 miliardi di euro). Viene inoltre raggiunto in sede europea un accordo sui punti fondamentali del Trattato istitutivo dell'ESM (le cui emissioni non godranno di priorità nel rimborso) e sul rafforzamento della capacità di prestito effettiva dell'EFSF. Il Parlamento greco approva una manovra da oltre 28 miliardi di euro in cinque anni (metà maggiori entrate fiscali e metà tagli alla spesa) e dà il via libera ad un piano di privatizzazioni per 50 miliardi mentre proseguono le trattative per la messa a punto di un piano di rinegoziazione del debito. Il Consiglio dei ministri in Italia vara una manovra da 47 miliardi di euro in 4 anni che punta ad un sostanziale pareggio di bilancio nel 2014. Mario Draghi viene nominato presidente della BCE. Il Comitato di Basilea raggiunge un accordo sui requisiti aggiuntivi di capitale (da 1% a 2,5% in più rispetto alle soglie di Basilea 3) per le grandi banche di rilevanza sistemica, da sottoporre all'approvazione FSB dopo un periodo di consultazione. Nel mese di luglio i Ministri delle finanze dell'Eurogruppo ed il FMI sbloccano la quinta tranche del prestito da 110 miliardi di euro concesso alla Grecia mentre si discute della partecipazione dei finanziatori privati ad un piano di rinegoziazione del debito. Intanto proseguono i downgrade del rating dei paesi europei in difficoltà (Moody's taglia di quattro gradini il rating del Portogallo, di un gradino il rating dell'Irlanda di tre gradini quello di Grecia e di due gradini quello di Cipro; Standard & Poor's taglia di tre gradini il rating greco). Lo spread dei titoli portoghesi decennali rispetto ai Bund tedeschi supera i 1.000 p.b. (quello dei BTP tocca i 202).

Con un tasso di inflazione ancora elevato, in particolare per effetto del forte rialzo del prezzo dei beni energetici, la BCE decide di alzare il tasso di interesse di riferimento dell'Area euro di ulteriori 25 punti base, portandolo a 1,50%.

Viene ampliata la dotazione del fondo salva-stati (EFSF), che passa da €440 a €780 miliardi di euro di garanzie. Viene inoltre trovato un accordo sull'ampliamento della capacità operativa dell'EFSF con possibilità di acquisti di titoli del debito pubblico sul mercato secondario e di partecipare alla ricapitalizzazione delle banche. Vengono inoltre rivisti i dettagli del piano di aiuti alla Grecia con un allungamento della durata e diminuzione dei

tassi di interesse dei prestiti già concessi e il possibile coinvolgimento del settore finanziario privato nella ristrutturazione del debito in base ad opzioni ancora da definire (swap, rinnovo automatico, buy-back): si parla di un contributo di 37 miliardi. L'EBA rende noti i risultati dei nuovi stress test effettuati su 90 banche europee. Solo otto hanno un Core Tier 1 inferiore al 5% mentre sedici si collocano fra il 5% ed il 6%. Nel complesso positivi i risultati dei cinque gruppi bancari italiani presi in considerazione, uno solo dei quali è in questo secondo gruppo.

Ad Agosto La BCE inizia ad acquistare titoli di Stato italiani e spagnoli sul mercato secondario attenuando lievemente l'incremento degli spread tra i rendimenti dei titoli pubblici dei paesi europei in difficoltà e il bund tedesco. A causa delle forti turbolenze che coinvolgono anche i mercati azionari l'ESMA vieta le vendite allo scoperto per 15 giorni in Belgio, Italia, Francia e Spagna. Anche le autorità di vigilanza nazionali assumono provvedimenti volti a mitigare la turbolenza dei mercati. Nel frattempo vengono predisposte diverse manovre correttive da parte dei governi dei paesi dell'Area euro con maggiori squilibri nei conti pubblici (cosiddetti paesi periferici). Nel mese di settembre le condizioni di liquidità nel sistema bancario appaiono critiche, tanto da muovere la BCE a realizzare una operazione di rifinanziamento in dollari di concerto con altre 4 banche centrali (Fed, Banca d'Inghilterra, Banca centrale svizzera e Banca del Giappone). Standard & Poor's declassa il rating dell'Italia di un gradino (da A+ ad A) sulla scia della crescente instabilità politica. È ottobre quando, la BCE annuncia due operazioni di rifinanziamento a 1 anno, il prolungamento delle operazioni a più breve termine e l'acquisto di 40 miliardi di obbligazioni bancarie garantite. I capi di Stato e di governo dell'Area euro raggiungono un accordo su un insieme di misure che rendono più rigoroso il controllo dei conti pubblici dei paesi membri. Tale accordo (noto come six pack) comporta l'obbligo di recepire nella legislazione nazionale, a livello costituzionale o equivalente, regole di bilancio coerenti con quelle fissate in ambito europeo con il Patto di stabilità e crescita; tali regole devono prevedere un meccanismo di correzione automatica delle eventuali deviazioni la cui conformità alle regole comunitarie. Proseguono i downgrade del rating sovrano dei paesi europei (Moody's declassa il rating dell'Italia di tre gradini, da Aa2 ad A2; Fitch declassa Italia, da AA- ad A+, e Spagna, da AA+ ad AA-). Segue il declassamento di diverse istituzioni finanziarie (in Italia Standard & Poor's declassa 24 banche; nel Regno Unito Moody's declassa 12 istituti finanziari). Il Consiglio europeo dà mandato all'EBA di condurre un "esercizio di capitale"

sul sistema bancario europeo al fine di verificare la necessità di ricapitalizzare le maggiori banche europee. A n**ovembre, l**a Grecia annuncia l'intenzione di sottoporre a referendum le nuove misure di austerity necessarie per rispettare il piano di risanamento concordato in ambito europeo. Aumentano le turbolenze sui mercati finanziari con forti ribassi dei corsi azionari e repentini incrementi dei rendimenti dei titoli pubblici. In Italia, tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 lo spread BTP-BUND supera i 500 punti base e i tassi di interesse a breve dei BTP raggiungono 1'8%. Nella prima riunione del Consiglio direttivo della BCE presieduta da Mario Draghi la banca centrale taglia il tasso di riferimento di 25 punti portandolo a 1,25%. Alla fine dell'anno, la BCE, oltre a tagliare il tasso di riferimento dell'Area euro di altri 25 punti base (portandolo all'1%) decide di ampliare il novero di misure di politica monetaria non convenzionali al fine di contrastare la riduzione dell'offerta di credito da parte delle banche dei Paesi in difficoltà a famiglie e imprese. In particolare, la BCE vara due operazioni di rifinanziamento (*Long Term Refinancing Operations* – LTROs) a tre anni, per un ammontare complessivo di oltre 1.000 miliardi di euro al tasso agevolato dell'1%. Nella prima asta vengo assegnati fondi a più di 500 banche europee per un ammontare di 490 miliardi. A seguito dell'esercizio sul capitale l'EBA presenta una raccomandazione formale alle maggiori banche europee in cui evidenzia la necessità di procedere a ricapitalizzazioni per circa 115 miliardi di euro entro il 30 giugno 2012.

Con l'inizio del 2012, proseguono i downgrade del debito sovrano di numerosi paesi europei<sup>68</sup> e nel mese di febbraio nel corso seconda LTRO a 3 anni vengono assegnati fondi a 800 banche europee per un ammontare lordo di 530 miliardi di euro. L'Eurogruppo raggiunge un nuovo accordo sulla ristrutturazione del debito greco, che comporta prestiti per 130 miliardi e una riduzione del valore nominale dei titoli pubblici detenuti da creditori privati del 50% circa (che comporta un taglio dello stock di debito di oltre 100 miliardi). Proseguono i tagli del rating sovrano dei paesi periferici dell'Eurozona (Moody's abbassa il rating di 6 paesi europei ossia Italia, Spagna, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Malta). Sulla scia dei declassamenti del merito di credito pubblico proseguono i declassamenti degli istituti creditizi (Fitch abbassa il rating di 5 banche e Standard & Poor's di 34 banche, tra cui i principali gruppi). A marzo v iene approvato il Fiscal compact, un accordo tra 26 Stati membri dell'Unione europea (eccetto il Regno Unito) sulla partecipazione a un nuovo patto

<sup>&</sup>lt;sup>68</sup> (Standard & Poor's declassa il rating di nove paesi europei ossia, Italia, Francia, Austria, Spagna, Cipro, Malta, Portogallo, Slovacchia e Slovenia cui si aggiunge il declassamento del rating del fondo salva Stati EFSF che perde la tripla A; Fitch declassa il rating di 5 paesi europei ossia Italia, Spagna, Belgio, Cipro e Slovenia).

fiscale che comporterà un coordinamento più stringente delle politiche economiche nazionali. In particolare con il fiscal compact si stabilisce che il deficit strutturale non possa eccedere lo 0,5 per cento del Pil e che il debito pubblico in rapporto al Pil debba diminuire ogni anno di un ammontare pari a 1/20 della distanza tra il suo livello effettivo e la soglia del 60 per cento. Sono previsti tuttavia fattori attenuanti e deroghe, in modo da permettere agli Stati membri di utilizzare la politica fiscale in chiave anticiclica o in risposta a shock esogeni. Ad aprile, il sistema bancario spagnolo mostra segni di vulnerabilità, connessi alla recessione in atto e alla crisi del mercato immobiliare. Cominciano a diffondersi indiscrezioni circa l'intenzione del governo di creare una bad bank in cui far confluire i crediti problematici delle banche spagnole. Standard & Poor's declassa 11 istituti di credito del Paese, mentre a maggio, Bankia, terzo istituto di credito spagnolo nato dalla fusione di diverse banche di piccole dimensioni richiede un sostegno pubblico di salvataggio di 19 miliardi di euro. Standard & Poor's declassa il rating di Bankia e di altre 4 banche spagnole. Nel mese di giugno la Spagna dichiara l'intenzione di chiedere un sostegno finanziario all'Europa finalizzato alla ricapitalizzazione del sistema bancario. I paesi dell'Area euro si rendono disponibili a fornire fondi per un ammontare di 100 miliardi di euro attraverso i fondi salva Stati ESM ed EFSF per i quali si raggiunge un accordo che prevede la possibilità di intervenire direttamente nel salvataggio degli istituti di credito. Fitch e Moody's abbassano di 3 gradini il merito di credito della Spagna. Anche Cipro chiede l'intervento dei fondi salvataggio pubblici diventando così il quinto paese europeo a farne richiesta. La crisi è connessa al deterioramento del quadro congiunturale ma anche alla forte esposizione delle banche cipriote verso i maggiori istituti della Grecia. Fitch declassa il rating di Cipro a livello spazzatura. Nel mese di luglio l'Eurogruppo approva il sostegno finanziario alla Spagna di 100 miliardi di euro tramite lo EFSF. Nel frattempo si aggravano le tensioni finanziarie in Spagna con il dissesto di alcuni enti territoriali che chiedono aiuto al governo centrale. La sfavorevole congiuntura economica determina un calo dell'inflazione. Conseguentemente la BCE taglia di 0,25 punti percentuali del tasso di riferimento dell'Area euro portandolo allo 0,75%, il livello più basso di sempre. Ad agosto, le e dichiarazioni del governatore BCE, Mario Draghi, ("l'euro è irreversibile" e "la BCE è pronta a fare tutto il necessario") favoriscono un progressivo calo delle tensioni sui mercati finanziari alimentando aspettative positive degli investitori circa il mantenimento da parte della BCE di un assetto espansivo della politica monetaria per lungo tempo. Nel mese di settembre, la BCE annuncia l'Outright Monetary Transactions (OMT), ovvero si dichiara disponibile ad acquistare titoli governativi in quantità illimitata nel caso in cui lo spread mostri dinamiche incompatibili con la corretta trasmissione dei segnali di politica monetaria. L'OMT frena le pressioni speculative sui titoli dei Paesi periferici e sui mercati dei titoli governativi prevalgono condizioni più distese. Nel 2013 la BCE annuncia ulteriore misure: acquisto sul mercato secondario dei titoli governativi europei, operazione straordinaria di finanziamento al mercato bancario a 3 anni, abbassamento dei tassi di interesse. A marzo, Cipro chiede un ampliamento degli aiuti forniti da UE, BCE e FMI e si impegna ad attuare una serie di riforme. A maggio la BCE taglia di 25 punti base il tasso di riferimento dell'Area euro portandolo allo 0,50%, mentre a novembre taglia di 25 punti base il tasso di riferimento dell'Area euro portandolo allo 0,25%. Nell'aprile del 2014, dichiara la propria disponibilità a intervenire con misure non convenzionali e apre la strada al quantitative easing europeo, mentre a giugno, rafforza la propria politica monetaria espansiva con l'annuncio di varie misure. Da un lato viene ulteriormente ridotto il tasso ufficiale di finanziamento di 10 punti base allo 0.15%; questo intervento porta il tasso di remunerazione dei depositi delle banche detenuti presso al BCE ad un livello negativo (-0,1%). Dall'altro viene annunciata l'introduzione di una nuova misura non convenzionale di politica monetaria ossia le operazioni di rifinanziamento a lungo termine "targeted" (Targeted Long Term Recinancing Operations) per 400 mld, volte ad incentivare l'erogazione di prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario dell'area euro. Il programma è suddiviso in due fasi. Nella prima fase l'ammontare massimo di prestiti che la BCE concederà alle banche dell'eurozona sarà pari a 400 miliardi di euro, corrispondente al 7% dei portafogli crediti delle banche nei confronti del settore privato al 30 aprile 2014, ad eccezione dei mutui immobiliari. I fondi verranno allocati nel corso di due aste in programma a settembre e dicembre 2014. La seconda fase consiste invece in sei aste trimestrali che verranno condotte nel periodo marzo 2015 e giugno 2016.

L'ammontare cumulato di fondi aggiuntivi che la BCE erogherà alle banche sarà parametrato, in questo caso, al flusso di crediti netti erogati nel periodo di riferimento secondo un meccanismo che incentiva le banche a incrementare gli impieghi verso imprese e famiglie. La BCE annuncia infine di aver intensificato i lavori preparatori all'acquisto diretto di Asset Backed Securities e covered bond. Si partirà con l'acquisto dei covered bond da metà ottobre e degli ABS nel quarto trimestre. A settembre e a dicembre del 20124, si tengono le prime due aste TLTRO. Il totale assegnato è di poco superiore ai 200 miliardi di

euro. Cominciano inoltre gli acquisti di ABS e covered bond. Crescono le attese di un prossimo quantitative easing. Nel gennaio del 2015, la BCE annuncia l'estensione del programma di acquisti di ABS e covered bonds anche ai titoli pubblici dell'Area euro (Expanded Asset Purchase Programme, EAPP o cosiddetto 'quantitative easing'). La durata del programma EAPP è sostanzialmente indeterminata. L'intervento, infatti, è destinato a durare almeno fino a fine settembre 2016 ma potrebbe proseguire fino a quando l'inflazione non sarà tornata stabilmente su livelli prossimi all'obiettivo di medio periodo della BCE (ossia attorno al 2% annuo). Il programma prevede acquisti di titoli (pubblici e privati) fino a 60 miliardi di euro mensili per un ammontare complessivo di circa 1.140 miliardi di euro, di cui si stima 900 miliardi di titoli emessi da istituzioni pubbliche. La ripartizione degli acquisti per paese sarà fatta in proporzione del contributo delle banche centrali nazionali al capitale della BCE (mantenendo una certa flessibilità negli acquisti mensili) e riguarderà titoli con scadenze comprese fra 2 e 30 anni. Con riferimento all'Italia, in base alle operazioni effettuate dalla BCE sul mercato secondario a marzo 2015, si può stimare che l'acquisto di titoli pubblici si attesterà, alla fine del programma, attorno ai 150 miliardi di euro (equivalente all'11,6% delle titoli in circolazione e al 30% circa delle emissioni previste per il biennio 2015-2016).L'intervento della BCE contribuisce alla stabilizzazione delle condizioni dei mercati, consolidando aspettative positive degli investitori e attenuando la percezione del rischio associato al debito sovrano dei paesi con maggiori squilibri di finanza pubblica

# CAPITOLO 4: LA STORIA, LA CRISI E MODI DIVERSI DI PENSARE

### 4.1 Introduzione

La teoria economica moderna si concentra principalmente sul funzionamento di un'economia di mercato, come quella dell'Italia o degli Stati Uniti, e l'efficacia del mercato è oggi apprezzata sempre più in tutto il mondo. In nessun posto il fascino del mercato è più intenso che nei paesi socialisti, dove gli spontanei scambi decentrati tra imprese private e famiglie sono stati coercitivamente repressi. Sul finire degli anni ottanta i muri delle economie pianificate dell'Europa Orientale sono stati abbattuti, e quei paesi hanno iniziato una rapida transazione verso l'economia di mercato. La lezione della storia recente è che gli ideali economici possono abbattere i muri e rovesciare i governi. È proprio alla drammaticità di questi eventi che oggi giorno è dedicata l'attenzione dei mezzi di comunicazione. Ma quali sono le radici storiche ed intellettuali dei sistemi socialisti? Non è possibile ignorare i sistemi economici non di mercato e le critiche mosse dal capitalismo. Duramente questo secolo il marxismo ha preteso l'obbedienza di quasi due miliardi di persone, mentre il socialismo è stato è stato difeso da molti grandi pensatori occidentali. Cinquant'anni fa, nel mezzo di una grande depressione e tra eserciti di lavoratori disoccupati, gli economisti ed i leader politici erano ossessionati dall'idea che il capitalismo fosse condannato. Quali eventi hanno condotto al rifiuto del modello marxista ed al trionfo del mercato?

## 4.2 L'evoluzione del pensiero economico

Il pensiero economico, ebbe origine in Aristotele e continuò attraverso gli insegnamenti degli scolastici medievali. Questi primi accenni riguardavano in gran parte dottrine normative, come quella del "giusto prezzo", che aveva la pretesa di descrivere il vero valore di un bene; gli scolastici inoltre, condannarono l'interesse sui prestiti come un'usura ingiusta e le proibizioni dell'usura sopravvivono ancora oggi, in molti paesi, sotto forma di tassi d'interesse massimo per legge.

