

Dipartimento di Scienze Politiche Cattedra di Diritto dell'Economia

**LE GRANDI CRISI DEGLI ULTIMI NOVANTA ANNI:
UNA STORIA INIZIATA NEL 1929 E NON ANCORA
TERMINATA**

RELATORE

Prof. Luigi Alla

CANDIDATA

Federica Boscaino

Matr. 086312

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

LE GRANDI CRISI DEGLI ULTIMI NOVANTA ANNI: UNA STORIA INIZIATA NEL 1929 E NON ANCORA TERMINATA.

SOMMARIO

| | |
|---|-----------|
| ABSTRACT | 2 |
| INTRODUZIONE | 4 |
| CAPITOLO PRIMO - LA CRISI DEL 1929 | 8 |
| 1. IL CONTESTO STORICO: GLI ANNI PRECEDENTI ALLA CRISI. | 8 |
| 2. LA REGOLAMENTAZIONE DEL SETTORE BANCARIO PRIMA DEGLI ANNI '20. | 10 |
| 3. IL "BRANCH BANKING" E IL MAC FADDEN ACT. | 13 |
| 4. LO SCOPPIO DELLA BOLLA: DENTRO LA CRISI. | 15 |
| 5. LE MISURE CONTRO LA CRISI: DALL' EMERGENCY BANKING ACT AL GLASS-STEAGALL ACT..... | 22 |
| CAPITOLO SECONDO – LA CRISI DEL 2007 | 29 |
| 1. LO SMANTELLAMENTO DELLA LEGISLAZIONE GLASS STEAGALL: LE PRIME MODIFICHE. | 29 |
| 2. LA "DEREGULATION" DEGLI ANNI '80 E '90 E L'ABROGAZIONE DEL GLASS STEAGALL ACT: LA PRIMA ONDATA DI DEREGOLAMENTAZIONE. | 32 |
| 2.1. LA "DEREGULATION" DEGLI ANNI '80 E '90 E L'ABROGAZIONE DEL GLASS STEAGALL ACT: LA SECONDA ONDATA DI DEREGOLAMENTAZIONE. | 34 |
| 3. LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME: LO SCOPPIO DELLA BOLLA | 36 |
| 3.1. I PROVVEDIMENTI ADOTTATI PER FRONTEGGIARE LA CRISI..... | 40 |
| 4. UN DIBATTITO ANCORA APERTO: IL LEGAME TRA L'ABROGAZIONE DELLA LEGISLAZIONE GLASS STEAGALL E LO SCOPPIO DELLA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME..... | 43 |
| 5. UN CONFRONTO TRA LA CRISI DEL 1929 E LA CRISI SUBPRIME DEL 2007..... | 45 |
| CAPITOLO TERZO - LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO. | 50 |
| 1. IL CONTAGIO OLTREOCEANO: LA CRISI IN EUROPA..... | 50 |
| 2. LO SCONFINAMENTO NELLA CRISI DEI DEBITI SOVRANI..... | 52 |
| 2.1. RIMEDI DELLE ISTITUZIONI EUROPEE ALLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO..... | 55 |
| CAPITOLO QUARTO – IL MES: DALLE ORIGINI AL DIBATTITO ODIERNO. | 63 |
| 1. IL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ (MES) | 63 |
| 1.1. IL CAPITALE..... | 64 |
| 1.2. LE OPERAZIONI. | 65 |
| 1.3. IL PRIMO INTERVENTO DEL MES: IL CASO CIPRO. | 66 |
| 2. RAPPORTO TRA IL MES E LA ODIERNA SITUAZIONE DI CRISI GLOBALE | 68 |
| 2.1. LE RISORSE A DISPOSIZIONE DEL MES. | 70 |
| 2.2. LE CONDIZIONI DEL MES..... | 71 |
| 2.3. IL DIBATTITO CIRCA L'EFFETTIVA NECESSITÀ CIRCA LA REVISIONE E L'ATTIVAZIONE DEL MES OGGI..... | 71 |
| CONCLUSIONE | 75 |
| BIBLIOGRAFIA | 80 |

| | |
|-------------------------|----|
| SITOGRAFIA..... | 81 |
| REGOLAMENTI CITATI..... | 83 |

ABSTRACT

The main objective of this thesis is, first of all, analysing the “*Wall Street Crisis of 1929*”, “*The Subprime Crisis*”, “*The Sovereign Debt Crisis*” and the economic one that was caused by the diffusion in the last months of the virus Covid-19. Secondly, one of the main purposes of this thesis is analysing the common elements of all of these crisis and, in this way, understanding which mistakes have been done, and why the financial authorities decided to act in a certain way, even if they knew which effects their actions would have involved.