I primi pensatori sistematici furono forse i mercantilisti del XVII e del XVIII secolo. Questo gruppo di autori ideò politiche destinate a rafforzare il potere degli Stati nazionali emergenti. Particolarmente potenti in Inghilterra e in Francia, essi sposarono l'accumulazione dell'oro e del'argento e promossero provvedimenti protezionistici, come le leggi sulla navigazione della Gran Bretagna che finirono per accendere la Rivoluzione americana. A tal proposito,

le pratiche mercantilistiche stimolarono parecchie idee; David Hume, propose il suo brillante meccanismo dei flussi internazionali d'oro per dimostrare come l'afflusso d'oro, patrocinato dai mercantilisti avrebbe finito per alzare i prezzi anziché la produzione. Il gruppo di economisti, noti come fisiocratici reagì con forza agli eccessi dei mercantilisti francesi. I fisiocratici dichiararono che l'agricoltura era l'unica forma di sovrappiù economico, tendando di eliminare le restrizioni agli scambi commerciali nei settori dei cerali ed in alti. Un notevole modello di del sistema economico come flusso circolare, ancora oggi proposto dai manuali di economia fu proposto da Quesnay, medico di corte di Luigi XIV, il quale pose in rilievo i differenti elementi del sistema economico strettamente connessi tra di loro, come i vasi sanguini dell'organismo<sup>69</sup>.

#### 4.2.1 L'economia classica

L'albero genealogico della teoria economica, vede confluire le sue prime influenze nella pubblicazione del 1776 di Adam Smith la ricchezza delle nazioni, che segna la nascita della teoria economica moderna.

Smith, dopo aver iniziato le sua carriera come filosofo morale, intraprese gli studi di economia politica, i quali culminarono proprio con la pubblicazione della sua opera. I contributi di Smith, furono innumerevoli: studiò i fondamenti dei prezzi e la distribuzione del reddito, analizzo varie teorie del salari e compì uno dei primi studi empirici dell'inflazione. Ma di tutti i suoi contributi all'analisi economica, il più audace fu il riconoscimento del fatto che il meccanismo di mercato è un ordine naturale capace di autoregolarsi. Vide che il sistema dei prezzi organizza i comportamento delle persone in modo automatico, senza direzione centrale. Ai mercantilisti bramosi di interferire con i mercati Smith infatti disse:

Voi credete di aiutare il sistema economico con le vostre benintenzionate leggi ed interferenze. Ma non è così. In un sistema liberisti, l'olio dell'interesse personale continuerà a far funzionare gli ingranaggi economici in modo miracoloso. Non sono necessari programmatori; non c'è bisogno di alcun governo che promulghi editti per controllare i prezzi o imporre la quantità da produrre. Il mercato risolverà tutti i nostri problemi.

<sup>&</sup>lt;sup>69</sup> Samuelson e Nordhaus, Economia quattordicesima edizione, 1993.

Adam Smith era un esperto studiosi di fatti storici, politici ed economici, e si basava sulle vaste conoscenze pratiche anziché sul ragionamento astratto, quando scrisse famose parole riguardo la mano invisibile<sup>70</sup>.

Ogni individuo... non si propone di promuovere l'interesse pubblico, ne sa in quale misura di fatto lo promuova, e mira soltanto alla propria sicurezza, soltanto al proprio guadagno personale: e in ciò è guidato da una mano invisibile, che lo spinge a perseguire uno scopo estraneo alle sue invenzioni. Perseguendo il proprio interesse, egli spesso promuove quello pubblico con un'efficacia superiore a quella che ottiene quando si propone realmente di promuoverlo.

Smith non poté dimostrare l'esistenza della sua dottrina della mano invisibile. E, in verità, fino alla fine degli anni quaranta nessuno sapeva come provare, o persino, enunciare correttamente, il nocciolo di questa proposizione sull'efficienza dei mercati perfettamente concorrenziali.

L'approccio di Smith, fu invece quello di dimostrare attraverso esempi; a tal proposito elencò innumerevoli casi di follie connesse ai governi, esplorò la storia antica e contemporanea per ricavare esempi come l'interferenza a fine di bene dei governi negli affari economici aveva avuto effetti dannosi sulle nazioni.

I molti meriti attribuibili a Smith, non sono sufficienti a spiegare perché La ricchezza delle nazioni abbia avuto una notevole influenza sul secolo seguente. Ebbe importanza il fatto che le classe imprenditoriali, avevano bisogno d'un portavoce per i loro interessi e Smith fornì l'ideologia liberistica che serviva ai loro scopi, offrendo sostegno intellettuale alla libera impresa con il minimo d'intervento pubblico. Ciò non deve portar a pensare che Smith fosse un tirapiedi delle classi imprenditoriali; in realtà egli nutriva una sana diffidenza per gli imprenditori. Smith era decisamente a favore della gente comune, ma la sua promulgazione al liberismo derivava dalla convinzione che la regolamentazione pubblica avrebbe prodotto inefficienza ed alti prezzi, danneggiando i consumatori. A suo giudizio, sostituite le imprese monopolistiche con la regolamentazione pubblica del sistema economico, avrebbe probabilmente peggiorato la situazione. Le concezioni eclettiche e pragmatiche di Smith capitalismo<sup>71</sup>. rivoluzione e l'età dell'oro del introdussero la industriale Cinquanta anni dopo la pubblicazione della *Ricchezza della nazioni*, fu scoperta la legge dei rendimenti decrescenti.

<sup>&</sup>lt;sup>70</sup> Samuelson e Nordhaus, Economia quattordicesima edizione, 1993.

<sup>&</sup>lt;sup>71</sup> Samuelson e Nordhaus (1993), Economia quattordicesima edizione, Zanichelli

Proprio quando la rivoluzione industriale andava neutralizzando nel mondo occidentale i sinistri effetti di quella triste legge, Malthus enunciava la *legge ferrea dei salari*, sostenendo che la crescita della popolazione avrebbe ridotto inevitabilmente i salari dei lavoratori ai livelli della pura sussistenza.

La figura centrale dell'epoca fu David Ricardo, dal cui pensiero derivano sia l'economia neoclassica che quella moderna, Ricardo non andò mai all'università. Nato da una famiglia benestante, fu diseredato dal padre, per essersi sposato fuori dalla fede ebraica e lasciato con 800 sterline. Dopo dodici anni si ritirò dall'attività di agente di cambio con un gruzzolo di qualche milione di sterline. Quando era già affermato e ricco, gli capitò di leggere Adam Smith. Giudicò che vi fossero errori fondamentali nell'analisi macroeconomica, e si lasciò persuadere a scrivere i *Principi di economia politica e tassazione*, che lo resero famoso.

Uno dei contributi di Ricardo è un'analisi esaustiva della natura della rendita economica, teoria che allo stato attuale delle cose sopravvive ancora tutt'oggi intatta. Egli presentò un'analisi accurata del valore-lavoro; analizzò inoltre le modalità del commercio internazionale, proponendo una visione rudimentale della legge del vantaggio comparato, secondo cui le nazioni dovrebbero importare od esportare in conformità ai loro costi relativi e non assoluti. Ma il suo risultato principale, fu l'analisi delle leggi della distribuzione del reddito in un'economia capitalistica.

Dal 1820 al 1870, per ben cinquant'anni Ricardo ipnotizzò economisti e politi. Ma come Malthus, egli scommise sul cavallo sbagliato dei rendimenti decrescenti, proprio quando il i progressi tecnologici della rivoluzione industriale stavano superando tale legge. Nelle concezione di Ricardo, le rendite sarebbero aumentate e la terra avrebbe costituito la strozzatura per la crescita economica. Ma nella realtà, già dal secolo seguente, i proprietari terrenti avrebbero perso tutta la loro importanza, ed i capitalisti li avrebbero sostituiti come baroni dell'ordine economico.

Per Ricardo, la parte più importante della teoria economica era la legge della distribuzione. Egli studiò la distribuzione del prodotto nazionale fra le classi principali della società: salario per i lavoratori, profitti per i capitalisti e rendite per i proprietari terrieri. Con un prodotto sociale totale, limitato dai rendimenti decrescenti, Ricardo mise in rilievo che quanto veniva guadagnato da una classe sociale, doveva essere prelevato da qualche altra classe. Non desta meraviglia che Ricardo piacesse ai capitalisti, che con i suoi scritti potevano trovare il passo utile per dimostrare che i sindacati e le riforme potevano ben poco per le masse. Né sorprende

che ricardo piacesse ai socialisti, che trovavano in lui la dimostrazione che il capitalismo doveva essere distrutto perché i lavoratori potessero far valere il diritto alla loro quota della produzione nazionale.

Gli storici della Scienza osservano che il progresso scientifico è discontinuo: nascono nuove scuole di pensiero che estendono la propria influenza che persuadono gli scettici. Ma le suole come le persone vanno incontro all' indurimento delle arterie. Subentrano così la decadenza e la senilità.

Così, John Stuart Mill, eminente economista del secolo scorso, poteva scrivere nei suoi classici *Principi di economia politica: "Fortunatamente non c'è nulla, nelle leggi del valore, che resti da chiarire all'autore di questo libro, o agli autori futuri..."*.

L'economia classica aveva preso di stantio, era giunto il momento in cui occorreva sangue nuovo<sup>72</sup>.

## 4.2.2 Il grande scisma

Un secolo fa l'albero dell'economia si ramificò. Un ramo crebbe, dal Capitale di Karl Marx e dai suoi scritti precedenti. L'altro ramo continuò la tradizione di Smith e Ricardo, attraverso l'economia neoclassica e quella keynesiana, fino all'epoca attuale della moderna teoria economica dominante.

Gli autori classici avevano posto in rilievo i costi trascurando la domanda. Essi infatti avevano lavorato con curve d'offerta orizzontali, trascurando la domanda. Nel 1870, tre studiosi posero indipendentemente, le basi dell'economia moderna, ideando un'analisi in grado di sintetizzare sia gli elementi della dell'utilità sia quelli del costo. Questi furono: W. Stanley Jevons in Inghilterra, Carl Menger in Austria e Léon Walras in Svizzera.

L'elemento essenziale della rivoluzione neoclassica, fu l'aver capito, come le preferenze dei consumatori entrano nella domanda di beni. Furono proprio gli economisti neoclassici, a fornire l'anello ad una teoria completa del meccanismo di mercato, dimostrando che la domanda dipende dall'utilità marginale. Walras, scoprì inoltre come analizzare il sistema economico nel suo insieme, come equilibrio generale simultaneo della totalità dei mercati del lavoro, della terra e dei prodotti<sup>73</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>72</sup> Samuelson e Nordhaus, Economia quattordicesima edizione, 1993.

<sup>&</sup>lt;sup>73</sup> Samuelson e Nordhaus, Economia quattordicesima edizione, 1993.

Fin da quando Adam Smith analizzò gli effetti dannosi della regolamentazione pubblica del mercato, gli economisti hanno cominciato a creare strumenti tecnici in grado di misurare le perdite causate dalle erronee interferenze pubbliche con l'equilibrio concorrenziale, anche se gli economisti neoclassici non erano tutti partigiani del liberismo, in quanto la maggior parte dei grandi economisti ha avuto un atteggiamento critico verso le disuguaglianze del capitalismo. A tal proposito, Pigou dell'università di Cambridge mise sotto accusa il liberismo e sostenne che è necessario l'intervento pubblico per mitigare la disuguaglianza, compensare le distorsioni monopolistiche ed eliminare l'inquinamento ed altre esternalità. Anche quando, la teoria economica diventò più scientifica, essa non perse mai il suo interesse per la politica e anche oggi i giganti dell'economia moderna non perdono di vista con un occhio e con l'analisi economica e con l'altro le conseguenze politiche dei loro studi teorici. Gli economisti, hanno cominciato dagli anni novanta a studiare attivamente i disavanzi pubblici, l'offerta di moneta, l'ambiente e la povertà, non soltanto perché trovano affascinanti i fenomeni economici, ma anche perché ricercano incessantemente metodi con cui lo Stato possa promuovere l'equità e l'efficienza economica.

## 4.2.3 La rivoluzione Keynesiana

Negli anni successivi la Prima Guerra Mondiale l'economia politica ha compiuto grandi passi avanti nel descrivere ed analizzare il mondo economico delle regioni sviluppate e in via di sviluppo. Resta tuttavia un'enorme lacuna, poiché l'economia neoclassica mancava di una macroeconomia tanto sviluppata quanto la sua microeconomia. Solo a seguito della Grande Depressione venne il progresso decisivo della *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta* di John Maynard Keynes. Proprio sulla base dei concetti esposti da Keynes, le teorie neoclassiche della moneta e del livello dei prezzi elaborate da Marshall e Fisher poterono essere riformulate in modo più fruttuoso con riferimento ai concetti keynesiani della domanda di moneta.

Le penetranti indagini e le sfide della rivoluzione Keynesiana hanno ispirato una nuova generazioni di teorici a tentar di spiegare perché i salari ed i prezzi tendono ad essere rigidi, perché variabili nominali come la quantità di moneta hanno effetti reali, e come la politica pubblica, fiscale e monetaria può influenzare la macroeconomia.

Andando oltre la rivoluzione keynesiana è possibile andare verso l'oggetto principale di questo capitolo ossia, il funzionamento della moderna teoria economica dominante che

prevale nelle economie capitalistiche miste, che ha potuto, grazie allo sviluppo delle conoscenze migliorare i risultati raggiunti dalle economie miste. L'epoca successiva alla Seconda Guerra Mondiale ha visto in tutto il mondo una crescita della produzione e del tenore di vita che non ha eguali in nessun periodo storico. Ma non dobbiamo gloriarci dei risultati conseguiti dalle economie nel passato, in quanto le economie industriali non hanno raggiunto il nirvana economica, non sono in grado di ottenere prezzi stabili e piena occupazione, la povertà sta aumentando e la crescita rapida minaccia l'equilibrio. Quanto appena esposto sui difetti di un'economia mista, dovrebbe renderci sensibili alle critiche della teoria dominante che ha prevalso in passato, ma se continuammo di questo passo prevarrà anche in futuro<sup>74</sup>.

Nel 1963, con la pubblicazione della Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, John Maynard Keynes, presento una nuova teoria che sosteneva che le crisi sono fenomeni strutturali, cioè la conseguenza del normale funzionamento di una economia di mercato che produce, se la lasciata a sé stessa, rilevanti fluttuazioni del reddito e dell'occupazione. Negli anni Cinquanta e Sessanta del secolo scorso la teoria neoclassica prekeynesiana venne sostituita da una nuova ortodossia, costituita da una particolare interpretazione della teoria keynesiana, divenuta nota in seguito come "sintesi neoclassica" di Keynes.

Il secondo momento di cambiamento si verifica negli anni Settanta del secolo scorso quando nell'economia occidentali si registrò una combinazione di bassi tassi di crescita e alta inflazione definita con il termine di stagflazione. Questo nuovo fenomeno indusse gli economisti a mettere in dubbio le capacità delle politiche specificate dal modello della sintesi neoclassica di assicurare una crescita elevata del reddito in presenza di tassi di inflazione bassi o almeno stabili.

Proprio in quegli anni, Milton Friedman dell'università di Chicago, insignito del premio Nobel per l'economia nel 1976, elaborò una profonda critica alla teoria dominante, sottolineando la sostanziale inefficacia delle politiche keynesiane in una situazione caratterizzata da alta inflazione, nelle quali i lavoratori non soffrono di "illusione monetaria" perché imparano a distingue le grandezze monetarie da quelle reali.

<sup>&</sup>lt;sup>74</sup>Samuelson e Nordhaus, Economia quattordicesima edizione, 1993.

Quanto criticato da Friedman, non produsse una vera e propria rivoluzione, quanto piuttosto una controrivoluzione che spinse gli economisti ad accettare nuovamente le conclusioni della teoria neoclassica prekeynesiana.

L'operazione di recupero della vecchia teoria si fondava apparentemente su un ragionamento fondato: se le politiche keynesiane non sono in grado di influenzare i livelli di reddito e di occupazione, allora si deve concludere che essi dipendono dalle forze di mercato. L'unica politica efficace consiste quindi nell'eliminare gli ostacoli che impediscono ai mercati di funzionare in modo efficiente.

La nuova versione della teoria neoclassica, denominata prima monetarismo, e successivamente nuova macroeconomia classica, costituì il fondamento teorico dell'ideologia neoliberista che spinse i governi dei paesi industrializzati, ad adottare politiche di liberazione dei movimenti di capitale, di deregolamentazione dei mercati e di privatizzazione delle aziende pubbliche.

Quanto successo invece negli ultimi anni, ha posto gli economisti di fronte a una situazione analoga a quella vissuta negli anni Trenta e Settanta, facendo chiedere loro, se la crisi abbia messo in rilievo limiti sostanziali della teoria dominante, facendoli divedere sulle risposte da dare a questa domanda.

Da una parte si collocano gli economisti conservatori, che ritengono che gli eventi recenti non debbano mettere in discussione il modello teorico elaborato negli ultimi decenni. Mentre dalla parte opposta, troviamo gli economisti "critici" i quali ritengono invece che la crisi abbia messo in rilievo profonde lacune della teoria mainstream, rendendo evidente la necessità di una sostanziale modifica del paradigma teorico dominante.

La profonda contraddizione tra le analisi della crisi elaborate dagli economisti conservatori e la teoria economica dominate mette in evidenza, da un lato, l'incapacità di questo approccio di spiegare il funzionamento di un sistema economico in cui si possono verificare crisi come quelle degli ultimi anni e, dall'altro, la necessità di elaborare un modello teorico che sappia analizzare il funzionamento delle moderne economie di mercato<sup>75</sup>.

## 4.3 Descrizione sintetica della crisi: un quadro generale

All'interno di questa paragrafo, verranno riportate sinteticamente le cause della crisi contemporanea, con l'obiettivo di andare ad inquadrare nel migliore dei modi il cuore

<sup>&</sup>lt;sup>75</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

dell'elaborato.

La prima causa è relativa al luogo in cui essa ha avuto origine: la crisi finanziaria che ha provocato la più profonda recessione dopo quella degli anni Trenta del secolo scorso è esplosa negli Stati Uniti, il sistema che possedeva il sistema finanziario più avanzato del mondo.

La seconda, riguarda il fenomeno che ha innescato la crisi iniziata nell'estate del 2007, che è costituito dal forte aumento delle insolvenze relative a una particolare categoria di mutui residenziali, i mutui subprime.

La terza caratteristica è rappresentata dall'evoluzione della crisi dal 2007 a oggi. Si possono individuare tre fasi distinte.