The first crisis analysed is the “*Wall Street*” one. Between 1924 and 1929, the Wall Street Stock Exchange had more than doubled in value. This is mainly due to the easy gains given by bullish speculation and large industrial profits channeled into the US financial markets. This euphoria had generated increasing confidence in investors. Among these there was also a large number of small savers. These could approach the stock exchange since the banks granted buyers to purchase the securities by paying only a small advance equal to 30-50% of their value, thus leaving the purchased shares as collateral. However, when the market began to hint at a downturn, sales began to follow one another, causing in turn other sales in a chain, thus leading to the failure of more than 5,000 banks. This downward spiral brought about a liquidity crisis and, therefore, an inexorable and accelerated recession.

The 2007 Crisis, or the *Subprime Mortgage Crisis*, occurred in a very similar way. Before the bursting of the speculative bubble in the real estate sector, financial assets had grown considerably, thanks to the abolition of the “*Steagall*” legislation, so that even commercial banks could operate in the investment sector. With the transition from the “*to hold*” form to the “*to distribute*” form, the banking system was totally deprived of responsibility, and, free from risk, banking and financial operators

began to grant loans even to citizens without any guarantees. The bursting of the speculative bubble in this case occurred at different times, depending on the reference index. The American financial authorities had to carry out various bailout plans to avoid the collapse of the entire financial system and to prevent situations like that of *Lehman Brothers* from occurring for other credit institutions as well. While in America the *Tarp* (Troubled Assets relief Program) and *TalF* (Term Assets-Backed Securities Loan Facilities) rescue plans were implemented, in Europe the response to this crisis was by no means immediate. Indeed, the *Subprime Mortgage Crisis* in Europe led to the development of the third crisis analyzed in this thesis: the *Sovereign Debt Crisis*

The *Sovereign Debt Crisis* in Europe hit the so-called "PIIGS" countries (Portugal, Ireland, Italy, Greece and Spain). Many tools were changed to face this crisis: the MESF, the FESF, the *Six-pack*, the *Two-pack*, the *Fiscal Compact* and finally the MES. The MES (the European Mechanism for Stability) was established in 2012 and had as its objective precisely to supply liquidity to the European countries most affected by the crisis. Nowadays, the debate on the MES has reopened and European countries are wondering whether this must be activated again to face the crisis due to the spread of the Covid-19 virus. Opinions are very mixed.

In conclusion, it can be said that the recurring element in all these crises was the *excessive predisposition to risk*, which in all the cases cited, only led to the bursting of speculative bubbles. What appears clear from the study of these crises is that the financial authorities should avoid in any way that the financial market becomes too *self-referential*, and that they have to continue to operate bearing in mind that one cannot act while totally ignoring the effects that certain economic choices have on real economy.

INTRODUZIONE

Il presente elaborato nasce con l'intento di ripercorrere le principali tappe delle tre crisi che, a nostro avviso, sono da considerarsi le più incisive nella storia americana ed europea: la crisi di Wall Street del 1929, la crisi americana dei mutui subprime del biennio 2007/2008 e la conseguente crisi del Debito Sovrano in Europa. Si concluderà con una riflessione circa l'effettiva necessità di ricorso al MES (Meccanismo Europeo di Stabilità), uno strumento creato per fronteggiare l'ultima crisi citata, che, nell'ultimo anno, è tornato al centro del dibattito a causa dell'esplosione della crisi economico-sanitaria causata dalla diffusione del virus Covid-19. L'elaborato si compone di quattro capitoli.

Il primo capitolo è dedicato all'analisi non solo della crisi del 1929, ma anche a tutto il quadro regolatorio che ha condotto allo scoppio della bolla finanziaria, alle conseguenze che ne scaturirono, e a quali rimedi furono adottati per evitare un effetto di default generalizzato. Le prime pagine dell'elaborato, infatti, sono dedicate alla descrizione del contesto socioeconomico immediatamente precedente al 1929. Gli anni Venti in America sono oggi ricordati come i *"The Roaring Twenties"* gli "Anni ruggenti", caratterizzati da un ritrovato senso di positività diffusosi in seguito alla fine della Prima Guerra Mondiale, da un grande senso di euforia e fiducia per il futuro. Per comprendere il vero "perché" dello scoppio della crisi di Wall Street occorre analizzare il quadro regolatorio delle attività bancarie e finanziarie in quegli anni: ci si può facilmente rendere conto che in pochi anni la regolamentazione delle suddette attività subì molte modifiche, tutte volte ad una progressiva deregolamentazione. Infatti, a partire dal 1928 gli operatori di borsa e tutte le autorità del settore finanziario preferirono continuare ad alimentare la bolla speculativa, inducendo i propri clienti all'investimento e rassicurandoli sulla certezza di rendimenti alti nel futuro. Successivamente si entrerà nel merito dello scoppio effettivo della bolla speculativa e della crisi iniziata nel 1929: saranno forniti dati precisi relativi alla caduta improvvisa degli indici azionari più importanti, quali, ad

esempio il *Dow Jones*, “l’indice degli indici”. Il primo capitolo si concluderà con l’analisi del periodo immediatamente successivo allo scoppio della crisi, il *New Deal*, diviso in due fasi: la prima dal 1933 al 1935 e la seconda dal 1935 al 1938. Il *New Deal* (Nuovo Corso) fu caratterizzato dall’emanazione di due atti, l’*Emergency Banking Reliefs Act* e il *Glass Steagall Act*, volti alla risoluzione dei problemi derivanti dallo scoppio della bolla, ed essenziali per la definizione di un sistema regolatorio che doveva essere all’insegna di una maggiore trasparenza e correttezza, affinché si potesse fronteggiare prontamente la “Grande Depressione” causata dalla crisi.