La prima, va dall'estate del 2007 al settembre del 2008. In questa fase l'economia mondiale sembrava in grado di assorbire gli effetti negativi del crollo del mercato dei mutui subprime, senza pesanti conseguenze in termini di riduzione della produzione e dell'occupazione. La seconda fase, inizia invece nel settembre del 2008, quando il governo americano, dopo aver salvato una delle più importanti banche d0investimento del paese, Bear Stearns, decise di far fallire Lehman Brothers. Il fallimento di quest'ultima rischio di far paralizzare l'interno sistema finanziario con rilevanti ripercussioni sui livelli del reddito e dell'occupazione. Gli interventi volti a evitare il crollo del sistema finanziario e a limitare le conseguenza della recessione, provocarono un sensibile peggioramento dei conti pubblici aprendo la terza fase nella quale si manifestò il problema della sostenibilità dei debito sovrani.

Questo fenomeno è diventato particolarmente rilevante in Europa a partire dal 2010, quando è emerso il caso della Grecia e, successivamente quello degli altri paesi del sud Europa come il Portogallo, l'Italia e la Spagna.

Questa sintetica descrizione degli aspetti più evidenti e noti della crisi contemporanea solleva una serie di interrogativi. Il primo consiste nel domandarsi come si possa spiegare il fatto che la crisi è scoppiata nel paese che possedeva il sistema finanziario considerato il più avanzato del mondo.

Un sitema che secondo l'analisi di Rajan e Zingales, era il più adatto a finanziare le innovazioni e quindi a favore il processo di sviluppo economico.

I mutui residenziali non possono essere certamente considerati esempi significativi di strumenti che finanziano le innovazioni. È quindi necessario spiegare per quali ragioni il sistema finanziario americano si è ad erogare mutui invece di finanziare innovazioni.

In secondo luogo ci si deve chiedere quale sia l'origine della liquidità che ha permesso alle banche americane di espandere in modo consistente l'offerta di mutui a discapito della loro qualità; questo porta ad interrogarsi sulle ragioni che hanno indotto le banche a erogare mutui a famiglie che non sarebbero state in grado di restituirli. Risulta inoltre di fondamentale importanza andare ad analizzare perché i mutuatari hanno sottoscritto mutui che non avrebbero potuto rimborsare

E quindi inevitabile domandarsi che cosa abbia indotto questi soggetti a sottoscrivere mutui che comportavano pagamenti futuri incoerenti con i loro bassi redditi<sup>76</sup>.

Altri due interrogativi di fondamentale importanza sono<sup>77</sup>:

- Quello inerente le conseguenze del crollo nel mercato dei mutui sull'intero sistema finanziario, in quanto l'aumento delle insolvenze in corrispondenza del incremento dei tassi di interesse deciso dalle autorità monetarie era abbastanza prevedibile, di conseguenza è di fondamentale importanza andare a chiarire quali sono stati i meccanismi che hanno rischiato di far crollare l'intero sistema finanziario.
- Quello inerente l'impatto della crisi finanziaria sui livelli di reddito e di occupazione, in quanto non esiste una relazione automatica tra crisi finanziaria e recessione.

Negli ultimi decenni si sono verificate diversi crisi finanziarie che non hanno prodotto significativi effetti sulle grandezze reali. Si devono quindi spiegare le ragioni per le quali questa crisi finanziaria a differenza di altre crisi in passato, abbia avuto conseguenze così pesante sui livelli di produzione e di occupazione. E quindi necessario andarci a domandare perché lo scoppio della bolla immobiliare abbia provocato effetti così pesanti sui livelli di reddito e di occupazione. Gli economisti mainstream hanno provato a dare una risposta a questi interrogativi.

Gli economisti conservatori considerando la crisi contemporanea con un fenomeno accidentale dovuta di errori che possono essere ricondotti all'azione di due soggetti. Il primo è costituito dalle autorità pubbliche e in particolare dal governo, mentre il secondo è

<sup>&</sup>lt;sup>76</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

<sup>&</sup>lt;sup>77</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

composto dalle istituzioni finanziarie, agenzie di rating, banche gli organi di vigilanza sul sistema finanziario. Questi soggetti sono ritenuti colpevoli dell'odierna crisi finanziaria.

Secondo gli economisti mainstream, è possibile specificare tre distinte spiegazioni dell'origine della crisi, che si differenziano proprio in relazione al soggetto colpevole.

Queste tre distinte spiegazioni considerano: la relazione basata sul rapporto tra la politica monetaria e la crisi, responsabilità della crisi alle scelte del sistema bancario, e quanto affermato dal presidente della Federal Reserve Ben Bernanke il quale sostiene che il flusso di liquidità che ha permesso alle banche di espandere l'offerta di mutui derivi dall'ecesso di risparmio accumulato in alcune aree del mondo e in particolare nei paesi emergenti dell'Asia<sup>78</sup>.

Queste cause hanno un elemento in comune: la crisi con un evento esogeno, rispetto funzionamento di un'economia di mercato, provocato dagli errori commessi in particolar modo dalla Federal Reserve e dal sistema bancario americano.

Anche la terza causa basata sul concetto di risparmio globale, finisce con attribuire la responsabilità della crisi al comportamento del sistema bancario che non sarebbe stato in grado di allocare correttamente le risorse provenienti dai paesi che avevano registrato un eccesso di risparmio.

Andremo ora ad analizzare come esiste un profondo contrasto tra queste spiegazioni e la teoria mainstream della moneta della finanza.

Queste spiegazione infatti utilizzano concetti e relazioni che non sono coerenti con la teoria macroeconomica elaborata negli ultimi decenni.

L'Interpretazione formulata Taylor, condivisa da molti economisti, assume che esista una relazione tra politica monetaria e offerta di credito, mentre secondo la teoria mainstream della finanza, l'offerta di credito dipende dalle decisioni di risparmio e non dalle scelte delle autorità monetarie.

### 4.4 Moneta e credito secondo la teoria mainstream

Le spiegazioni che attribuiscono l'origine della crisi alle decisioni delle autorità monetarie americane assumono che esista una stretta relazione tra politica monetaria è offerta di credito, relazione che invece risulta estranea alla teoria mainstream, secondo cui le autorità monetarie controllano la quantità di moneta e non l'offerta di credito. La teoria

<sup>&</sup>lt;sup>78</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

tradizionale separa nettamente il processo di creazione della moneta dal processo di creazione del credito ed evidenzia la relazione tra quantità di moneta e inflazione che costituisce il nucleo della teoria quantitativa della moneta. Sulla base di questa teoria, dall'inizio degli anni 80, praticamente tutte le banche centrali dichiarano che il loro compito fondamentale è quello di mantenere la stabilità dei prezzi. Di fondamentale importanza in questa sede è sottolineare che la teoria quantitativa della moneta che a origini molto antiche era stata abbandonata all'inizio del secolo scorso con l'avvento della teoria keynesiana.

A partire dagli anni 70 la controrivoluzione monetarista grazie contributi fondamentali di Milton Friedman Robert Lucas, ha spinto gli economisti a riaffermare, quest'approccio di base.

Friedman e Lucas hanno elaborato una nuova applicazione della teoria quantitativa della moneta capace di dare un'efficace spiegazione un fenomeno già descritto da David Hume, nel 1752, che riguardava la differenza tra gli effetti di breve e di lungo periodo di una variazione della quantità di moneta<sup>79</sup>.

La Teoria mainstream separa moneta e credito distinguendo nettamente il processo di creazione della moneta nel processo di creazione del credito.

Il processo di separazione, è bene evidenziato da Friedman e Schwartz<sup>80</sup> nella loro replica alle critiche mosse agli economisti keynesiani alla teoria quantitativa della moneta. I due economisti osservano che spesso i critici confondono il mercato della moneta e il mercato del credito e di conseguenza i prezzi che si determinano su di essi. Dopo aver ricordato che la funzione fondamentale della moneta è quella di essere un mezzo di scambio, cioè uno strumento che facilita gli scambi, i due economisti concludono che il prezzo della moneta è costituito dalla quantità di beni che si possono acquistare con una quantità di moneta. Esso corrisponde quindi al reciproco del livello dei prezzi: se il livello dei prezzi raddoppia, il prezzi della moneta si dimezza. Come qualsiasi altro prezzo, anche il prezzo della moneta varia in funzione della domanda e dell'offerta. Un incremento della quantità di moneta creata dalla banca centrale determina un eccesso di offerta che provocherà, in base alla legge della domanda e dell'offerta, una riduzione del prezzo della moneta e quindi un aumento del

85

<sup>&</sup>lt;sup>79</sup> Il contributo di Friedman e di Lucas consiste nel mostrare come una variazione della quantità di moneta può avere effetti sul reddito solo se non prevista dagli operatori, i quali a seguito di una variazione imprevvista della quantità di moneta, continuano ad assumere che i prezzi rimangono stabili. Commetto quindi un "orrore" di previsione che può avere temporanei effetti positivi sui livelli di reddito e di occupazione che, però svaniranno nel lungo periodo quando gli operatori correggeranno i loro errori.

<sup>&</sup>lt;sup>80</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

livello dei prezzi. Il prezzo del credito invece è costituito dal tasso d'interesse. Domanda e offerta credito sono funzioni, rispettivamente decrescente e crescente, del tasso d'interesse e ogni squilibrio tra domanda e offerta di credito, verrà eliminato da una variazione del tasso d'interesse e non da una variazione generale del livello generale del livello dei prezzi.

Secondo la teoria tradizionale le autorità monetarie controllano la quantità di moneta, e quindi il prezzo della moneta, ma non l'offerta di credito che dipende invece dalle decisioni di risparmio. La relazione tra decisioni di risparmio e offerta di credito costituisce un punto fondamentale della teoria mainstream della finanza<sup>81</sup>.

### 4.4.1 La teoria mainstream della finanza

La teoria mainstream definisce il fenomeno della finanza partendo dai concetti di risparmio e di investimento sottolineando lo stretto legame, da un lato, tra decisioni di risparmio e di offerta di credito e, dall'altro, tra decisioni di investimento e domanda di credito. Le relazioni appena esposte, possono essere spiegate, facendo riferimento al comportamento di un singolo individuo che risparmia quando decide di utilizzare parte del suo reddito per acquistare beni di consumo. La decisioni di risparmiare dà origine a un incremento dell'offerta di credito quando egli non decide di nascondere i suoi risparmi sotto la "mattonella", ma invece, sceglie, di depositarli presso una banca oppure acquistare titoli o azioni emesse da un'impresa.

In questo caso il risparmiatore soddisfa la domanda di credito che proviene da soggetti come le imprese, che domando potere d'acquisto per espandere la loro capacità produttiva, ossia, per realizzare investimenti.

La teoria mainstream afferma che queste relazioni valgono anche a livello macroeconomico: le decisioni di risparmio determinano l'offerta di credito complessiva che condizionerà gli investimento delle imprese. Il tasso d'interesse costituisce il prezzo che mette in equilibrio domanda e offerta di credito e quindi le decisioni d'investimento e di risparmio. Lo stretto legame tra decisioni di risparmio e l'offerta di credito, consente di spiegare perché una variazione dell'offerta di credito non ha alcun effetto sulla domanda aggregata e quindi sul livello dei prezzi. Un aumento dell'offerta di credito, deriva infatti dalle decisioni dei risparmiatori di ridurre i loro consumi. A parità di altre condizioni, questo comportamento provocherà una caduta del tasso d'interesse che spingerà le imprese a espandere gli

<sup>&</sup>lt;sup>81</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

investimenti. Il livello della domanda aggregata rimarrà invariato perché i maggiori investimenti compenseranno la riduzione dei consumi.

La presenza di istituzioni finanziarie come le banche, è giustificata secondo la teoria mainstream, dalla dissociazione tra decisioni di risparmio e di investimento. Questa dissociazione dipende dal fatto che i soggetti che decidono di risparmiare non sono gli stessi soggetti che desiderano espandere la loro dotazione di beni capitale. Il fenomeno della dissociazione tra risparmi e investimenti consente di sottolineare il fondamentale importanza del mercato di credito e della presenza di soggetti che facilitano il trasferimento delle risorse dai risparmiatori alle imprese.

La dissociazione tra decisioni di risparmio e quelle di investimento introduce un elemento di fragilità poiché la promessa del debitore di restituire in futuro ciò che ha ottenuto in prestito può non essere mantenuta. Ciò può rendere necessario per i risparmiatori raccogliere informazioni circa le caratteristiche dei progetti da finanziarie e dei potenziali debitori. A tal proposito, bisogna ricordare che gli economisti, hanno applicato al mercato del credito le conclusioni dell'economia dell'informazione che si basano sul lavoro di Akerlof.

La teoria tradizionale, quando descrive il funzionamento di un generico mercato, assume implicitamente che il compratore e venditore conoscono perfettamente le caratteristiche del bene scambiato. Akerlof invece ha studiato il funzionamento di un mercato in cui compratori e venditori non dispongono delle stesse informazioni.

L'analisi di Akerlof è stata applicata la mercato di credito poiché e facile ipotizzare che anche questo mercato sia caratterizzato da una situazione di asimmetria informativa. Si può assumere infatti che i risparmiatori, che secondo la teoria mainstream sono i potenziali creditori, non abbiano informazioni sufficienti per valutare la qualità dei debitori.

I debitori infatti in questo caso, possono essere divisi in due gruppi: i debitori di buona qualità, che hanno un'elevata probabilità di rimborsare il debito, e quelli di cattiva qualità con una bassa probabilità di rimborsare il prestito. I presenza di perfetta informazione, i risparmiatori-creditori applicherebbero condizioni differenti ai due gruppi di debitori, chiedendo un tasso d'interesse più alto ai debitori più rischiosi e uno più basso agli altri.

In una situazione di asimmetria informativa, invece verrà applicato lo stesso tasso di interesse a tutti i debitori, comportamento che penalizza i debitori migliori, che sono costretti a pagare un tasso più alto rispetto a quello che avrebbero ottenuto in presenza di perfetta informazione, mentre avvantaggia gli altri. Sul mercato, gli effetti delle asimmetrie

informative, potrebbero essere eliminate se grazie all'azione di un intermediario, che si specializza nella valutazione della qualità dei debitori<sup>82</sup>.

#### 4.4.2 In sintesi

La teoria mainstream descrive un sistema economico che possiede tre fondamentali caratteristiche. In primo luogo si tratta di un'economia in cui vale la teoria quantitativa della moneta, nella versione elaborata sulla base dei lavori di Friedman e Lucas, che distingue tra effetti di lungo periodo e di breve periodo della politica monetaria. Questa teoria afferma che l'obiettivo fondamentale da assegnare alle autorità di politica monetarie è quello di assicurare la stabilità dei prezzi poiché la politica monetaria non ha alcun effetto sulle grandezze reali.

In secondo luogo, si tratta di una economia che ha le caratteristiche di un economia di grano, in cui il fenomeno della finanza può essere definito sulla base della relazione tra decisioni di risparmio, offerta di credito da un lato, e tra domanda di credito e decisioni di investimento dall'altro. Le banche, all'interno di questa economia, sono intermediari finanziari che risolvono i problemi di asimmetria informativa. In terzo luogo, la teoria mainstream descrive un sistema economico in cui il processo di accumulazione della ricchezza e il fenomeno della speculazione non sono rilevanti.

In un sistema economico che possiede queste caratteristiche una crisi innescata dal crollo del mercato dei mutui subprime non avrebbe mai potuto verificarsi. Né la banca centrale né il sistema bancario, avrebbero potuto commettere gli errori che vengono loro imputati. La banca centrale, consapevole dell'inefficacia della politica monetaria, non avrebbe avuto alcun motivo per adottare una politica monetaria espansiva, portando il tasso d'interesse monetario al di sotto di quello naturale. Neppure il sistema bancario, la cui funzione consiste, all'interno di un'economia grano, nel selezionare i debitori più meritevoli, avrebbe potuto improvvisamente finanziari incapaci di produrre grano.

Da queste due contraddizioni discendono due conclusioni: innanzitutto la teoria mainstream è inadatta a spigare il funzionamento delle economie contemporanee e in secondo luogo è necessario elaborare un modello teorico, che sappia analizzare un sistema economico in cui: I) l'offerta di credito è indipendente rispetto alle decisioni di risparmio e deriva invece dalle

<sup>82</sup> Bertocco (2015), La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore

scelte del sistema bancario; II) la finanza può creare rischio; III) il fenomeno della speculazione è rilevante.

La maggior parte degli economisti conservatori hanno riconosciuto che la crisi ha messo in evidenza i limiti dei modelli macroeconomici utilizzati negli ultimi decenni che non consideravano esplicitamente il sistema finanziario e la possibilità di una crisi. Bernanke<sup>83</sup> afferma che: "spiegare la relazione tra stabilita economica e finanziaria in un contesto macroeconomico costituisce un obiettivo fondamentale e non raggiunto per i ricercatori".

Il limite di questo approccio è che non spiega l'eventualità di una crisi finanziaria, dovuta all'insolvenza di un numero significativo di debitori.

Al fine di ottenere una spiegazione soddisfacente della crisi, è necessario elaborare una teoria della crisi che superi i limiti della teoria mainstream della finanza.

## 4.5 Un approccio teorico alternativo

La teoria, volta a superare i limiti della teoria mainstream può essere elaborata sulle base del pensiero di economisti quali: Marx, Kalecky, Kaldor, Minsky, Keynes e Schumpeter. In tempi diversi. Essi hanno sottolineato che la teoria tradizionale, non è in grado di spiegare, il funzionamento dei sistemi economici in cui realmente viviamo.

All'interno di quest'elaborato, si partirà prendendo come riferimento il pensiero di Keynes al fine di definire un approccio alternativo a quello mainstream. Partire da questo modello tuttavia, non significa soltanto "recuperarlo".

Quanto detto da Keynes, può essere sintetizzato in due punti fondamentali: I) egli si proponeva di elaborare una teoria che, a differenza di quella che egli riteneva classica<sup>84</sup>, fosse in grado di spiegare le ragioni per le quali un'economia di mercato è soggetta a forti fluttuazioni del reddito e dell'occupazione. Sinteticamente, Keynes mirava a spiegare la natura endogena della crisi; II) egli individuo strumenti fiscali e monetari che potevano essere usati per attenuare queste fluttuazioni.

Tra i due punti sopraindicati, Keynes considerava più importante il primo che segnava un distacco profondo e definitivo, nei confronti della teoria classica, rispetto al secondo, che

0.

<sup>83</sup> Bernanke, Implications of the Financial Crisis for Economics, 2010

<sup>&</sup>lt;sup>84</sup> Keynes definisce come teoria classica quella che oggi viene chiamata teoria neoclassica, che costituisce il risultato della rivoluzione marginalista iniziata intorno al 1870, basata sull'introduzione del concetto di utilità marginale. All'interno del capitolo, ci riferiremo con il termine classica sia quella che oggi e definita come neoclassica che le sue derivazioni.

egli riteneva di aver sviluppato in modo relativo poiché riteneva che gli interventi di politica economica dovessero variare in base alle circostanze del modello.

Negli anni successi alla pubblicazione della Teoria Generale, gli economisti hanno sostanzialmente trascurato gli elementi dell'analisi di Keynes più distanti alla teoria tradizionale. Questo processi di allontanamento della teoria Keynesiana si è sostanzialmente sviluppato in due fasi.

La prima si è realizzata tra gli anni Cinquanta e Sessanta del secolo scorso, quando è stata accettata una interpretazione del pensiero keynesiano, frutto del compromesso tra economisti keynesiani e neoclassici. Da un lato, i primi accettarono la tesi secondo la quale un'economia di mercato in cui il meccanismo dei prezzi funzione perfettamente non è soggetta a crisi poiché la flessibilità dei prezzi permette di eliminare gli squilibri tra domanda e offerta su tutti i mercati, garantendo il raggiungimento dell'equilibrio di piena occupazione. Dall'altro gli economisti neoclassici che in un economia reale potevano manifestarsi forme di rigidità che impedivano al meccanismo dei prezzi di funzionare perfettamente provocando alti livelli di disoccupazione. In queste condizioni essi riconoscevano che le politiche keynesiane di sostegno del livello della domanda aggregata, potevano surrogare efficacemente il meccanismo dei prezzi<sup>85</sup>.

L'interpretazione appena esposta, nota come la sintesi neoclassica di Keynes, riduceva la teoria a un caso speciale della teoria tradizionale che si applicava a una situazione caratterizzata da alti prezzi non perfettamente flessibili e, in particolare, da salari monetari rigidi verso il basso. Essa quindi capovolgeva l'importanza attribuita da Keynes ai due punti centrali della sua riflessione, concentrando l'attenzione sulle politiche keynesiane e ridimensionando l'importanza della spiegazione keynesiana delle fluttuazione del reddito e dell'occupazione.

La seconda fase del processo di allontanamento dal pensiero keynesiano si registra negli anni settanta, quando si manifesta il fenomeno della stagflazione, inspiegabile alla luce del modello della sintesi neoclassica di Keynes, secondo cui bassi tassi di crescita del reddito avrebbero dovuto essere associati a bassa inflazione e viceversa. I dubbi circa la validità del modello della dominante furono rafforzati prima dalle critiche di Friedman e di Lucas.

<sup>85</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

Friedman e Lucas, dimostrarono che le politiche keynesiane erano efficaci solo se si ipotizzava che i lavoratori soffrissero dell'illusione monetaria<sup>86</sup>.

Friedman e Lucas riescono a dimostrare che, in un mondo in cui i lavoratori non soffrono di illusione monetaria e perseguono l'obiettivo di ottenere un livello di salario superiore a quello coerente, con la piena occupazione, le politiche keynesiane sono inefficaci.

Questa critica ha indotto gli economisti ad abbandonare la sintesi della sintesi neoclassica di Keynes e ad accettare una nuova versione della teoria neoclassica sulla base di un'argomentazione apparentemente inoppugnabile: se le politiche keynesiane sono inefficaci, allora si deve concludere che reddito e occupazione dipendono dalle forze del mercato e le uniche politiche inefficaci effici sono quelle che eliminano gli ostacoli che frenano la loro azione. In un mondo in cui queste forze funzionano perfettamente, il meccanismo dei prezzi assicurerà la piena occupazione della forza lavoro e non si avranno crisi.

La crisi contemporanea rende necessario recuperare l'analisi delle fluttuazioni del reddito e dell'occupazione elaborata da Keynes e completamente trascurata in questi ottant'anni.

## 4.5.1 Il concetto di economia monetaria secondo Keynes

Keynes intitolò il suo libro Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta con l'obiettivo di sottolineare i limiti della teoria classica che, a suo giudizio, si applica a un sistema economico le cui caratteristiche, non sono quelle della società economica nella quale realmente viviamo, cosicché i suoi insegnanti sono ingannevoli e all'esperienza<sup>87</sup>. disastrosi si se cerca di applicarli ai fatti Keynes rimproverava alla teoria classica di prendere come riferimento un sistema economico nel quale il livello di reddito è sempre quello corrispondente alla piena occupazione della forza lavoro e in cui non si verificano le fluttuazioni del reddito e dell'occupazione, che caratterizzano i periodi di crisi. Keynes, si propone di elaborare una teoria generale capace di elaborare una Teoria generale, capace di specificare i fattori che determinano le crisi e le fluttuazioni del reddito dell'occupazione che caratterizzano il mondo reale.

Keynes considera le crisi come un fenomeno di origine monetaria, mettendo in evidenza che, la moneta costituisce l'elemento essenziale per spiegare le fluttuazioni del reddito e

<sup>87</sup> Keynes J.M., Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, 1936 a cura di Cozzi, 2015

91

<sup>&</sup>lt;sup>86</sup> Ossia si assume che questi non sono in gradi di distinguere una variazione dei salari monetari dai salari reali.

dell'occupazione che caratterizzano le economie contemporanee. Già nel 1933<sup>88</sup> sottolineava l'incapacità della teoria classica<sup>89</sup> di spiegare le crisi in funzione del fenomeno della moneta. In quanto la moneta viene vista come lo strumento per acquistare beni.

Keynes rifiuta questa definizione di economia monetaria poiché essa induce a considerare la moneta come uno strumento utile a semplificare gli scambi, ma neutrale poiché il suo impiego non influenza la struttura del sistema economico che rimane sostanzialmente quella di un economia di baratto.

Keynes, ha utilizzato invece l'espressione "economia monetaria" per indicare un sistema economico in cui la presenza della moneta modifica profondamente la natura degli scambi e le caratteristiche del processo di produzione rispetto a un'economia di baratto. Per sottolineare quest'aspetto egli sostituisce alla classificazione basata sulla distinzione tra un'economia di baratto e un'economia monetaria, la classificazione che separa una *real-exchange economy* da un'economia monetaria. Ciò che differenza queste due economie non è l'impiego della moneta, poiché entrambe la utilizzano, ma sono gli effetti della presenza della moneta.

Nel caso di *real-exchange economy*<sup>90</sup>, l'impego della moneta come semplice mezzo di scambio non modifica la struttura del sistema economico che rimane sostanzialmente quella di un'economia di baratto. Al contrario, in un'economia monetaria la presenza della moneta cambia profondamente la struttura del sistema economico: un'economia che utilizza moneta ma la impiega semplicemente come un legame neutrale tra transazioni che riguardano beni reali o attività reali e non le consente di influenzare le motivazioni e le decisioni, potrebbe essere definita, in mancanza di una definizione migliore una *real-exchange economy*.

La teoria che desidero elaborare, in alternativa a questa dovrebbe considerare una economia nella quale la moneta svolge un ruolo autonomo e influenza le motivazioni e le decisioni e costituisce, in breve, uno dei fattori operativi della situazione, in quanto il flusso degli eventi non può essere spiegato, sia nel lungo che nel breve periodo, senza conoscere il comportamento della moneta tra il primo stato e l'ultimo.

<sup>&</sup>lt;sup>88</sup> Keynes J.M., A monetary theory of production, 1933. Da: Bertocco (2015), La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore

<sup>&</sup>lt;sup>89</sup> Secondo la Teoria classica la funzione fondamentale della moneta consiste, nell'essere un mezzo di scambio, ciò uno strumento che facilita gli scambi rispetto a quanto succede in un economia di baratto .

<sup>90</sup> Keynes J.M., A monetary theory of production, 1933. Da: Bertocco (2015), La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore

Ed è questo che si dovrebbe avere a mente quando si parla di una economia monetaria<sup>91</sup>.

Keynes sostiene che la teoria classica è in grado di spiegare soltanto il funzionamento di una real-exanche economy e che la sua incapacità di mettere in rilievo la natura endogena della crisi derivi dal fatto che essa considera la moneta come una grandezza neutrale, cioè un velo dietro il quale operano le forze reali che governano l'economia. Inoltre egli sostiene che per elaborare una solida spiegazione del funzionamento delle economie contemporanee e del fenomeno della crisi. È necessario spiegare le ragioni della non neutralità della moneta. Sulla base di quanto appena esposto, Keynes nel 1936, pubblica la Teoria generale, che costituisce il risultato del suo impegno volto all'elaborazione di una nuova teoria. Keynes non è l'unico economista del secolo scorso ad aver criticato la teoria dominante per la sua incapacità di piegare il funzionamento delle economie contemporanee.

## 4.5.2 La visione di Schumpeter

Un altro economista che nel 1912 sottolineò i limiti della teoria tradizionale è stato Joseph Schumpeter. Questi, ancora prima di Keynes all'interno della sua opera Teoria dello sviluppo economico, sottolinea che la teoria classica descrive un sistema economico che, nonostante l'impiego della moneta, possiede la struttura di una economia di baratto<sup>92</sup>.

Schumpeter ritiene che la teoria tradizionale sia incapace di spiegare il funzionamento di una economia reale che egli definisce con il termine di economia capitalista, che presenta una struttura profondamente diversa rispetto a quella di baratto.

Secondo lo stesso, l'elemento fondamentale che distingue un'economia capitalista da quella descritta dalla teoria tradizionale è costituito dal processo di cambiamento. L'economia di baratto descritta dalla teoria classica è statica, tede a riprodursi in modo sostanzialmente invariato nel tempo. Le uniche forme di cambiamento riguardano la quantità di beni prodotti, oppure possono essere la conseguenza di modificazioni nei dati extrasociali come le condizioni atmosferiche, o dai dati sociali extraeconomici come le guerre.

<sup>&</sup>lt;sup>91</sup> Keynes J.M., A monetary theory of production, 1933. Da: Bertocco (2015), La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore

<sup>92</sup> Nel sistema economico descritto dalla teoria neoclassica: "la moneta [...] compie solo una funzione tecnica strumentale, ma non aggiunge nulla di nuovo ai fenomeni. Per adoperare un espressione usuale, possiamo dire che, in questo senso, la moneta rappresenta solo il velo delle vicende economiche e non si trascura nulla di essenziale astraendosene" (Schumpeter 1912. Pp. 49-50).

Il processo di cambiamento che caratterizza un'economia capitalista è provocato, invece, secondo lo studioso, da modificazioni che si realizzano nella sfera della produzione per effetto delle innovazioni introdotte dagli imprenditori e la caratteristica fondamentale, che distingue l'economia capitalista dal sistema statico descritto dalla teoria tradizionale è costituto dal cambiamento prodotto dall'introduzione dell'innovazione.

Per sottolineare le differenze tra i due sistemi economici Schumpeter introduce i concetti di crescita e di sviluppo. Egli applica il termine crescita al sistema economico descritto dalla teoria tradizionale all'interno del quale l'unico cambiamento che, nel tempo si può registrare è l'ammontare della quantità prodotta di beni che restano sempre gli stessi. Si tratta di una variazione che può dipendere dalla modificazione della popolazione o della propensione al risparmio. Costui applica invece il termine sviluppo a un'economia capitalistica, per indicare i cambiamenti del sistema economico provocati dalle innovazioni, inclusi i loro effetti e la risposta a essi data dal sistema economico<sup>93</sup>.

Egli sottolinea inoltre che la moneta costituisce un elemento essenziale del processo di cambiamento che la teoria tradizionale non è in grado di spiegare. Questi riteneva necessario elaborare una nuova teoria basata su di una eresia che riguarda la definizione del ruolo della moneta, l'eresia secondo cui, in un'economia capitalistica una funzione essenziale spetta alla moneta<sup>94</sup>.

Dalle opere di Keynes e Schumpeter emerge un punto fondamentale che accomuna questi due grandi economisti. Per entrambi, la teoria tradizionale non è in grado di spiegare il funzionamento delle economie contemporanee ed è necessario elaborare una nuova teoria che, a differenza di quella tradizionale, metta in evidenza il ruolo fondamentale della moneta. Keynes e Schumpeter condividono quindi l'eresia che consiste nell'accettare la tesi della non neutralità della moneta. Da una lato Schumpeter sottolinea il ruolo fondamentale della moneta nel processo di cambiamento che caratterizza un economia capitalista, mentre dall'altro Keynes pone al centro della sua analisi la relazione tra moneta e crisi e quindi il ruolo della moneta nello spiegare le fluttuazioni del reddito e dell'occupazione che caratterizzano un'economia monetaria.

<sup>93</sup> Schumpeter, Il processo capitalistico, 1933. Da: Bertocco (2015), La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore

<sup>&</sup>lt;sup>94</sup> Schumpeter, Teoria dello sviluppo economico,1912. Da: Bertocco (2015), La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore

### 4.6 Le due crisi messe a confronto: una sintesi

Sulla base di quanto esposto finora, l'intento di questo paragrafo, è quello di andare a sintetizzare l'evoluzione della prima e della secondo crisi, con l'obiettivo di andare a delineare seppur sommariamente quanto quali sono le politiche volte a superare la crisi<sup>95</sup>. La crisi finanziaria dei mutui *subprime* ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2006. I presupposti della crisi risalgono al 2003, quando cominciò ad aumentare in modo significativo l'erogazione di mutui ad alto rischio, ossia a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non sarebbero stati in grado di fornire sufficienti garanzie. I fattori che hanno stimolato la crescita dei mutui *subprime* sono riconducibili, tra l'altro, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e allo sviluppo delle cartolarizzazioni.

A partire dal 2000 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni sono cresciuti in maniera costante e significativa, generando una vera e propria bolla immobiliare. Tale dinamica era favorita dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve (FED), che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004, in risposta alla crisi della bolla internet e all'attacco dell'11 settembre 2001.

Tassi di interesse bassi equivalevano a un basso costo del denaro per i prenditori dei fondi, ossia per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari, e finirono pertanto con lo stimolare la domanda di abitazioni alimentandone ulteriormente i relativi prezzi. La bolla immobiliare, inoltre, rendeva conveniente la concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie che, in caso di insolvenza del mutuatario, potevano comunque recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione.

Oltre alla bolla immobiliare e ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui *subprime* è stata sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ossia dalla possibilità per gli istituti creditizi di trasferire i mutui, dopo averli 'trasformati' in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette 'società veicolo<sup>96</sup>') e di recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi (10, 20 o 30 anni dopo). La cartolarizzazione consentiva alle banche, apparentemente, di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi e indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro,

Λ4

<sup>95</sup> http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009

<sup>&</sup>lt;sup>96</sup> Le società veicolo (Special purpose vehicle – SPV – e conduit) presentavano all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine (le cosiddette Asset backed commercial paper – ABCP), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse. Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevedeva l'emissione dei cosiddetti Collateralised Debt Obligations (CDO) sempre tramite apposite società veicolo (spesso indicate anch'esse con la sigla CDO) e operazioni di ricartolarizzazione, nelle quali le attività sottostanti erano in prevalenza titoli strutturati

finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine.

In un contesto di bassi tassi di interesse, i titoli cartolarizzati sono stati sottoscritti da molti investitori sia negli USA sia in Europa. Tale circostanza ha creato i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie Lo sviluppo delle cartolarizzazioni ha comportato il passaggio del modello di business delle banche dall'approccio originate and hold (la banca eroga il mutuo e attende un lasso di tempo prima di recuperare la somma prestata e i relativi interessi) all'approccio originate and distribute (la banca eroga il mutuo e lo trasferisce a terzi tramite cartolarizzazione, recuperando subito la somma prestata). Per effetto delle cartolarizzazioni, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata. Grazie alla cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (fenomeno del leverage o leva finanziaria). Ciò consentiva loro di realizzare profitti molto elevati, ma le esponeva anche al rischio di perdite ingenti.

Le operazioni di cartolarizzazione generavano prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e poco liquidi. I prodotti strutturati, inoltre, venivano scambiati prevalentemente over the counter (OTC), ossia al di fuori dei mercati regolamentati, e in assenza di prezzi significativi, ossia di prezzi utilizzabili per una loro valutazione condivisa dagli operatori di mercato. In tale contesto, a fronte dell'opacità dei prodotti e della difficoltà di apprezzarne il valore, il giudizio delle agenzie di rating ha assunto un'importanza crescente in quanto riferimento condiviso per la valutazione dei prodotti. Il rating, tuttavia, esprimeva i risultati di stime basate sui modelli di valutazione adottati dalle agenzie e risultava pertanto assoggettato ai limiti che le ipotesi alla base dei modelli stessi potevano presentare. Tali limiti divennero evidenti in seguito allo scoppio della crisi subprime, quando divenne chiaro che le agenzie avevano utilizzato modelli non sufficientemente sofisticati, ovvero basati su ipotesi e scenari sull'evoluzione del quadro congiunturale troppo ottimistici. In quella circostanza fu palese, inoltre, che le agenzie avevano assegnato rating troppo generosi (anche per effetto di conflitti di interessi che creavano incentivi in tale direzione) e si erano dimostrate troppo caute nel rivedere il proprio giudizio sugli emittenti che incominciavano a manifestare i primi segnali di crisi.

All'inizio del 2004, la FED cominciò a innalzare i tassi di interesse in risposta alla ripresa dell'economia statunitense. I mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenze delle famiglie incapaci di restituire rate sempre più onerose. La domanda di immobili si ridusse, con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti.

Le istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui subprime registrarono pesanti perdite. A partire da luglio 2007 e per tutto il 2008, inoltre, si susseguirono vari declassamenti del merito di credito (downgrading) di titoli cartolarizzati da parte delle agenzie di rating. Tali titoli, ormai ampiamente diffusi sul mercato, persero ogni valore e diventarono illiquidabili, costringendo le società veicolo a chiedere fondi alle banche che li avevano emessi e che avevano garantito linee di liquidità. Alcune banche, tuttavia, non furono in grado di reperire la liquidità necessaria per soddisfare tali richieste, poiché nessun istituto finanziario era disposto a fare loro credito. In un contesto di scarsa chiarezza circa la distribuzione dei titoli strutturati nel sistema finanziario, infatti, il mercato interbancario sperimentò un forte aumento dei tassi e una significativa contrazione della disponibilità delle banche a concedere credito ad altri istituti finanziari. Dalla crisi di fiducia di fiducia si sviluppò dunque una crisi di liquidità. Le banche subirono pesanti perdite non solo per l'esposizione verso le società-veicolo, ma anche per le esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi (ad esempio, i fondi che avevano investito nei titoli cartolarizzati), ovvero il possesso diretto di titoli strutturati per motivi di investimento. Tali circostanze condussero alcuni tra i maggiori istituti di credito statunitensi verso il fallimento, evitato grazie all'intervento del Tesoro di concerto con la FED. La banca di investimento Lehman Brothers, tuttavia, non ricevette aiuti statali o supporto da soggetti privati e avviò le procedure fallimentari il 15 settembre 2008. L'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers innescò una nuova fase di intensa instabilità. La decisione delle Autorità americane di lasciare fallire una grande istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività al di fuori degli Usa, scosse profondamente la fiducia degli operatori alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza sui mercati. Il default Lehman Brothers generò preoccupazioni diffuse sulla solidità di altre banche d'affari e timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori determinò una nuova drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante le banche centrali, come si dirà di seguito, avessero già avviato massicce iniezioni di liquidità.