Il secondo capitolo dell’elaborato è dedicato alla crisi finanziaria e bancaria del 2007/2008, la crisi dei *mutui subprime*. Non ci si soffermerà unicamente sulle dinamiche proprie della crisi, ma, prima di arrivare a tale narrazione, sarà opportuno studiare come vi si giunse. Per tale motivo i primi due paragrafi del capitolo hanno l’obiettivo di descrivere le condizioni dei mercati finanziari e di quanto questi “spinsero” verso una maggiore “*deregulation*” nel periodo compreso tra gli anni ’80 e ’90. Ricordiamo a tal proposito l’emanazione nel 1999 del *Graham-Leach Bliley Act*, ovvero l’atto con cui ebbe inizio lo smantellamento per via legislativa del *Glass Steagall Act* (che rappresentava effettivamente un ostacolo all’operatività delle banche commerciali nel settore degli investimenti). In seguito, si analizzerà l’effettivo scoppio della bolla nel settore immobiliare, da cui deriverà la nota crisi dei *mutui subprime*; una crisi che non solo ha portato al fallimento di molti istituti creditizi, primo tra tutti *Lehman Brothers* che dichiarò lo stato fallimentare il 15 settembre 2008, ma la cui onda d’urto si fece sentire in tutti i Paesi e in tutti i settori. Anche questo capitolo si conclude con l’analisi degli strumenti messi in campo dal governo americano per fronteggiare la crisi. Si parlerà prettamente di due programmi di intervento adottati durante la presidenza Obama: il TARP (*Troubled Assets Relief Program*) e il TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facilities*), che, in modo diverso, si occuparono di rifornire della liquidità necessaria il sistema bancario, per evitarne altri fallimenti. Il capitolo si conclude dando la parola ad alcuni studiosi ed economisti che hanno provato a capire in quale misura l’abrogazione del *Glass Steagall Act* abbia avuto un ruolo nello scoppio,

successivo, della crisi dei *mutui subprime*. Di particolare rilevanza appare essere l'analisi proposta dall'economista statunitense Barry Eichengreen, il quale afferma che non fu l'abrogazione in sé *del Glass Steagall Act* l'elemento scatenante della crisi, anzi, considera tale decisione come una scelta economicamente sensata. Quello che però ammette è che all'epoca l'intero quadro regolatorio americano non venne "armonizzato" e adattato consapevolmente al nuovo contesto che si stava creando.

Il terzo e il quarto capitolo sono legati tra loro, in quanto trattano rispettivamente della Crisi del Debito Sovrano e del MES. Il capitolo terzo, quindi, si concentrerà sulla descrizione della crisi del Debito Sovrano in Europa, considerandola una vera e propria conseguenza della precedente crisi dei *subprime*. Nel fattispecie un argomento toccato sarà quello della "nazionalizzazione", ovvero una pratica che venne largamente utilizzata dal governo inglese per il salvataggio dei propri istituti bancari più importanti (ad esempio, la *Northern Rock*), a seguito della crisi del 2007. Successivamente molta attenzione sarà dedicata a comprendere le ragioni per le quali la crisi del debito sovrano colpì così fortemente solo i Paesi del Sud Europa, i così detti Paesi "Piigs" (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna), accennando, per questo motivo, alla teoria "AVO", (Aree Valutarie Ottimali) che spiega quali sono le condizioni che un gruppo di Paesi, che vogliono creare un'unione monetaria, devono rispettare. Anche per questa crisi, la crisi del debito Sovrano, ci siamo concentrati sull'analisi dei provvedimenti adottati in sede europea per il suo contenimento; si parlerà perciò del MESF, del FESF, dei *Six-Pack*, *Two-Pack*, del *Fiscal Compact* ed infine del MES. Proprio sul Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) verterà l'ultimo capitolo di questo elaborato. Si tratterà della sua storia e del motivo per cui questo venne istituito nel 2012 come strumento di sostegno agli Stati colpiti dalla crisi del debito sovrano; verrà analizzato nel particolare il capitale a disposizione del MES, le operazioni ad esso consentite, e ci sarà un particolare *focus* sull'intervento di questo nel caso Cipro. Particolare attenzione, infine, verrà data al dibattito odierno circa il ricorso al MES come strumento per fronteggiare la crisi che gli Stati europei stanno attraversando, causata dalla diffusione dell'epidemia