La crisi apparve sempre più nella sua natura sistemica, con turbolenze senza precedenti che si estesero dal mercato dei prodotti strutturati ai mercati azionari, in particolare ai titoli delle società del settore finanziario, e progressivamente all'intero sistema finanziario evidenziando un elevato grado di interconnessione. Per effetto dell'esposizione diretta o indiretta delle banche di alcuni paesi europei al fenomeno dei mutui *subprime*, il contagio si estese anche all'Europa.

In breve tempo, la crisi dei mutui *subprime* si trasferì all'economia reale statunitense ed europea, provocando una caduta di reddito e occupazione. A tale caduta concorsero la restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni (cosiddetto effetto ricchezza) e il progressivo deterioramento delle aspettative di famiglie e imprese, con conseguenti ripercussioni su consumi e investimenti. Le interdipendenze commerciali tra paesi, infine, comportarono una pesante riduzione del commercio mondiale.

L'aggravarsi della crisi spinse il governo americano a intervenire con un piano di salvataggio del sistema finanziario e dei grandi istituti di credito statunitensi, articolato sia in operazioni di nazionalizzazione sia in programmi di acquisto di titoli privati. Durante il biennio 2007-2009, il programma di acquisto di titoli cartolarizzati Tarp (*Troubled asset relief program*), la cui ampiezza era inizialmente fissata a 700 miliardi di dollari, raggiunse complessivamente 7.700 miliardi di dollari e comportò immissione di liquidità sul mercato bancario a tassi prossimi allo zero dalla FED a sostegno di banche e compagnie di assicurazione.

In Europa, la crisi toccò per prima Northern Rock, quinto istituto di credito britannico specializzato nei mutui immobiliari, oggetto a metà settembre del 2007 di una corsa agli sportelli. La Banca centrale britannica procedette alla nazionalizzazione dell'istituto, impegnando circa 110 miliardi di sterline. A questo intervento ne seguirono altri, anche nella forma di ricapitalizzazioni e acquisti di obbligazioni a sostegno di varie banche in crisi.

Consistenti piani di salvataggio per istituti di credito in difficoltà vennero predisposti da Belgio, Danimarca, Francia, Germania<sup>97</sup>, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e

<sup>&</sup>lt;sup>97</sup> In particolare in Germania gli aiuti pubblici alle banche sono stati di ammontare considerevole, sia sotto forma di garanzie sulle passività bancarie sia sotto forma di sottoscrizione di azioni o titoli subordinati (oltre 380 miliardi di euro di garanzie e circa 56 di capitale).

Svezia. Nel complesso gli aiuti erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali raggiungono i 3.166 miliardi di euro in Europa<sup>98</sup>, sotto forma di garanzie (2.443 miliardi), ricapitalizzazioni (472 miliardi) e linee di credito e prestiti (251 miliardi; dati MBRES a dicembre 2013). I salvataggi bancari accrebbero in modo significativo il debito pubblico dei paesi coinvolti, gettando i presupposti per la cosiddetta crisi del debito sovrano. Oltre agli interventi pubblici di salvataggio e nazionalizzazione di alcuni istituti in maggiore difficoltà, in molte giurisdizioni, i *securities regulators* (la Consob tra i primi) hanno attivato misure di intervento urgenti, come il divieto di vendite allo scoperto di titoli azionari. Alla luce di tali vicende successivamente è stato adottato un Regolamento europeo in materia, in vigore dal novembre 2012.

La crisi ha messo in discussione, inoltre, la capacità di tenuta di quasi tutti i comparti della regolamentazione del sistema finanziario, da quella sui requisiti di capitale a quella sui principi contabili, per l'attitudine a creare un sistema di incentivi distorto e deresponsabilizzante. È emersa, inoltre, la necessità di rivedere l'approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario (tra i quali quello relativo ad agenzie di rating, fondi speculativi e mercati cosiddetti *over the counter*), e di dettare standard più vincolanti in materia di *governance* delle imprese, soprattutto per ciò che riguarda le politiche di remunerazione dei manager e di gestione dei rischi.

Gli eventi occorsi hanno messo in evidenza, infine, la necessità di una riforma degli assetti istituzionali della supervisione finanziaria in Europa e negli Usa. Da queste riflessioni, a seguito di ampio e articolato dibattito, in Europa è stata disegnata una nuova architettura istituzionale volta a promuovere regole armonizzate e prassi uniformi di vigilanza e applicazione delle norme.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>98</sup> In Spagna il più consistente intervento di ricapitalizzazione ha coinvolto il fondo europeo di salvataggio (EFSF), che nel 2012 ha erogato un prestito allo Stato di oltre 30 miliardi di euro; tale somma costituisce la prima tranche dei 100 miliardi di aiuti concessi dall'Unione Europea al Paese per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione del sistema bancario domestico.

In Italia, invece, il sistema bancario non è stato assistito da significativi interventi di sostegno pubblico sino alla fine del 2011. Lo Stato si è limitato, infatti, a sottoscrivere obbligazioni subordinate, per un ammontare complessivo di poco più di 4 miliardi di euro, emesse da quattro banche, a fronte dell'impegno degli istituti emittenti a non ridurre il credito erogato all'economia reale. Le maggiori difficoltà per le banche italiane sono state determinate, invece, dalla crisi del debito sovrano che, acuitasi dalla metà del 2011, ha provocato un deterioramento degli attivi bancari a causa dei consistenti investimenti diretti degli istituti di credito in titoli pubblici domestici. L'intervento dello Stato, in tal caso, ha preso la forma di garanzia pubblica sulle obbligazioni emesse dalle banche (per un ammontare di circa 120 miliardi) con l'obiettivo di alleviarne le difficoltà di provvista attraverso la riduzione del costo della raccolta obbligazionaria e l'accesso alle operazioni di rifinanziamento presso la BCE garantite dagli stessi titoli obbligazionari.

### 4.7 La crisi del debito sovrano del 2010-2011

La crisi del debito sovrano nell'Area euro trova le sue radici nella crisi del settore dei mutui residenziali statunitensi<sup>99</sup>.

In seguito alla crisi *subprime*, infatti, numerosi istituti di credito europei hanno sperimentato gravi difficoltà e sono stati salvati da interventi pubblici. Questi ultimi hanno esacerbato gli squilibri di finanza pubblica dei Paesi più vulnerabili, concorrendo a provocare una contrazione del Pil a livello globale dell'uno per cento circa nel 2009. In particolare, mentre i principali paesi in via di sviluppo hanno sperimentato una significativa riduzione dei propri tassi di crescita, i paesi industrializzati hanno registrato una variazione del prodotto interno lordo negativa. Per l'Italia la contrazione del prodotto nel 2009 è risultata prossima al 5 per cento, configurando una delle più gravi recessioni dal dopoguerra.

#### L'antefatto

Nell'imminenza dello scoppio della crisi del debito sovrano, i paesi dell'eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. I cosiddetti Paesi *core* (come la Germania) si connotavano per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), o "periferici", si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL e, non ultimo, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi.

Nonostante tali differenze, nel 2010 l'Area euro ha beneficiato della ripresa economica che ha interessato le principali economie avanzate, sebbene con ritmi e modalità eterogenei tra paesi e aree geografiche: i tassi di crescita del Pil hanno raggiunto i valori pre-crisi negli Stati Uniti e in Germania, ma si sono mantenuti a livelli significativamente inferiori nel Regno Unito e in molti paesi dell'Area euro (tra i quali l'Italia;

Il dissesto dei conti pubblici della Grecia, reso noto nell'ottobre 2009, ha segnato, tuttavia, il passaggio a una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano, interrompendo la ripresa già incerta. La crisi ha avuto epicentro nei paesi periferici dell'eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi estendersi nel corso del 2011 a Spagna e Italia.

### La crisi e le misure di contrasto

<sup>99</sup> http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011

Nel corso del 2010, a maggio in particolare, i paesi dell'Eurozona e il FMI hanno approvato un prestito di salvataggio per la Grecia di 110 miliardi di euro (30 da parte del FMI). Successivamente, nel mese di novembre, è emersa la crisi del sistema bancario irlandese: il Governatore della banca centrale irlandese ha rivelato che le perdite delle banche domestiche ammontavano a 85 miliardi di euro (pari al 55% del PIL) e le istituzioni europee con la partecipazione del FMI hanno approvato un piano di sostegno per un ammontare pari a 85 miliardi di euro. A maggio 2011, UE, BCE e FMI (la cosiddetta Troika) hanno concesso un prestito di 78 miliardi di euro anche al Governo portoghese.

Le tensioni di questi paesi si sono riflesse immediatamente su tutti i principali mercati finanziari, ove si sono registrati cali di ampie dimensioni, in alcuni casi comparabili a quelli verificatisi nel corso della crisi del 1929. Le maggiori agenzie di rating hanno inoltre abbassato il merito di credito di diversi paesi europei e, conseguentemente, di diverse banche con sede in tali paesi o con consistenti esposizioni in titoli pubblici di paesi in difficoltà, amplificando in molti casi le turbolenze sui mercati.

Il comparto dei titoli bancari, in ragione dei profondi legami con il settore pubblico, è risultato quello maggiormente esposto al contagio, tanto da far registrare, nel 2011, un ribasso superiore a quello degli altri comparti in tutte le economie avanzate.

Gli effetti della crisi hanno poi trovato nelle dinamiche connesse alle concessioni di credito bancario un veloce canale<sup>100</sup> di trasmissione verso l'economia reale: a partire dall'inizio del 2009 si sono registrati, infatti, forti segnali di irrigidimento degli standard di concessione del credito da parte del sistema bancario sia in Europa sia negli Usa. I dati segnalavano evidenze sia del cosiddetto razionamento in senso forte, consistente in un vero e proprio rifiuto di accordare nuovi finanziamenti, sia del cosiddetto razionamento in senso debole, consistente

<sup>&</sup>lt;sup>100</sup> I canali di trasmissione della crisi del debito sovrano alle banche domestiche sono molteplici. Le banche detengono tipicamente quote consistenti di titoli pubblici in portafoglio sia per motivi di investimento e come fonte primaria di garanzia nei mercati pronti contro termine. Tensioni sul mercato secondario dei titoli di Stato comportano, quindi, da un lato un deterioramento della qualità degli attivi bancari e, dall'altro, un aumento del costo della raccolta attraverso l'incremento dei margini sulle garanzie nelle operazioni di repo. Il merito di credito delle banche, inoltre, viene determinato anche dalla garanzia pubblica implicita che risente dello standing creditizio dello Stato di appartenenza.

nella concessione di finanziamenti a condizioni tanto onerose da indurre il debitore a rifiutare l'offerta di credito

Le manovre di contenimento della spesa (cosiddetta *austerity*) attuate, prima dai Governi degli Stati in difficoltà e poi da tutti gli Stati membri dell'Unione, hanno infine concorso a rallentare la crescita inducendo, in alcuni casi, una vera e propria recessione.

La crisi si è manifestata in tutta la sua gravità a partire dai primi giorni di luglio 2011, quando ha investito anche l'Italia (terza economia dell'Unione) e in minor misura la Spagna (quarta economia dell'Unione). Con riferimento all'Italia, il rendimento dei Btp decennali ha raggiunto livelli prossimi al 7 per cento, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Il differenziale di rendimento rispetto al Bund tedesco (il cosiddetto *spread*) è passato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base (570 punti nel mese di novembre). Un ampliamento così consistente dello *spread* è stato il risultato dell'effetto combinato da un lato dell'incremento della percezione del rischio sovrano italiano e dall'altro della preferenza degli investitori verso i titoli tedeschi, considerati più sicuri (cosiddetto *flight to quality*).

Tutt'altro che trascurabile è risultata, inoltre, la componente legata all'effetto contagio, ossia la quota di *spread* che non deriva dalla situazione macroeconomica e di finanza pubblica del singolo paese, ma dalla "crisi di fiducia" degli operatori di mercato. Come mostra uno studio della Consob del 2012, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008, alcuni paesi europei hanno sperimentato una crescente penalizzazione registrando differenziali di rendimento dei relativi titoli pubblici rispetto al Bund tedesco, sempre meno guidati dall'andamento dei fondamentali economici e fiscali e sempre più legati a fenomeni di contagio. Per l'Italia ciò ha comportato una penalizzazione costante e progressivamente crescente con l'aggravarsi della crisi, fino a raggiungere, nella prima metà del 2012, un sovraprezzo sui rendimenti dei suoi titoli stimabile in circa 180 punti base.

L'Unione europea è intervenuta, in momenti diversi, tramite il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) costituito dai membri dell'Area euro nel 2010 al fine di aiutare gli Stati membri in difficoltà, fornendo prestiti, ricapitalizzando banche e comprando titoli di debito sovrano. Tali iniziative hanno determinato un'attenuazione solo temporanea delle tensioni sul debito sovrano europeo, apparendo agli operatori di mercato come interventi poco risolutivi.

Le forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario hanno poi spinto la BCE ad adottare una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Agli strumenti di rifinanziamento esistenti si sono affiancati le aste a scadenza annuale con soddisfacimento illimitato e l'acquisto di titoli di Stato della area euro sul mercato secondario.

Negli anni gli interventi della BCE si sono fatti sempre più incisivi. Le due Long Term Refinancing Operations (LTROs) hanno avuto effetti positivi parziali e sono servite solo ad arginare la crisi. L'OMT di settembre 2012, con l'acquisto illimitato di titoli governativi, ha rappresentato un forte segnale da parte della BCE. Nel settembre 2014 la BCE ha assunto due misure straordinarie, il Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO) e l'acquisto di titoli ABS e Covered Bond, misure attraverso le quali la BCE e gli organismi internazionali hanno dimostrato di avere ormai il polso della gravità della crisi.

Le condizioni di mercato eccezionali generate dalla crisi del debito sovrano hanno ostacolato, tuttavia, la trasmissione all'economia reale delle azioni di stimolo adottate dalla BCE. In particolare la frammentazione del mercato finanziario unico ha impedito alle misure di politica monetaria di generare un miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento per le banche dei paesi più esposti alla crisi. Inoltre, le tensioni che le banche hanno sperimentato sul fronte della redditività (in un contesto di bassi tassi di interesse), della provvista e del deterioramento degli attivi legato al peggioramento della qualità del credito, hanno ridotto la propensione degli istituti bancari a ridurre il costo dei prestiti a famiglie e imprese.

Nei primi mesi del 2015, i mercati azionari hanno beneficiato del miglioramento delle aspettative indotto dal programma di acquisto di titoli della BCE (EAPP, cosiddetto *quantitative easing*) approvato a gennaio e attivato all'inizio di marzo, che ha esteso il programma di acquisto sul mercato secondario di titoli emessi dal settore privato, in particolare ABS e *covered bonds*, anche ai titoli pubblici denominati in euro. Conseguentemente, il*market sentiment* degli investitori nell'Area euro (implicito nei rendimenti dei mercati azionari) è migliorato mostrando un netto rialzo e interrompendo la dinamica decrescente osservata a fine 2014, connessa alla debole crescita economica e alle pressioni deflazionistiche in atto.

La durata del programma EAPP è sostanzialmente indeterminata. L'intervento, infatti, è destinato a durare almeno fino a fine settembre 2016 ma potrebbe proseguire fino a quando l'inflazione non sarà tornata stabilmente su livelli prossimi all'obiettivo di medio periodo della BCE (ossia attorno al 2% annuo). Il programma prevede acquisti di titoli (pubblici e privati) fino a 60 miliardi di euro mensili per un ammontare complessivo di circa 1.140 miliardi di euro, di cui si stima 900 miliardi di titoli emessi da istituzioni pubbliche. La ripartizione degli acquisti per paese sarà fatta in proporzione del contributo delle banche centrali nazionali al capitale della BCE (mantenendo una certa flessibilità negli acquisti mensili) e riguarderà titoli con scadenze comprese fra 2 e 30 anni. Con riferimento all'Italia, in base alle prime operazioni effettuate dalla BCE sul mercato secondario, si può stimare che l'acquisto di titoli pubblici si attesterà attorno ai 150 miliardi di euro (equivalente all'11,6% delle titoli in circolazione e al 30% circa delle emissioni previste per il biennio 2015-2016). Il quantitative easing, finalizzato a influenzare variabili finanziarie e reali attraverso il canale del tasso di interesse, ha una portata più ampia delle misure di politica monetaria che l'hanno preceduto, indirizzate principalmente al settore bancario e volte a ristabilire il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia attraverso il canale bancario (cosiddetto bank lending channel).

In seguito all'annuncio dell'EAAP, i rendimenti del debito sovrano sono scesi a livelli eccezionalmente bassi in tutta l'area euro e su tutte le scadenze. Conseguentemente la percezione del rischio sovrano per i paesi dell'Eurozona si è notevolmente attenuata, come si rileva anche dell'andamento dei prezzi dei CDS sul debito pubblico e dai rating impliciti nelle quotazioni di mercato. Il calo dei rendimenti di titoli pubblici ridurrà la spesa per il servizio del debito e renderà più agevole la realizzazione delle misure di contenimento del deficit da parte dei paesi con maggiori squilibri di finanza pubblica.

#### Politiche per superare la crisi

La crisi scoppiata nel 2007 ha messo in evidenza i limiti della teoria mainstream, adatta a descrive un'economia gran, all'interno della quale le profonde recessioni, come quella che ha colpito l'economia mondiale in questi anni, non possono verificarsi. Avendo come riferimento questa teoria, gli economisti conservatori, hanno considerato gli eventi recenti come un fenomeno accidentale. Sicuramente esiste una stretta relazione tra la natura della crisi e la definizione delle politiche ritenute necessarie per affrontarla, in quanto una terapia, presuppone una diagnosi.