Covid-19. Per questo motivo sarà riportata l'opinione di Gianpaolo Galli, docente di Economia Politica presso l'Università Cattolica di Roma, il quale sostiene che il MES rappresenta un efficace strumento al quale oggi gli Stati devono ricorrere. Il professore Galli, però, pur essendo un forte sostenitore della necessità di ricorrere al MES, allo stesso tempo, critica fortemente il processo di riforma che vorrebbe introdurre la ristrutturazione del debito pubblico come preconditione per l'accesso al MES stesso. Questo argomento, afferma Galli, tocca il nostro Paese in particolar modo, in quanto è necessario considerare che in Italia il 70% del debito è detenuto da operatori residenti, attraverso banche e fondi di investimento. In queste condizioni, perciò, una ristrutturazione del debito si tradurrebbe in un'immensa calamità, generando la distruzione del risparmio, il fallimento di banche e imprese, ed una generalizzata condizione di impoverimento della popolazione.

CAPITOLO PRIMO:

LA CRISI DEL 1929

SOMMARIO: 1. Il contesto storico: gli anni precedenti alla crisi. – 2. La regolamentazione del settore bancario prima degli anni '20. – 3. Il Branch Banking e il Mc Fadden Act. – 4. Lo scoppio della bolla: dentro la crisi. – 5. Le misure contro la crisi: dall'Emergency Banking Act al Glass Steagall Act.

1. Il contesto storico: gli anni precedenti alla crisi.

La crisi del 1929 fu un fenomeno economico finanziario che, sviluppatosi in America, sconvolse tutte le economie mondiali, e le cui ripercussioni si fecero sentire durante tutto il decennio successivo. Eppure, gli anni che precedettero il crollo del '29, i famosi “Roaring Twenties”, furono anni di prosperità e di ritrovata positività per l'America. Il Paese era da poco uscito dal Primo conflitto Mondiale e le persone erano pervase da un grande senso di euforia e fiducia nel futuro. Gli anni '20 furono caratterizzati da una forte espansione del Prodotto Interno Lordo; il merito fu delle numerose innovazioni tecnologiche, (radio, telefono, energia elettrica) dello sviluppo dell'industria automobilistica (infatti negli anni tra il 1925 e il 1929 vennero prodotte più di 5 milioni di automobili così da portare ad un visibile incremento degli utili delle aziende) e della rapida crescita dei settori come quello del petrolio. Appare chiaro che gli anni Venti in America furono un periodo veramente ottimo. La produzione e l'occupazione erano in aumento, e il mancato generale aumento dei salari era compensato dalla stabilità dei prezzi. I poverissimi continuavano a costituire una consistente fetta di popolazione, ma allo stesso tempo aumentavano anche i benestanti e i ricchi. Il capitalismo americano era nel pieno di una fase di animazione: tra il 1925 e il 1929 aumentò il numero di aziende manifatturiere (da 183.900 a 206.700) e il valore della produzione raggiunse i 68¹ miliardi di dollari.

¹ U.S Department of Commerce, Statistical Abstract of the U.S (1944-45)
<https://www.census.gov/library/publications/1945/compendia/statab/66ed.html>

Cresceva anche l'indice della Riserva Federale che salì da sessantasette nel 1921, a 110 nel 1928, per poi crescere di altri sedici punti durante l'anno seguente.

Dati e numeri a parte, un elemento che funse da filo conduttore di tutto il decennio fu lo stato d'animo del popolo americano. Accanto a tutte le qualità che il Presidente Coolidge aveva affidato ai suoi cittadini, questi erano invasi da un desiderio smodato di arricchirsi senza compiere alcuna fatica. Il primo segno di questa comune tendenza fu il fenomeno di compra-vendita di terreni avvenuto in Florida. Quando nel 1920 si diffuse la notizia che nella regione i prezzi dei terreni e degli immobili stavano raddoppiando, in pochissimo tempo tantissimi nuovi investitori vollero acquistare terreni a fini speculativi. Le ondate di acquisti si verificarono con una forza sempre maggiore, grazie alla possibilità di pagare un acconto pari unicamente al 10%, rimandando il resto del pagamento all'anno successivo. I prezzi salivano velocemente, e nessuno si preoccupava di indebitarsi dal momento che la domanda era sostenuta e ci si aspettava che i prezzi raddoppiassero nei mesi a venire. Così come aumentavano i terreni venduti, si faceva sempre più chiara la consapevolezza che la terra non è illimitata. Così, per accontentare la richiesta sempre maggiore degli investitori, iniziarono ad essere venduti anche terreni paludosi. Terreni a 10km dal mare erano venduti come proprietà "lungomare", oppure, opportunità di investimento nei dintorni di Jacksonville, erano ubicate anche a 100 km di distanza dalla città stessa. Nella primavera del 1926 cominciò a venir meno l'afflusso di nuovi compratori e per un po' di tempo la crescente eloquenza dei promotori servì a compensare la diminuzione di offerte di acquisto. Il boom che tutti si aspettavano non si realizzò: infatti nell'autunno del 1926 la Florida fu sconvolta da due terribili uragani, uno dei quali, quello del 18 settembre 1926, uccise 400 persone, strappò tetti delle case e disastrosò le strade di Miami riempiendole d'acqua. Nonostante la generale riluttanza degli investitori ad ammettere che la macchina finanziaria aveva smesso di funzionare, ormai la fine era giunta in Florida. Tanto è vero che, mentre nel 1925 le operazioni bancarie di Miami avevano ammontato a 1.066.528.000 dollari, nel 1928 scesero a