Lo scopo principale di questo paragrafo consiste nel dimostrare che le politiche definite dagli economisti mainstream sono inadatte a superare la crisi, poiché non è credibile ipotizzare che da una diagnosi sbagliata scaturisca una terapia ufficiale.

La condizione necessaria per definire politiche efficaci consiste nel riconoscere che la crisi contemporanea non è un fenomeno accidentale, ma ha natura endogena e strutturale. In poche parole è necessario riconoscere che questa crisi è maturata all'interno di un sistema economico che ha caratteristiche profondamente diverse da quelle descritte dalla teoria tradizionale di derivazione neoclassica.

Il secondo obiettivo di questo paragrafo è invece quello di definire le caratteristiche di queste politiche.

#### Le politiche mainstream

Esiste una sostanziale continuità tra le politiche adottate per superare la stagflazione degli anni Settanta del secolo scorso e quelle definite per affrontare la crisi contemporanea. Le ultime sono state inspirate dalla stessa ideologia neoliberista che ha favorito i comportamenti e le decisioni che hanno prodotto la crisi. Anche i problemi odierni, come quelli degli anni settanta, vengono attribuiti alla eccessiva presenza dello Stato nella sfera economica. Anche in questo caso la terapia consiste nel in primo luogo nell'adottare una serie di misure che mirano a ridurre i disavanzi pubblici e il livello della spesa pubblica, al fine di diminuire la pressione fiscale. In secondo luogo, la ricetta prevede l'attuazione di riforme, definite strutturali, relative in particolare al mercato del lavoro, che rimuoveranno gli ostacoli che impediscono alle forze del mercato di operare pienamente. Terzo, la politica mainstream prevede di rafforzare la capacità delle banche di sopportare gli effetti di una riduzione improvvisa del loro attivo, mediante una regolamentazione che aumenti la loro quota di capitale <sup>101</sup>.

#### Politiche di austerità

Le politiche di austerità mirano a ridurre il peso dei bilanci pubblici contraendo spese e, contemporaneamente, la pressione fiscale. Una delle principali conseguenze della crisi, riguarda il peggioramento dei conti pubblici, dovuto da un lato, all'incremento della spesa destinata a sostenere il sistema bancario e a contrastare gli effetti della crisi sul mercato del lavoro, dall'altro, a una riduzione delle entrate provocata dalla caduta dei redditi.

<sup>&</sup>lt;sup>101</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

Nella zona Euro, il problema dei conti pubblici è stato aggravato dalla contrapposizione tra la situazione dei paesi virtuosi e quella dei paesi considerati invece non virtuosi, quali: Portogallo, Italia, Grecia e Spagna, indicati con il dispregiativo PIGS.

La pesante condizione dei conti pubblici dei paesi meno virtuosi è diventata simbolo stesso della crisi. La situazione dei conti pubblici permetteva infatti di attribuire ai governi che si erano indebitati eccessivamente la responsabilità della crisi e consentiva, inoltre, di definire una facile via d'uscita che consisteva nel trasformare i paesi più indisciplinati in paesi virtuosi. Come era già avvenuto negli anni Settanta, il settore pubblico veniva individuato come il principale responsabile della crisi<sup>102</sup>

L'impostazione appena citata, è autorevolmente testimoniata dalla lettera che nell'agosto del 2011 fu inviata al governo italiano, firmata dal presidente uscente della BCE, Jean-Cloude Trichet, e dall'allora governatore della banca d'Italia e suo successore, Mario Draghi. All'interno della lettera, si sosteneva la necessità di raggiungere il pareggio di bilancio entro il 2013 e di ridurre la spesa pubblica mediante la riforma del sistema pensionistico e la riduzione dei costi associati all'impiego dei dipendenti pubblici.

Altra espressione della politica di rigore adottata in Europa è costituta dall'adozione, avvenuta nel marzo del 2012, del Fiscal Compact o Piano di Stabilità, contenuto all'interno del trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione Europea, sottoscritto dai 27 paesi dell'Unione Europea con l'eccezione di Regno Unito e Repubblica Ceca.

Le misure proposte dagli economisti mainstream non mirano soltanto a ridurre i disavanzi e i debiti pubblici, ma anche a ridimensionare i bilanci pubblici. Anche un bilancio in pareggio può costituire un ostacolo al processo di crescita se le dimensioni delle spese e delle entrate sono elevate, poiché, secondo la versione ispirata dalla teoria neoclassica, il tettore pubblico sottrae risorse che famiglie e imprese saprebbero impiegare in maniera più produttiva<sup>103</sup>.

Il contenimento della spesa pubblica, viene considerato come lo strumento che permette di ridurre la pressione fiscale sulle imprese al fine di stimolare gli investimenti, dato che le imprese che si aspettano di pagare meno tasse sono indotte a investire di più.

<sup>&</sup>lt;sup>102</sup> Visco, Crisi finanziaria, debiti privati e debiti pubblici, 2013.

<sup>&</sup>lt;sup>103</sup> Alesina, Givazzi, Troppo stato in quell'agenda, 2008.

#### Le riforme strutturali

La seconda componente delle politiche anticrisi mainstream consiste nelle riforme strutturali che dovrebbero rimuovere gli ostacoli che frenano la concorrenza e la flessibilità dei mercati. L'esempio che meglio può spiegare, cosa si intende con riforme strutturali è contenuto nella lettera di Trichet e Draghi che invitavano le autorità italiane ad intraprendere: "un'azione pressante [...] per ristabilire la fiducia degli investitori" mediante l'introduzione di due ordini di riforme.

In primo luogo le riforme dirette ad incrementare la concorrenza nell'ottica dei servizi, in particolare dei servizi pubblici. Il secondo ordine di riforme riguardava invece il mercato del lavoro.

In relazione alle riforme strutturali la banca d'affari J.P. Morgan in un report relativo all'Europa. Ha sostenuto che le maggiori responsabilità di paesi sul d'Europa (Portogallo, Italia e Spagna) hanno origine politica testimoniate dalle caratteristiche della Costituzione di cui essi si sono dotati dopo la caduta delle rispettive dittature fasciste. Queste sono costituzioni profondamente influenzate dalle idee socialiste, che prevedevano, che prevedevano quindi, forte tutele a favori dei lavoratori ai quali è riconosciuto: "il diritto di protestare se vengono proposte modifiche sgradite allo statos quo". La banca centrale conclude che queste Costituzioni sono un ostacolo al processo di integrazione europea<sup>104</sup>.

#### La regolamentazione del sistema finanziario

A partire dal 2008, dopo il fallimento di Lehaman Brothers, la questione della regolamentazione del sistema finanziario ha assunto una posizione di primo grado nell'agenda delle autorità del governo dei vari paesi.

Gli economisti mainstream tendono a trascurare, da un lato, i processi, iniziati negli anni Settanta, di deregolamentazione dei mercati e di liberalizzazione dei movimenti di capitale, e dall'altro, la prevalenza dei comportamenti speculativi all'interno dei mercati finanziari. Essi, ritengono, invece, che la crisi, sia stata provocata dall'adozione di un sistema di regole sbagliate da parte di autorità politiche troppo accondiscendenti nei confronti delle pressioni delle lobby dell'industria finanziaria.

Ad esempio, questa subalternità riguarda le norme relative al livello della leva finanziaria delle banche, cioè dal rapporto tra il proprio e l'attivo bancario 105.

<sup>&</sup>lt;sup>104</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

<sup>&</sup>lt;sup>105</sup> Alesina, Givazzi, La crisi. Può la politica salvare il mondo?,2008.

Questo sistema di norme è l'espressione di quella finanza clientelare, che si basa su regole del gioco truccate che favoriscono gli interessi delle grandi istitutioni finanziarie. la crisi sarebbe, quindi la conseguenza di una cattiva politica assertiva agli interessi dell'industria della finanza.

La causa fondamentale della fragilità del sistema bancario, che a sua volta è all'origine della crisi contemporanea, consiste nell'eccessivo indebitamento delle banche e quindi nell'elevato valore della leva finanziaria. Questi hanno concluso che la misura fondamentale della nuova regolamentazione dovesse necessariamente consistere nell'imporre un forte aumento della quota di capitale proprio delle banche. Tanto è più alta questa quota, tanto sarà maggiore la capacità delle banche di assorbire gli effetti di variazioni negative dei valori dell'attivo senza rischiare il fallimento<sup>106</sup>.

#### I limiti delle proposte mainstream

L'insieme delle proposte appena descritte, anche se in prima battuta potrebbero sembrare condivisibili, presenta un limite fondamentale: queste sono definite prendendo in considerazione una c.d. economia grano, che rappresenta un sistema economico dove la crisi non avrebbe potuto accadere, in quanto un settore pubblico onnipresente, che sottrarre risorse che i privati saprebbero impiegare in modo più efficiente, frena la crescita, ma non può provocare né crisi finanziaria, né una profonda recessione. Le politiche di austerità, le riforme strutturali e la regolamentazione del sistema bancario, mirano a far funzionare meglio il sistema, eliminando le rigidità e gli sprechi di risorse che frenano la crescita.

Altro elemento che indebolisce le proposte degli economisti mainstream è costituito dal fatto che un'economia grano non è soltanto un sistema economico in cui non si verificano crisi disastrose come quella avvenuta dopo il 2007, ma è anche un sistema economico di cui non dovrebbero più esistere tracce nella realtà, poiché in un'economia grano il problema che costringe il sistema l'umanità a lavorare per produrre i beni necessari alla propria sopravvivenza avrebbe dovuto essere superato già da tempo.

Il secondo obiettivo di questo paragrafo consiste nell'andare a definire delle politiche coerenti con le caratteristiche di un economia monetaria, ovvero un sistema non ergodico, in continua trasformazione, che non converge verso una condizione reale come lo stato stazionario definito dagli stessi economisti classici e descritto da Keynes nel suo scritto del 1930.

<sup>&</sup>lt;sup>106</sup> Bertocco G., La crisi e la responsabilità degli economisti, 2015.

Il continuo processo di trasformazione che contraddistingue una economia non ergodica è il risultato di due forza fondamentali. La prima è costituita dalla innovazioni introdotte dagli imprenditori e finanziata dalla liquidità creata dal sistema finanziario. La seconda corrisponde a quella che Douglass North, premio Nobel per l'economia, definisce le istituzioni, cioè l'insieme delle norme formali e informali e i meccanismi sanzionatori, che definiscono le regole del gioco che influenzano il comportamento dei membri di una collettività.

Le caratteristiche del sistema istituzionale, dipendono dalle c.d. credenze dominanti, che corrispondono a teorie elaborate da coloro che sono nelle condizioni di prendere decisioni. Queste credenze rappresentano sia un modello positivo di come funziona il sistema, si a un modello normativo del modo in cui esso dovrebbe funzionare.

Sulla base di quanto detto, è possibile affermare che, la crisi contemporanea richiede l'elaborazione di una politica fondata su di una credenza differente da quella offerta dai mainstream. Una credenza che tenga conto delle caratteristiche considerate all'interno di un'economia monetaria.

### TABELLA RIEPILOGATIVA CRISI 2007

La bolla immobiliare	• dal 2000 e fino alla metà del 2006 i
	prezzi delle abitazioni sono cresciuti
	in maniera costante e significativa;
	<ul> <li>generano una vera e propria bolla</li> </ul>
	immobiliare;
	• dinamica favorita dalla politica
	monetaria accomodante della FED;
	• la FED mantiene i tassi di interesse
	bassi fino al 2004, in risposta alla
	crisi della <u>bolla internet</u> e all'attacco
	dell'11 settembre 2001.
La politica monetaria	Tassi di interesse bassi equivalevano
	a un basso costo del denaro per i
	prenditori dei fondi;
	• la bolla immobiliare, rende
	conveniente la concessione di mutui
	da parte delle istituzioni finanziarie;
	• in caso di insolvenza del mutuatario,
	potevano comunque recuperare il
	denaro prestato attraverso il
	pignoramento e la rivendita
	dell'abitazione.
	won worther the control of the contr
La cartolarizzazione	operazione che sostiene la crescita
	dei mutui <i>subprime</i> ;
	La cartolarizzazione ha consentito
	alle banche, di liberarsi del rischio di
	insolvenza dei prenditori dei fondi;

	<ul> <li>indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti.</li> <li>In un contesto di bassi tassi di interesse, i titoli cartolarizzati sono stati sottoscritti da molti investitori sia negli USA sia in Europa.</li> <li>La sottoscrizione crea i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie europee.</li> </ul>
L'espansione della leva finanziaria	<ul> <li>passaggio del modello di business delle banche dall'approccio originate and hold all'approccio originate and distribute.</li> <li>le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata.</li> <li>Ciò consentiva loro di realizzare profitti molto elevati, ma le esponeva anche al rischio di perdite ingenti.</li> </ul>
Il ruolo delle agenzie di rating	<ul> <li>Il rating, esprimeva i risultati di stime basate sui modelli di valutazione adottati dalle agenzie e risultava pertanto assoggettato ai limiti che le ipotesi alla base dei modelli stessi potevano presentare.</li> <li>Tali limiti divennero evidenti in seguito allo scoppio della</li> </ul>

	crisisubprime, quando divenne chiaro
	che le agenzie avevano utilizzato
	modelli non sufficientemente
	sofisticati, ovvero basati su ipotesi e
	scenari sull'evoluzione del quadro
	congiunturale troppo ottimistici.
	• le agenzie avevano assegnato rating
	troppo generosi e si erano dimostrate
	troppo caute nel rivedere il proprio
	giudizio sugli emittenti che
	incominciavano a manifestare i primi
	segnali di crisi.
La scoppio della bolla immobiliare	• Nel 2004, la FED innalza i tassi di
	interesse in risposta alla ripresa
	dell'economia statunitense;
	I mutui divennero sempre più costosi
	• aumentarono i casi di insolvenze
	delle famiglie incapaci di restituire
	rate sempre più onerose.
	• si riduce la domanda di immobili, con
	conseguente scoppio della bolla
	immobiliare e contrazione del valore
	delle ipoteche a garanzia dei mutui
	esistenti.
Il contagio nel settore bancario	Le istituzioni finanziarie coinvolte
	nell'erogazione dei mutui subprime
	registrarono pesanti perdite.
	• da luglio 2007 e per tutto il 2008,
	declassamenti del merito di credito di
	titoli cartolarizzati da parte delle
	agenzie di rating.

la liquidità reperire necessaria, poiché nessun istituto finanziario era disposto a fare loro credito. scarsa chiarezza crisi di fiducia di fiducia che sviluppò dunque una crisi di liquidità. Le banche subirono pesanti perdite non solo per l'esposizione verso le società-veicolo Tali circostanze condussero alcuni tra maggiori istituti di credito statunitensi verso il fallimento. grazie all'intervento del evitato Tesoro di concerto con la FED. La banca di investimento Lehman Brothers, tuttavia, non ricevette aiuti statali o supporto da soggetti privati e avviò le procedure fallimentari il 15 settembre 2008. crisi finanziaria La si trasmette La crisi dei mutui *subprime* si trasferì all'economia reale all'economia reale statunitense ed europea, provoca una caduta di reddito e occupazione. Si restringe il credito bancario a famiglie e imprese il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni deterioramento delle aspettative di famiglie e imprese, con conseguenti

alcune banche, non sono in grado di

	ripercussioni su consumi e investimenti.  • Le interdipendenze commerciali tra paesi, infine, comportarono una pesante riduzione del commercio mondiale.
Le misure delle istituzioni statunitensi	<ul> <li>piano di salvataggio del sistema finanziario e dei grandi istituti di credito statunitensi;</li> <li>articolato sia in operazioni di nazionalizzazione sia in programmi di acquisto di titoli privati.</li> <li>Tarp</li> </ul>
Le misure delle istituzioni europee	<ul> <li>la crisi tocca per prima Northern Rock,</li> <li>Consistenti piani di salvataggio per istituti di credito in difficoltà vennero predisposti da Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia.</li> <li>Nel complesso gli aiuti erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali raggiungono i 3.166 miliardi di euro in Europa.</li> </ul>
Gli interventi dei securities regulators e la riforma degli assetti di vigilanza	<ul> <li>divieto di vendite allo scoperto di titoli azionari.</li> <li>Regolamento europeo in materia, in vigore dal novembre 2012;</li> </ul>

- emerge la necessità di rivedere l'approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario, e di dettare standard più vincolanti in materia di *governance* delle imprese,
- in Europa è stata disegnata una nuova architettura istituzionale volta a promuovere regole armonizzate e prassi uniformi di vigilanza e applicazione delle norme.

#### **CONCLUSIONI**

La presente tesi nasce con lo scopo di ripercorrere i principali avvenimenti delle recenti crisi economiche e propone una riflessione atta al loro superamento attraverso le politiche economiche realizzate dagli USA e dall'UE in particolare si è cercato di analizzare l'incidenza delle due grandi crisi sull'economia degli USA e dell'UE. La crisi generata dai "mutui subprime" negli USA e quella del debito sovrano in UE, le quali hanno avuto importanti riflessi sull'economia globale.

Nello specifico si è attuata un analisi quanto più possibile sia puntuale sia sintetica sugli avvenimenti occorsi dal 2007, anno dei primi segnali di un'imminente e devastante crisi negli Stati Uniti, passando per il 2010, momento dell'esplosione della crisi sul debito sovrano nell'UE, sino ad arrivare ai tempi attuali.

L'elaborato è stato strutturato in quattro capitoli. Il primo capitolo introduttivo, tratta dell'Europa e degli Stati Uniti nella crisi; il capitolo in primo luogo si concentra sui fallimenti del mercato alla luce della crisi del 2007 e del 2010, dapprima analizzando la situazione USA, e in secondo luogo quella Europa, per comprendere il comportamento della Fed e della BCE di fronte alla crisi e le soluzioni volte a sopprimerla, attraverso gli strumenti del *fiscal compact* e *Troubled Asset Relief Program*.

Il secondo e il terzo capitolo, fulcro della trattazione, affrontano rispettivamente la prima e la seconda crisi. Nello specifico il secondo, parte dall'analisi dello scoppio della bolla con il fine di considerare le conseguenze della crisi e la necessità d'intervento da parte dello stato, il comportamento delle banche centrali, la vulnerabilità del settore privato e il ruolo di *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, la bancarotta di *Lehman Brothers*, che anche se non fu la causa principale della crisi, fu il momento in cui divenne chiaro che, molto

presto, la crisi avrebbe raggiunto proporzioni globali. Inoltre il capitolo considera gli interventi volti a risanare la situazione di cui il piano Tarp del ministro dell'economia statunitense Henry Pualson ne è stato un importante esempio. Con l'aggravarsi della crisi, si trovò costretto a mettere in atto un paino di salvataggi del sistema finanziario americano che venne approvato il 3 ottobre del 2008 dal Congresso degli Stati Uniti. Per andare a soccorrere i grandi istituti di credito e le banche americane, ridotte a rischio di fallimento, con un pacchetto di aiuti da 700 miliardi di dollari per stabilizzare il sistema finanziario americano. Il piano Tarp, infatti che prevedeva un programma di interventi statali in più fasi nel cuore dell'economia Usa, ponendo fine al modello economico della deregulation reganiana.

Per quanto concerne il terzo capitolo, questo prende in considerazione la seconda crisi e il debito sovrano europeo partendo con alcune osservazioni di carattere generale per concentrarsi poi sulla crisi sistematica nell'area euro focalizzando in prima battuta l'attenzione sul six pack, il pacchetto di riforme approvato dal Parlamento Europeo nell'ottobre del 2011 ed entrato in vigore a partire dal 12 dicembre dello stesso anno. Lo scopo di questo è stato quello di introdurre multe europee per gli stati in materia di austerity. All'interno del capitolo, si è poi proceduto ad analizzare come la crisi, abbia impattato in Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia. Inoltre il capitolo prende in considerazione l'architettura europea, poiché nell'autunno del 2009 all'interno dell'Unione Europea, la Commissioni e il Comitato di Larosière hanno riforma relazione un'importante in all'architettura approvarono supervisione. A tal proposito dal 2011, sono operativi nuovi organismi, introdotti proprio dalla riforma, quali il comitato europeo per il rischio sistemico, con funzioni di vigilanza macroprudenziale e tre autorità europee di vigilanza microprudenziale, distinte in relazione al settore di intermediazione (bancario, mobiliare e assicurativo) che insieme alle autorità nazionali,

costituiscono il Sistema europeo di supervisione finanziaria, ossia, *European System of Financial Supervision*, *ESFS*.

La novità di maggior importanza è l'European Systemic Risk Board (ESRB), ossia, il Comitato europeo per il rischio sistemico, con sede a Francoforte, il quale gode di piena indipendenza e esplicite responsabilità in materia di vigilanza macroprudenziale, raccogliendo informazioni rilevanti, segnalando le aree di rischio sistemico, formulando raccomandazioni per l'adozione, a livello europeo o nazionale, di interventi correttivi. Altro punto affrontato all'interno del capitolo sono le politiche macroprudenziali e microprudenziali, in quanto la crisi ha insegnato che le politiche macroprudenziali, fino a qualche anno fa poco considerate, sono di fondamentale importanza in quanto interagiscono in maniera complessa con le politiche monetarie e la crisi di questi ultimi anni, mostra come la politica monetaria riesce in maniera attiva ad influenzare diverse variabili, come i prezzi delle attività finanziarie e reali e le condizioni di offerta e di credito dell'economia, il cui andamento è di fondamentale importanza per mantenere la stabilità finanziaria e di come, le politiche micro e macro siano tra di loro strettamente connesse, in quanto la vigilanza microprudenziale ha come obiettivo la sana e prudente gestione dei singoli soggetti vigilati, limitando anche il rischio aggregato e la prociclicità del sistema finanziario.

Infine il capitolo prende in considerazione, l'evoluzione degli assetti di vigilanza e del quadro normativo europeo post crisi, ripercorrendo inoltre gli eventi e gli interventi chiavi di questa.

Il quarto e ultimo capitolo propone un excursus storico in materia di crisi, considerando i diversi modi di pensare; questo considera innanzitutto l'evoluzione del pensiero economico partendo dall'economia classica, passando per il grande scisma per finire con la rivoluzione Keynesiana. Inoltre si propone un quadro generale della crisi, con l'obiettivo di andare ad

inquadrare nel migliore dei modi il cuore dell'elaborato evidenziandone le tre principali cause.

La prima, relativa al luogo in cui essa ha avuto origine, poichè la crisi finanziaria che ha provocato la più profonda recessione dopo quella degli anni Trenta del secolo scorso è esplosa negli Stati Uniti, il sistema che possedeva il sistema finanziario più avanzato del mondo. La seconda, riguardante il fenomeno che ha innescato la crisi iniziata nell'estate del 2007, che è costituito dal forte aumento delle insolvenze relative a una particolare categoria di mutui residenziali, i mutui subprime.

La terza, rappresentata dall'evoluzione della crisi dal 2007 a oggi.

Il quarto paragrafo del capitolo è dedicato alla moneta e al credito, secondo la teoria mainstream, in quanto questa descrive un sistema economico che possiede tre fondamentali caratteristiche. In primo luogo si tratta di un'economia in cui vale la teoria quantitativa della moneta, nella versione elaborata sulla base dei lavori di Friedman e Lucas, che distingue tra effetti di lungo periodo e di breve periodo della politica monetaria, affermando che l'obiettivo fondamentale da assegnare alle autorità di politica monetarie è quello di assicurare la stabilità dei prezzi poiché la politica monetaria non ha alcun effetto sulle grandezze reali.

In secondo luogo, si tratta di una economia che ha le caratteristiche di un economia di grano, in cui il fenomeno della finanza può essere definito sulla base della relazione tra decisioni di risparmio, offerta di credito da un lato, e tra domanda di credito e decisioni di investimento dall'altro. Le banche, all'interno di questa economia, sono intermediari finanziari che risolvono i problemi di asimmetria informativa. In terzo luogo, la teoria mainstream descrive un sistema economico in cui il processo di accumulazione della ricchezza e il fenomeno della speculazione non sono rilevanti.

Ma è anche vero che in un sistema economico che possiede queste caratteristiche una crisi innescata dal crollo del mercato dei mutui subprime non avrebbe mai potuto verificarsi. Né la banca centrale né il sistema bancario, avrebbero potuto commettere gli errori che vengono loro imputati, ed è per questo che si passa a descrivere un approccio teorico alternativo considerando il concetto di economia monetaria secondo Keynes e la visione di Schumpeter. Keynes, utilizzò l'espressione "economia monetaria" per indicare un sistema economico in cui la presenza della moneta modifica profondamente la natura degli scambi e le caratteristiche del processo di produzione rispetto a un'economia di baratto. Per sottolineare quest'aspetto egli sostituisce alla classificazione basata sulla distinzione tra un'economia di baratto e un'economia monetaria, la classificazione che separa una real-exchange economy da un'economia monetaria. Ciò che differenza queste due economie non è l'impiego della moneta, poiché entrambe la utilizzano, ma sono gli effetti della presenza della moneta.

Nel caso di real-exchange economy, l'impego della moneta come semplice mezzo di scambio non modifica la struttura del sistema economico che rimane sostanzialmente quella di un'economia di baratto. Al contrario, in un'economia monetaria la presenza della moneta cambia profondamente la struttura del sistema economico: un'economia che utilizza moneta ma la impiega semplicemente come un legame neutrale tra transazioni che riguardano beni reali o attività reali e non le consente di influenzare le motivazioni e le decisioni, potrebbe essere definita, in mancanza di una definizione migliore una real-exchange economy. Mentre Shumpeter, ancora prima di Keynes all'interno della sua opera Teoria dello sviluppo economico, sottolinea che la teoria classica descrive un sistema economico che, nonostante l'impiego della moneta, possiede la struttura di una economia di baratto.

Schumpeter ritiene che la teoria tradizionale sia incapace di spiegare il funzionamento di una economia reale che egli definisce con il termine di economia capitalista, che presenta una struttura profondamente diversa rispetto a quella di baratto. Secondo lo stesso, l'elemento fondamentale che distingue un'economia capitalista da quella descritta dalla teoria tradizionale è costituito dal processo di cambiamento.

Keynes e Schumpeter condividono quindi l'eresia che consiste nell'accettare la tesi della non neutralità della moneta. Da una lato Schumpeter sottolinea il ruolo fondamentale della moneta nel processo di cambiamento che caratterizza un economia capitalista, mentre dall'altro Keynes pone al centro della sua analisi la relazione tra moneta e crisi e quindi il ruolo della moneta nello spiegare le fluttuazioni del reddito e dell'occupazione che caratterizzano un'economia monetaria. Infine si sono messe a confronto a livello concreto le due crisi. Per dimostrare che nonostante gli interventi di politica economica a livello sovra nazionale le criticità presenti negli scenari esposti risultano essere difficilmente risolvibili in maniera completa.

#### **BIBLIOGRAFIA**

Alesina e Givazzi (2008), Troppo stato in quell'agenda, Corriere della sera

Alesina e Givazzi, La crisi. Può la politica salvare il mondo?, Il Saggiatore, Torino,2008

Bernanke, Implications of the Financial Crisis for Economics, 2010

Bernanke. La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni. Il Saggiatore 2014.

Bertocco (2015), La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore

Bertocco, La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore 2015

Blanchard, Macroeconomia: una prospettiva europea, 2009

Buro, Crespi, Tagliabue, DIZIONARIO DI ECONOMIA E FINANZIA. Alpha test edizioni Lavoro e Carriera

Chiminazzo T., Crisi, richezza, povertà. Nuovi modelli pr affrontare la crisi e costruire nuovi scenari, 2009.

De Luca D.M, Dizionario delle balle dei politici, 2014

Hall, The economics and politics of the Euro crisis. German Politics, 21, 2012, pp. 355-71.

Keynes (1933), A monetary theory of production, in Keynes (1973), The collected Writings, Macmillan Pres, Londra, vol. XIII§

Keynes (1936), Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, a cura di Cozzi (2015), UTET

Keynes J.M., Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, 1936 a cura di Cozzi, 2015

KREGEL. Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia nella Nuova Economia Politica. Moneta e Credito, vol. 64 n. 253 (2011), 15-30

Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alla crisi finanziaria, 2010

Romani. Due crisi finanziarie, 2007-2013. Modelli di sviluppo economico 2015

Rossi. *La crisi globale ed europea, le politiche per la stabilità finanziaria*. Banca d'Italia. Capri, 15-16 giugno 2012.

Samuelson e Nordhaus (1993), Economia quattordicesima edizione, Zanichelli Schumpeter (1912), Teoria dello sviluppo economico, Sansoni Editore (1977), Firenze Schumpeter (1939), Il processo capitalistico. Cicli economici, Boroghini(1977), Torino Visco, Crisi finanziaria, debiti privati e debiti pubblici, a cura di, La globalizzazione dopo la crisi. Banca d'Italia 2013

#### **SITOGRAFIA**

http://arjelle.altervista.org/Economia/Pillole/sixpack.htm

http://europa.eu/pol/pdf/qc3209190itc\_002.pdf

http://www.2.standarandpoors.com/

http://www.assbb.it/pagine/pagina.aspx?ID=Archivio\_Pub001&L=IT&news\_from =20150101&news\_to=20170101

http://www.bankpedia.org/index.php/it/90-italian/c/19186-coefficiente-di-liquidita

http://www.borsainside.com/finanzainside/federal-reserve/

http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Mort gage%20Backed%20Securities

http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Credit%20Default%20Swap

http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm

http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/loan-value-182.htm

http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/crisi-mercati-2008/pianopaulson/contenuti/contenuti-piano-paulson.htm

http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano

http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011

http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009

http://www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari#evoluzione

http://www.credith.it/sccredith/wpcontent/uploads/2014/11/finanza\_e\_sviluppo2.pdf

http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission\_eurosys.it.html

http://www.federalreserve.gov/

http://www.glossariodieconomia.com/securitization/677.htm

http://www.hsbc.com/

http://www.ilpost.it/2012/09/15/lehman/2/

http://www.ilpost.it/2014/04/17/fiscal-compact/

http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Tecnologia/B/Bolla-new-economy-e-dot-com.shtml

http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/10/senato-usa-approva-piano-paulson.shtml

http://www.repubblica.it/economia/2011/08/22/news/la\_fed\_per\_salvare\_le\_banche\_usa\_furono\_impiegati\_1200\_miliardi\_di\_dollari-20755255/

http://www.treccani.it/enciclopedia/business-bancario-modelli-di\_(Dizionario-diEconomia-e-Finanza)/

http://www.treccani.it/enciclopedia/glass-steagall-act (Dizionario di Economia e Finanza)/

https://it.finance.yahoo.com/glossario/hedge-fund

https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act4s.en.html

https://www.finriskalert.it/?p=524

www.rivaluta.it

# Riassunto Elaborato

#### CAPITOLO1: EUROPA E USA NELLA CRISI

- 1.8 I fallimenti del mercato alla luce della crisi del 2007 e del 2010
- 1.9 Ouadro USA
  - 1.2.1 La dinamica
  - 1.2.2 Il ruolo dei Credit default swap nella crisi
- 1.10 Quadro Europa: il 2010
- 1.11 La FED
  - 1.4.1 Gli strumenti a disposizione della FED
- 1.12 La Banca Centrale Europea
  - 1.5.1 Gli strumenti a disposizione della BCE
- 1.13 Il comportamento delle banche centrali di fronte alla crisi
- 1.14 La risposta della Fed alla crisi
- 1.8 La risposta della BCE di fronte alla crisi
  - 1.8.1 Lo scoppio della crisi nell'area euro
- 1.9 Le soluzioni: Il fiscal compact e Il Troubled Asset Relief Program

#### CAPITOLO 2: LA PRIMA CRISI: GLI STATI UNITI D'AMERICA

- 2.1 I fatti in breve
  - 2.1.1 Scoppio della bolla
- 2.2 Le conseguenza della crisi
  - 2.2.1 Le necessità dell'intervento da parte dello stato
- 2.3 Le responsabilità delle banche centrali
  - 2.3.1 La vulnerabilità del sistema privato, del settore privato e il ruolo di Fannie Mae e Freddie Mac
- 2.4 La bancarotta di *Lehman Brothers*
- 2.5 Politica e crisi finanziaria: gli interventi
- 2.6 Politiche Keynesiane
- 2.7 Il piano Tarp e il ruolo di Henry Pualson
- 2.8 Le conseguenze della crisi finanziaria

# CAPITOLO 3: LA SECONDA CRISI: IL DEBITO SOVRANO IN EUROPA

- 3.1 Le radici della crisi
  - 3.1.1 Crisi osservazioni generali
- 3.2 La crisi sistematica nell'area euro
  - 3.2.1 Il Six-Pack
  - 3.2.2 I sei punti del "six pack"
- 3.3 I casi nazionali: Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia
- 3.4 L'architettura europea
- 3.5 Politiche macroprudenziali e politiche microprudenziali
- 3.6 L'evoluzione degli assetti di vigilanza e del quadro normativo europeo
  - 3.6.1 L'evoluzione degli assetti di vigilanza
  - 3.6.2 Mercati e intermediari finanziari, infrastrutture e Trasparenza
  - 3.6.3 Credito e intermediazione, ruolo e struttura delle agenzie di rating
  - 3.6.4 Dal mercato finanziario unico all'unione del mercato dei capitali e unione bancaria
- 3.7 La crisi del debito sovrano nell'area euro, gli eventi chiave e gli interventi delle autorità di politica economica e monetaria

## CAPITOLO 4: LA STORIA, LA CRISI E MODI DIVERSI DI PENSARE

- 4.1 Introduzione
- 4.2 L'evoluzione del pensiero economico
  - 4.2.1 L'economia classica
  - 4.2.2 Il grande scisma
  - 4.2.3 La rivoluzione Keynesiana
- 4.3 Descrizione sintetica della crisi: un quadro generale

- 4.4 Moneta e credito secondo la teoria mainstream
  - 4.4.1 La teoria mainstream della finanza
  - 4.4.2 In sintesi
- 4.5 Un approccio teorico alternativo
  - 4.5.1 Il concetto di economia monetaria secondo Keynes
  - 4.5.2 La visione di Schumpeter
- 4.6 Le due crisi messe a confronto: una sintesi
- 4.7 La crisi del debito sovrano del 2010-2011

Il presente elaborato nasce allo scopo di ripercorrere le principali tappe delle attuali crisi economiche e propone una riflessione sul loro superamento attraverso le politiche economiche attuate dagli USA e dall'UE.

L'elaborato si compone di quattro capitoli.

Il primo capitolo, presenta una introduzione sugli argomenti riguardanti le crisi e gli organismi preposti ad affrontarle. In particolare ci si è soffermati sul ruolo dei *Credit Default Swap* nella crisi, sulla struttura e sugli strumenti a disposizioni della *Federal Reserve* in merito a decisioni di politica economica ed è presentata una prima analisi del *Troubled Asset Relief Program* come risposta alla crisi "subprime"; tutto ciò per quanto riguarda il quadro degli USA. Nello specifico per quanto riguarda i *Credit Default* Swap, cui è stata attribuita la colpa di aver contribuito in maniera incisiva al perdurare della crisi e alla sua definitiva esplosione si è analizzata la loro incidenza nella crisi stessa. Difatti a fronte di spread bassissimi, infatti, al compratore del CDS costava molto poco assicurare i suoi investimenti, mentre la società assicuratrice, conscia appunto di quanto remota fosse l'ipotesi di fallimento, ne sottoscriveva grandi quantità di, intascando premi mensili.

Senza i titoli derivati il crollo del settore mutui americani avrebbe determinato una crisi grave ma solo locale, mentre con l'introduzione dei CDS la crisi si è diffusa su tutto il sistema creando enormi perdite in conto capitale per i possessori di MBS e di CDS, perdite che hanno avuto ripercussioni su tutti i mercati portando così le imprese in stato di sofferenza e quindi le protagoniste

principali della crisi che hanno dovuto affrontare, stanno affrontando e affronteranno ancora per parecchio tempo.

Per il quadro UE si è scelto un metodo di analisi affine al precedente soffermandosi sulle criticità dell'unione monetaria come il dissesto dei conti pubblici degli stati membri come appunto la Grecia che nel maggio del 2010 si ritrovò impossibilitata a collocare i propri titoli sul mercato, ritrovandosi costretta a fare ricorso all'aiuto dell'Unione europea e del Fondo Monetario Internazionale. I mesi successivi sono caratterizzati da un effetto domino che vede anche l'Irlanda e il Portogallo richiedere il medesimo tipo di aiuto. Grecia, Irlanda e Portogallo si ritrovano a fronteggiare problemi di natura diversa, quali di competitività il Portogallo, di finanza pubblica, di competitività e di squilibrio esterno la Grecia e di crisi del sistema bancario l'Irlanda. Inoltre si è presa in analisi la struttura e risposte della BCE presentando al contempo una prima analisi del *Fiscal Compact* come parziale soluzione adottata alla crisi del debito sovrano. In conclusione si può affermare che è stata effettuata un'analisi parallela in merito alle due crisi.