143.364.000². Il boom della Florida fu, quindi, il primo segno tangibile dello spirito delle persone durante gli anni '20: la convinzione che l'arricchimento della classe media americana fosse quasi un progetto divino. Eppure, nonostante il tracollo della Florida, tale stato d'animo, quasi megalomane, non diminuì: la fiducia degli americani in un rapido e facile arricchimento in borsa diventava ogni giorno più concreta e tangibile, quasi come se essi fossero ciechi davanti a tutto ciò che era accaduto. Quel che appare chiaro è che la popolazione americana degli anni '20 era totalmente propensa al facile arricchimento, inconsapevole del fatto che la somma di tutti quei comportamenti avrebbe sicuramente portato ad un boom. I cittadini d'altronde erano incentivati all'investimento dalle rincuoranti parole dell'allora Presidente Coolidge che si rivolgeva alla popolazione con le seguenti parole "Mai un Congresso degli Stati Uniti riunendosi per esaminare lo stato dell'Unione, si è trovato di fronte ad una prospettiva più gradita di quella che si presenta al momento attuale", ancora "la causa principale di queste fortune senza precedenti risiede nell'integrità e nel carattere del popolo americano".

2. La regolamentazione del settore bancario prima degli anni '20.

È difficile individuare il momento preciso in cui ebbe inizio il boom azionario degli anni Venti. Quel che appare chiaro è che il boom azionario che investì l'America pone le sue radici nella struttura del sistema bancario e la sua regolamentazione. Per questo motivo è necessario fare un passo indietro nel tempo e ripercorrere lo sviluppo di tale sistema. La storia del sistema bancario americano è legata alla struttura stessa del sistema istituzionale americano. Le vicende politiche, la concorrenza tra ai diversi Stati dell'Unione, il conflitto tra il potere statale e quello federale, e la contrapposizione tra atteggiamenti di *lassiz-faire* e regolamentazione, sono tutti elementi che hanno contribuito a modellare la storia bancaria americana. Da un punto di vista istituzionale tale contrapposizione ha origine nella frattura tra il potere centrale e gli Stati membri, i quali hanno sempre voluto affermare i principi di libera iniziativa e ridurre i controlli sulle banche. Invece, da un punto di vista più generale,

² John K. Galbraith, "Il Grande Crollo", R.C.S. Milano Libri, 2002.

questa contrapposizione nasceva dal fatto che la legislazione federale e statale, attribuivano all'operatore bancario la facoltà di scegliere autonomamente la propria forma giuridica, tra un insieme di controlli più incisivi (*national banks*³) e controlli più blandi (*state banks*⁴). In questo modo era lo stesso operatore che deliberava circa la forma da far assumere all'istituto bancario, dipendentemente da calcoli di convenienza. Le due leggi che delineavano l'architettura del sistema bancario americano erano il National Banks Act del 1864 e il Federal Reserve Act del 1913. Il governo federale, sin dall'inizio, provò ad affermare la propria supremazia nel settore bancario, ma tale volontà ha sempre incontrato l'avversione degli Stati membri che, perseguendo la strada del "free banking", fecero prevalere il principio liberista del *laissez-faire*. In questo modo le uniche norme che avrebbero disciplinato il settore bancario sarebbero state quelle già esistenti nel codice commerciale, già applicato ad ogni tipo di impresa. Con l'emanazione del National Bank Act del 1864, il governo federale tentò nuovamente di imporre la propria supremazia sugli Stati membri nel settore bancario. L'intento primo di tale decreto era quello di introdurre una moneta uniforme in America, con un sistema di *national banks* incaricato dell'emissione di moneta, sotto la supervisione dello stesso governo federale. In primo luogo, venne introdotto l'Office of the Comptroller of Currency (OCC), un ufficio incaricato di concedere autorizzazioni alle *national banks* per l'emissione di banconote. Seguendo, veniva conferito alle *national banks* la facoltà di emettere nuova moneta, coperta da government bonds; sul piano funzionale, venne operata una distinzione tra *national banks* e *state banks* circa la loro discrezionalità nell'ambito dell'investimento. Mentre le *state banks* avevano capacità di negoziare tutti i tipi di azioni e titoli (erano già prime nel campo dell'*investment banking*), le *national banks* erano soggette a limitazioni in materia di investimenti, limitate proprio dal National