Il secondo capitolo, parte dall'analisi dello scoppio della bolla quando a partire dal 2004 i tassi d'interesse americani cominciano a crescere e i mutui diventano sempre più costosi e i difficili da ripagare e scoppia la bolla immobiliare.

Inoltre nel 2006 l'aumento dei prezzi delle case si blocca e nel 2007 i prezzi cominciano a precipitare. Nel 2007 a fronte di avvisaglie della crisi dei *subprime*, un'enorme massa finanziaria si sposta su beni rifugio quali le materie prime (oro, petrolio, prodotti alimentari) creando un'ulteriore bolla, che velocemente si gonfia e altrettanto velocemente perde di consistenza, bruciando la ricchezza di oltre cento milioni di persone spinte al di sotto della soglia di povertà.

Le banche commerciali che avevano concesso i mutui *subprime*, con prezzi delle case in caduta iniziano a registrare perdite sempre maggiori.

I titoli basati sulle rate degli stessi mutui cominciano a non far guadagnare quanto atteso e iniziano a generare perdite.

Il loro valore sul mercato si riduce drasticamente, nessuno li vuole più acquistare e tutti li vogliono vendere. Le quotazioni vengono sospese in quanto i titoli non hanno più mercato. In quanto tali titoli erano stati acquistati dalle banche d'affari di tutto il mondo e immessi nei mercati internazionali, la crisi si estende all'intero mercato finanziario globale. Molte banche americane e grossi imperi finanziari internazionali dichiarano fallimento o pesanti insolvenze.

Le conseguenze di tale crisi furono che alcuni tra i maggiori istituti finanziari entrano i forte crisi come ad esempio Merril Lynch che viene inglobata dalla Bank of America, L'American International Group Inc. (AIG), Federal National Mortagage Association (Fannie Mae) e la Federal Home Loan Mortagage Corporation (Freddie Mac), imprese private statunitensi, con supporto governativo, specializzate nella vendita di mutui e nella loro rivendita sul mercato secondario, finiscono in amministrazione controllata. Infine il picco più alto della crisi si raggiunge quando nella metà del settembre 2008, Lehman Brothers Holdings Inc., società fondata nel 1850, attiva nei servizi finanziari a livello globale, fallisce. Il fallimento di questa, rimarrà alla storia, come uno dei più grandi fallimenti nella storia delle bancarotte mondiali: un debito di 613 miliardi di dollari e 26.000 dipendenti che si ritrovano sul lastrico. A questo punto si palesa la necessità d'intervento da parte dello stato volto a in prima battuta di fronteggiare il credit crunch, attraverso, l'abbassamento dei tassi d'interesse e l'iniezione di liquidità fresca. Solo con la caduta dei titoli in borsa, Bernanke, concede un quantitativo di credito illimitato alle banche mediante un immediato abbassamento dei tassi d'interesse. Solo dopo aver iniettato liquidità per quasi venti miliardi di dollari in meno di quattro mesi, la Fed cambia direzione e nel mese di dicembre annuncia che accetterà a garanzia dei prestiti a breve termine i titoli tossici di cui le banche non riescono a sbarazzarsi. La quantità di buoni del tesoro americano in cambio di titoli tossici legati ai mutui sarà talmente massiccia che la quota degli assets della Fed investiti in obbligazioni governative passerà dal 91 percento dell'agosto 2007 al 52 percento dell'anno successivo. Nel marzo del 2008, Fed si fa garante di una linea di credito di 200 miliardi di dollari alle maggiori banche d'investimenti di Wall Street, consentendo anche a loro di porre titoli tossici a garanzia dei prestiti a breve termine, ma nonostante tutto, ciò di rileva inefficacie e il sistema entra in una trappola di liquidità, in quanto le banche, preferiscono accantonare la liquidità fornita per ripristinare le riserve valutarie gravemente assottigliate dal crollo dei loro assets, invece di riavviare la circolazione di denaro, ma soprattutto non conoscendo la relativa esposizione verso i titoli tossici, le banche non sono sicure che i crediti concessi possano essere ripagati dalle controparti. Arrivati a questo punto, una sempre maggior quota di mutui ipotecari e destinata al fallimento e tutta la liquidità del mondo non sarà in grado di contrastare l'inabilità di onorare gli impegni presenti da parte delle banche che hanno investito massicciamente in tali attività, facendo così diventare necessario il cambiamento delle misure a soccorso al sistema finanziario. A metà marzo del 2008, con il prestito a *JPMorgan*, per l'acquisto di Bear Stearn, la strategia della Fed diviene lampante: è lanciato un chiaro messaggio che raggiungerà il suo massimo livello. Con l'approvazione del Tarp, in quanto Fed e Tesoro, avrebbero, portato avanti qualsiasi iniziativa per scongiurare il fallimento delle istituzioni c.d. "troppo grandi per fallire" fornendo una linea di credito una linea di credito di ventinove miliardi di dollari a JP Morgan per finanziare l'acquisizione del portafoglio di Bearn Stearns. I termini del contratto tra JP Morgan e Fed prevedono che la prima acquisisca i

settori di attività ancora profittevoli di questa, al di sotto del loro valore, mentre che la Fed si accollasse il rischio di default e pochi mesi dopo viene fatto lo stesso per salvare Fanni e Freddie.

Il piano Tarp del ministro dell'economia statunitense Henry Pualson ne è stato il più importante esempio di intervento statale. Con l'aggravarsi della crisi, si trovò costretto a mettere in atto un paino di salvataggi del sistema finanziario americano che venne approvato il 3 ottobre del 2008 dal Congresso degli Stati Uniti. Per andare a soccorrere i grandi istituti di credito e le banche americane, ridotte a rischio di fallimento, con un pacchetto di aiuti da 700 miliardi di dollari per stabilizzare il sistema finanziario americano. Il piano Tarp, infatti che prevedeva un programma di interventi statali in più fasi nel cuore dell'economia Usa, ponendo fine al modello economico della *deregulation reganiana*.

Per quanto concerne il terzo capitolo, questo prende in considerazione la seconda crisi e il debito sovrano europeo partendo con alcune osservazioni di carattere generale per concentrarsi poi sulla crisi sistematica nell'area euro focalizzando in prima battuta l'attenzione sul six pack, il pacchetto di riforme approvato dal Parlamento Europeo nell'ottobre del 2011 ed entrato in vigore a partire dal 12 dicembre dello stesso anno. Lo scopo di questo è stato quello di introdurre multe europee per gli stati in materia di austerity. All'interno del capitolo, si è poi proceduto ad analizzare come la crisi, abbia impattato in Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia. Inoltre il capitolo prende in considerazione l'architettura europea, poiché nell'autunno del 2009 all'interno dell'Unione Europea, la Commissioni e il Comitato di Larosière hanno approvarono un'importante riforma in relazione all'architettura supervisione. A tal proposito dal 2011, sono operativi nuovi organismi, introdotti proprio dalla riforma, quali il comitato europeo per il rischio sistemico, con funzioni di vigilanza macroprudenziale e tre autorità europee di vigilanza microprudenziale, distinte in relazione al settore di intermediazione (bancario, mobiliare e assicurativo) che insieme alle autorità nazionali, costituiscono il Sistema europeo di supervisione finanziaria, ossia, *European System of Financial Supervision, ESFS*.

La novità di maggior importanza è l'European Systemic Risk Board (ESRB), ossia, il Comitato europeo per il rischio sistemico, con sede a Francoforte, il quale gode di piena indipendenza e esplicite responsabilità in materia di vigilanza macroprudenziale, raccogliendo informazioni rilevanti, segnalando le aree di rischio sistemico, formulando raccomandazioni per l'adozione, a livello europeo o nazionale, di interventi correttivi. Altro punto affrontato all'interno del capitolo sono le politiche macroprudenziali e microprudenziali, in quanto la crisi ha insegnato che le politiche macroprudenziali, fino a qualche anno fa poco considerate, sono di fondamentale importanza in quanto interagiscono in maniera complessa con le politiche monetarie e la crisi di questi ultimi anni, mostra come la politica monetaria riesce in maniera attiva ad influenzare diverse variabili, come i prezzi delle attività finanziarie e reali e le condizioni di offerta e di credito dell'economia, il cui andamento è di fondamentale importanza per mantenere la stabilità finanziaria e di come, le politiche micro e macro siano tra di loro strettamente connesse, in quanto la vigilanza microprudenziale ha come obiettivo la sana e prudente gestione dei singoli soggetti vigilati, limitando anche il rischio aggregato e la prociclicità del sistema finanziario.

Infine il capitolo prende in considerazione, l'evoluzione degli assetti di vigilanza e del quadro normativo europeo post crisi, ripercorrendo inoltre gli eventi e gli interventi chiavi di questa. Come le politiche di *austerity* di cui un esempio è il *fiscal compact* un trattato per stabilire norme e vincoli validi per tutti i paesi firmatari e intervenire in particolare sulla politica fiscale dei singoli paesi. Sia simbolicamente sia materialmente, comportò la cessione di una fetta della propria sovranità economica di ogni paese a un ente sovranazionale,

l'Unione Europea. I punti fonamentali del trattato sono: l'inserimento del pareggio di bilancio, il vincolo del 3 per cento, ritenuto da alcuni troppo basso per permettere allo Stato di indebitarsi per tagliare le tasse o finanziare investimenti e attività in favore della crescita, anche se la più contestata in assoluto è stata quella che prevede la riduzione del rapporto fra debito e PIL di 1/20esimo all'anno.

Il quarto e ultimo capitolo propone un excursus storico in materia di crisi, considerando i diversi modi di pensare; questo considera innanzitutto l'evoluzione del pensiero economico partendo dall'economia classica, passando per il grande scisma per finire con la rivoluzione Keynesiana. Inoltre si propone un quadro generale della crisi, con l'obiettivo di andare ad inquadrare nel migliore dei modi il cuore dell'elaborato evidenziandone le tre principali cause.

La prima, relativa al luogo in cui essa ha avuto origine, poichè la crisi finanziaria che ha provocato la più profonda recessione dopo quella degli anni Trenta del secolo scorso è esplosa negli Stati Uniti, il sistema che possedeva il sistema finanziario più avanzato del mondo. La seconda, riguardante il fenomeno che ha innescato la crisi iniziata nell'estate del 2007, che è costituito dal forte aumento delle insolvenze relative a una particolare categoria di mutui residenziali, i mutui subprime.

La terza, rappresentata dall'evoluzione della crisi dal 2007 a oggi. Il quarto paragrafo del capitolo è dedicato alla moneta e al credito, secondo la teoria mainstream, in quanto questa descrive un sistema economico che possiede tre fondamentali caratteristiche. In primo luogo si tratta di un'economia in cui vale la teoria quantitativa della moneta, nella versione elaborata sulla base dei lavori di Friedman e Lucas, che distingue tra effetti di lungo periodo e di breve periodo della politica monetaria, affermando che l'obiettivo fondamentale da assegnare alle autorità di politica monetarie è

quello di assicurare la stabilità dei prezzi poiché la politica monetaria non ha alcun effetto sulle grandezze reali.

In secondo luogo, si tratta di una economia che ha le caratteristiche di un economia di grano, in cui il fenomeno della finanza può essere definito sulla base della relazione tra decisioni di risparmio, offerta di credito da un lato, e tra domanda di credito e decisioni di investimento dall'altro. Le banche, all'interno di questa economia, sono intermediari finanziari che risolvono i problemi di asimmetria informativa. In terzo luogo, la teoria mainstream descrive un sistema economico in cui il processo di accumulazione della ricchezza e il fenomeno della speculazione non sono rilevanti.

Ma è anche vero che in un sistema economico che possiede queste caratteristiche una crisi innescata dal crollo del mercato dei mutui subprime non avrebbe mai potuto verificarsi. Né la banca centrale né il sistema bancario, avrebbero potuto commettere gli errori che vengono loro imputati, ed è per questo che si passa a descrivere un approccio teorico alternativo considerando il concetto di economia monetaria secondo Keynes e la visione di Schumpeter. Keynes, utilizzò l'espressione "economia monetaria" per indicare un sistema economico in cui la presenza della moneta modifica profondamente la natura degli scambi e le caratteristiche del processo di produzione rispetto a un'economia di baratto. Per sottolineare quest'aspetto egli sostituisce alla classificazione basata sulla distinzione tra un'economia di baratto e un'economia monetaria, la classificazione che separa una real-exchange economy da un'economia monetaria. Ciò che differenza queste due economie non è l'impiego della moneta, poiché entrambe la utilizzano, ma sono gli effetti della presenza della moneta.

Nel caso di real-exchange economy, l'impego della moneta come semplice mezzo di scambio non modifica la struttura del sistema economico che rimane sostanzialmente quella di un'economia di baratto. Al contrario, in un'economia monetaria la presenza della moneta cambia profondamente la struttura del sistema economico: un'economia che utilizza moneta ma la impiega semplicemente come un legame neutrale tra transazioni che riguardano beni reali o attività reali e non le consente di influenzare le motivazioni e le decisioni, potrebbe essere definita, in mancanza di una definizione migliore una real-exchange economy. Mentre Shumpeter, ancora prima di Keynes all'interno della sua opera Teoria dello sviluppo economico, sottolinea che la teoria classica descrive un sistema economico che, nonostante l'impiego della moneta, possiede la struttura di una economia di baratto.

Schumpeter ritiene che la teoria tradizionale sia incapace di spiegare il funzionamento di una economia reale che egli definisce con il termine di economia capitalista, che presenta una struttura profondamente diversa rispetto a quella di baratto. Secondo lo stesso, l'elemento fondamentale che distingue un'economia capitalista da quella descritta dalla teoria tradizionale è costituito dal processo di cambiamento.

Keynes e Schumpeter condividono quindi l'eresia che consiste nell'accettare la tesi della non neutralità della moneta. Da una lato Schumpeter sottolinea il ruolo fondamentale della moneta nel processo di cambiamento che caratterizza un economia capitalista, mentre dall'altro Keynes pone al centro della sua analisi la relazione tra moneta e crisi e quindi il ruolo della moneta nello spiegare le fluttuazioni del reddito e dell'occupazione che caratterizzano un'economia monetaria. Infine si sono messe a confronto a livello concreto le due crisi. Per dimostrare che nonostante gli interventi di politica economica a livello sovra nazionale le criticità presenti negli scenari esposti risultano essere difficilmente risolvibili in maniera completa.

#### **BIBLIOGRAFIA**

Alesina e Givazzi (2008), Troppo stato in quell'agenda, Corriere della sera

Alesina e Givazzi, La crisi. Può la politica salvare il mondo?, Il Saggiatore, Torino,2008

Bernanke, Implications of the Financial Crisis for Economics, 2010

Bernanke. La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni. Il Saggiatore 2014.

Bertocco (2015), La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore

Bertocco, La crisi e la responsabilità degli economisti, Francesco Brioschi Editore 2015

Blanchard, Macroeconomia: una prospettiva europea, 2009

Buro, Crespi, Tagliabue, DIZIONARIO DI ECONOMIA E FINANZIA. Alpha test edizioni Lavoro e Carriera

Chiminazzo T., Crisi, richezza, povertà. Nuovi modelli pr affrontare la crisi e costruire nuovi scenari, 2009.

De Luca D.M, Dizionario delle balle dei politici, 2014

Hall, The economics and politics of the Euro crisis. German Politics, 21, 2012, pp. 355-71.

Keynes (1933), A monetary theory of production, in Keynes (1973), The collected Writings, Macmillan Pres, Londra, vol. XIII§

Keynes (1936), Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, a cura di Cozzi (2015), UTET

Keynes J.M., Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, 1936 a cura di Cozzi, 2015

KREGEL. Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia nella Nuova Economia Politica. Moneta e Credito, vol. 64 n. 253 (2011), 15-30

Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alla crisi finanziaria, 2010

Romani. Due crisi finanziarie, 2007-2013. Modelli di sviluppo economico 2015

Rossi. *La crisi globale ed europea, le politiche per la stabilità finanziaria*. Banca d'Italia. Capri, 15-16 giugno 2012.

Samuelson e Nordhaus (1993), Economia quattordicesima edizione, Zanichelli Schumpeter (1912), Teoria dello sviluppo economico, Sansoni Editore (1977), Firenze Schumpeter (1939), Il processo capitalistico. Cicli economici, Boroghini(1977), Torino Visco, Crisi finanziaria, debiti privati e debiti pubblici, a cura di, La globalizzazione dopo la crisi. Banca d'Italia 2013

#### **SITOGRAFIA**

http://arjelle.altervista.org/Economia/Pillole/sixpack.htm

http://europa.eu/pol/pdf/qc3209190itc\_002.pdf

http://www.2.standarandpoors.com/

http://www.assbb.it/pagine/pagina.aspx?ID=Archivio\_Pub001&L=IT&news\_from =20150101&news\_to=20170101

http://www.bankpedia.org/index.php/it/90-italian/c/19186-coefficiente-di-liquidita

http://www.borsainside.com/finanzainside/federal-reserve/

 $\frac{http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail\&word=Mortgage\%20Backed\%20Securities}{}$ 

http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Credit%20Default%20Swap

http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm

http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/loan-value-182.htm

 $\frac{http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/crisi-mercati-}{2008/pianopaulson/contenuti/contenuti-piano-paulson.htm}$ 

http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano

http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011

http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009

http://www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari#evoluzione

http://www.credith.it/sccredith/wp-content/uploads/2014/11/finanza\_e\_sviluppo2.pdf

http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission\_eurosys.it.html

http://www.federalreserve.gov/

http://www.glossariodieconomia.com/securitization/677.htm

http://www.hsbc.com/

http://www.ilpost.it/2012/09/15/lehman/2/

http://www.ilpost.it/2014/04/17/fiscal-compact/

 $\underline{http://www.ilsole24 ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Tecnologia/B/Bolla-new-economy-e-dot-com.shtml}$ 

http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/10/senato-usa-approva-piano-paulson.shtml

http://www.repubblica.it/economia/2011/08/22/news/la\_fed\_per\_salvare\_le\_banche\_usa\_furono\_impiegati\_1200\_miliardi\_di\_dollari-20755255/

http://www.treccani.it/enciclopedia/business-bancario-modelli-di\_(Dizionario-diEconomia-e-Finanza)/

http://www.treccani.it/enciclopedia/glass-steagall-act (Dizionario di Economia e Finanza)/

https://it.finance.yahoo.com/glossario/hedge-fund

https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act4s.en.html

https://www.finriskalert.it/?p=524