³ Le *National Banks* sono istituti finanziari che fanno capo al governo nazionale; sono membri del Federal Reserve System e sono monitorate del supervisore del Tesoro degli Stati Uniti. (<https://www.bankrate.com/glossary/n/national-bank/>)

⁴ Negli Stati Uniti una *State Bank* è quell'istituto finanziario che fa capo al governo dello Stato membro invece che al governo federale. Le State Banks hanno la possibilità di divenire una banca membro del Federal Reserve System; se l'istituto entra a far parte del Federal Reserve System non vi sarà più alcuna differenza con una banca federale; se la *State Bank* decide di non divenire membro del Federal Reserve System, allora continuerà ad essere regolata unicamente dallo statuto dello Stato membro. (<https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/State+bank>)

Banks Act⁵. Quindi per le *national banks* si stava già operando una progressiva divisione tra attività commerciali e attività di investimento, come, invece, era già chiaro nel modello bancario inglese. Nonostante ciò, mentre nel modello inglese, tale distinzione era chiara, nel modello americano appariva ancora incerta. Infatti, nonostante le restrizioni, le *commercial banks* operavano lo stesso determinate attività di investimento; inoltre, nei primi anni del XX, secolo molte *national banks*, per aggirare le limitazioni, spostarono le loro attività in titoli presso delle *state banks* a loro affiliate⁶. Ecco perché il National Banks Act non riuscì nell'intento di piena regolamentazione del settore bancario. Nel 1913, dopo alcune iniziative volte a modificare la legislazione del settore bancario e monetario, entrò in vigore il Federal Reserve Act, un ulteriore tentativo di affermare l'idea di un sistema bancario nazionale unitario, mantenendo comunque un certo livello di autonomia degli Stati membri. Tale legge, istitutiva del Federal Reserve System, aveva l'intento di creare un sistema di controllo sulle banche americane, senza però togliere potere ai singoli provati statali. L'intento generale era quello di far agire le banche regionali in maniera cooperativa, mantenendo un certo grado di indipendenza, quindi potendo usufruire dei vantaggi di un sistema di Central banking, senza però riporre tutto il potere nelle mani di una banca centrale. Da un punto di vista politico, tale legge, rappresentò pienamente un esempio di conciliazione tra i diversi interessi: creare una "banca centrale decentralizzata", che potesse bilanciare gli interessi dei privati e quelli del governo centrale. La legge del 1913 era stata disegnata ed approvata per essere applicata in un particolare contesto, contesto che cambiò in meno di un anno. Infatti, nel 1914 scoppiò il primo conflitto mondiale, cambiando, così, tutte le carte in tavola. Venne immediatamente abbandonata la Gold Standard da parte delle potenze belligeranti, innescandosi così una crisi che coinvolse i maggiori centri finanziari, provocando così

⁵ La sezione 28 del National Bank Act, ad esempio, restringeva le attività immobiliari consentite alle National Banks; per quanto riguarda i titoli, la loro negoziazione non era proibita ma "such a prohibition is implied from the failure to grant the power".

⁶ George G. Kaufman e Larry R. Mote, "Glass-Steagall: Repeal by Regulatory and Judicial Reinterpretation", Banking Law Journal, Settembre- Ottobre 1990.

una chiusura delle principali Borse Europee⁷. Inoltre, lo scoppio della guerra fece diminuire il numero di adesioni da parte delle banche commerciali al sistema federale, essendo queste spaventate da un possibile drenaggio delle loro risorse per la partecipazione degli Stati Uniti al conflitto. Mentre per le *national banks* vigeva l'obbligo di passare al sistema delle *member banks*, pena la decadenza della licenza, le *state banks* si guardarono da entrare a far parte del sistema bancario federale. Delle 8.550 *state banks* che sarebbero dovute entrare a far parte del sistema federale, vi aderirono solo 53. Non fu sufficiente l'appello del Presidente Woodrow Wilson che nel 1917 chiese ai banchieri di aderire al Federal System. Tirando le somme, anche la legislazione del 1913 non riuscì ad apportare significativi cambiamenti all'interno del settore bancario: le banche private e quelle statali, nonostante gli incentivi introdotti dal legislatore, continuavano a rimanere sospettose nei confronti del sistema federale, e allo stesso tempo il governo federale provò più strade per portare nel Sistema della Riserva Federale un maggior numero di banche, provocando talvolta squilibri e situazioni di svantaggio per le banche che già facevano parte di tale sistema.

3. Il “*Branch Banking*” e il Mac Fadden Act.

Lì dove anche il Federal Reserve Act del 1913 aveva fallito nell'unificazione e regolamentazione del settore bancario americano, sarebbe intervenuto, dopo diversi anni, un altro decreto legislativo, il Mac Fadden Act del 1927, volto proprio a rimediare agli squilibri generatisi tra banche federali e banche private. Dopo una breve contrazione economica degli anni 1920-1921, gli anni '20, come già ricordato, in America, si aprirono con una grande fiducia, sia per il presente, che per il futuro. Infatti, la rapida ascesa del ruolo internazionale e la crescita economica diedero uno slancio ottimistico tra gli operatori economici e bancari. Si sviluppò ulteriormente il sistema industriale e quello finanziario, provocando un cambiamento nel ruolo svolto dalle banche commerciali; queste assunsero nuove funzioni, quali quelle di impegni fiduciari, distribuzione e sottoscrizione di titoli azionari,

⁷ Con l'avvento di questa crisi il primo problema che si presentò fu l'alternativa tra l'ipotesi di mantenere in funzione gli scambi a Wall Street o quella di seguire l'esempio dei Paesi europei e sospendere l'attività di Borsa. (Vincent P. Carosso, “*Investment banking in America, a history*”, Cambridge: Harvard University Press, 1970.

avvicinandosi così al modello di banca universale. Tutti questi cambiamenti influirono sulla natura del sistema bancario americano, provocandone una progressiva trasformazione. Avviandosi il processo di concentrazione bancaria, il numero delle banche diminuì a fronte, invece, di una crescita dei loro assets. Molte banche rurali fallirono, invece nelle città le fusioni tra gli istituti erano sempre più frequenti; il tutto era incorniciato dalla veloce diffusione della pratica del “*branch banking*”⁸. La pratica del *branch banking* prevedeva l’apertura di sedi distaccate. Fino agli anni ’20, era una pratica poco diffusa nel sistema bancario americano, invece tra il 1920 e il 1930 gli uffici distaccati furono soggetti ad una forte crescita, passando dal 4% al 13%⁹ del totale degli uffici delle banche commerciali. Fu nel 1927 che venne introdotto un nuovo testo legislativo, il Mac Fadden Act, volto alla regolamentazione della materia del *branch banking*. L’intento primario del testo era quello di rivitalizzare il sistema del *national banking*, in quanto, ormai, le *state banks* superavano in assets le *national banks*. Il Mac Fadden Act era diviso in tre parti. La prima conteneva degli emendamenti che andavano a modificare alcune disposizioni del primo National Bank Act del 1864, in modo da attribuire anche alle *national banks* la possibilità di operare più liberamente nel campo degli investimenti, della compra-vendita di azioni, e nel campo dei prestiti per settore immobiliare. La seconda parte andava a regolare la materia del *branch banking* e la terza invece aveva l’intento di modificare la durata delle licenze delle banche della riserva federale. Occorre soffermarsi sulla seconda parte del testo legislativo, quella che andava a regolare il *branch banking*, in quanto fu proprio questa parte che suscitò i maggiori timori e dibattiti, ritardando la messa in atto della legge. Il testo prevedeva che le filiali delle *national banks* già legalmente in attività, sarebbero potute rimanere operative; in caso di fusione tra *national banks* e *state banks* le filiali avrebbero potuto continuare a svolgere le proprie attività; era proibita l’apertura di nuove filiali extra-cittadine. Le *state banks* aderenti al Federal Reserve System avevano il permesso di continuare le proprie attività

⁸Il *Branch Banking* è una pratica che prevede la divisione di un istituto bancario in più uffici dislocati sul territorio, semi indipendenti. ([https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Branch+\(banking\)](https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Branch+(banking))).

⁹ Vincent P. Carosso, “Investment banking in America, a history” Cambridge: Harvard University Press, 1970, op. cit. p.242.

unicamente nelle filiali già esistenti, mentre dovevano sottostare all'obbligo di aprire filiali in città diverse da quella in cui risiedeva la sede head-office della banca. Il principale cambiamento determinato da tale legge fu in primo luogo di permettere esplicitamente anche alle *national banks* di aprire filiali (unicamente all'interno delle città sedi dell'ufficio centrale della banca, e in quegli stati dove questa possibilità era già prevista per le *state banks*), e in secondo luogo, incisivo fu il divieto per entrambe *state* e *national banks* di aprire filiali al di fuori della città in cui si trovasse la loro sede principale. L'intento della legge era quello di estendere i privilegi delle *state banks* anche alle *national banks*, per evitare la fuga delle ultime dal National Bank System. Riassumendo, il motivo di esistenza del Mac Fadden Act risiede nel fatto che il legislatore aveva intuito che molti istituti di *national banks* erano stati sciolti e trasferiti nelle associate *state banks*, in modo tale da poter operare più liberamente nel settore dell'investimento. Il Mac Fadden Act aveva dunque il compito di regolare tale tipo di attività, elencando i precisi casi e condizioni alle quali un istituto, secondo la pratica del *branch banking*, poteva essere dislocato. L'obiettivo era evitare lo scioglimento delle *national banks*, poiché ogni istituto sciolto si traduceva in una banca in meno per il Federal Reserve System. È in questo modo che si permise la, seppur lenta e graduale, operatività anche delle *national banks* nel settore degli investimenti e della compra vendita di titoli. Nasceva così un nuovo sistema bancario, lo stesso che si rese protagonista dei "golden twenties", proprio quello che avrebbe portato, cavalcando l'onda della poca regolamentazione, alla crisi del 1929 ed alla Grande Depressione.

4. Lo scoppio della Bolla: dentro la crisi.

Chiarito quale tipo di sistema bancario fosse in vigore durante gli anni '20, addentriamoci più specificamente all'interno di tutti quei meccanismi del mondo finanziario che portarono poi alla crisi del 1929. Vi furono molti elementi che alimentarono l'euforia speculativa in un circolo vizioso che prima o poi si sarebbe rivoltato su sé stesso. Tutto andava ad incoraggiare la speculazione: dalle politiche governative a quelle messe in atto dal Federal Reserve System. Nel 1923 erano state stabilite delle linee guida affinché il credito non fosse indirizzato verso fini speculativi, ma entro poco tempo

(due anni) tali disposizioni vennero disattese. Nel 1925 iniziarono le trattative con le Banche Centrali europee per il rafforzamento delle loro riserve monetarie. Il legame tra le politiche monetarie concordate tra Stati Uniti ed Europa e la smodata compra vendita di titoli da parte dei privati è più che palese. Infatti, ci si deve chiedere quale sia stato il momento in cui i singoli privati abbiano iniziato la loro corsa in Borsa. La corsa agli sportelli iniziò nello stesso momento in cui negli Stati Uniti arrivarono così tanti fondi che l'investimento sembrava essere la strada più ovvia. Il governatore della Federal Reserve Bank di New York, Benjamin Strong (la figura più influente nel sistema delle Federal Reserve), strinse forti legami con i governatori delle Banche Centrali Europee, in particolar modo con quella inglese. La Gran Bretagna voleva tornare al “*gold standard*”: la sterlina così appariva più “cara”, così che la Gran Bretagna sembrasse un mercato poco attraente per gli acquisti, ma molto favorevole alle vendite. In questo modo si innescò un processo di deflusso di oro dalle riserve inglesi ed europee, verso gli Stati Uniti. La Riserva Federale diede così il via ad una politica monetaria più “facile” (come era stato richiesto dai governatori delle banche tedesche, francesi e inglesi), e diede inizio agli acquisti sul “mercato-aperto”. Con tali manovre 5 miliardi di dollari vennero iniettati nel sistema bancario americano, ed in questo momento che il detto “i soldi danno alla testa” trovò la sua piena realizzazione, in quanto nacque quel fenomeno di incontrollabile euforia che spinse le persone all'indebitamento¹⁰. Le banche iniziarono a prendere in prestito denaro dalla Federal Reserve ad un tasso vantaggioso, concedevano finanziamenti agli operatori di Borsa ad un tasso anche più che doppio; questi ultimi non guadagnavano sugli utili derivanti dal possesso di azioni, ma dalla loro vendita, scommettendo sul fatto che il loro prezzo si sarebbe presto alzato. Infatti, è proprio questa la peculiarità delle bolle speculative: nessuno puntava sul valore di un determinato bene, ma si riponeva fiducia nel fatto che il prezzo di tale bene sarebbe raddoppiato nel giro di poco tempo. Lo strumento utilizzato per permettere a chiunque di operare in Borsa era il *margin*, una contrattazione a riporto. Tramite questo meccanismo chiunque poteva comprare azioni; l'acquirente otteneva il diritto di

¹⁰ John Kenneth Galbraith, “*Il Grande Crollo*”, R.C.S Milano Libri, 2002

proprietà di un titolo, ma si liberava dell'onere della proprietà, affidando i titoli al suo agente come garanzia per il prestito. In altre parole, tutti coloro che acquistavano titoli si impegnavano a pagare nell'immediato unicamente il 10% del valore del titolo stesso; il resto del costo del titolo veniva fornito dall'agente di cambio, il quale era stato ovviamente rifornito dalle banche. Essenzialmente era la banca che si faceva garante del pagamento del titolo, assolvendo da ogni responsabilità, in primo luogo, il singolo privato e, in secondo luogo, dall'agente di cambio. Questi investimenti risultavano sicuri, in quanto erano garantiti dagli stessi titoli immediatamente vendibili, e gli alti rendimenti di queste vendite fecero affluire sulla Borsa di New York grandi quantità di capitale da tutto il mondo. I fondi resi disponibili dalla Federal Reserve vennero investiti in azioni ordinarie e, in primo luogo, per finanziare i privati nell'acquisto di queste stesse azioni. Le persone così, investite da così tanti soldi, si precipitarono sul mercato e "da allora in poi si perse totalmente il controllo della situazione", citando il professore Lionel Robbins della London School of Economics. Iniziarono così gli anni della speculazione. Si deve ben badare al fatto che una grande quantità di moneta in circolazione, e il fenomeno della speculazione non sono due variabili direttamente proporzionali; vi sono stati diversi periodi, infatti, durante i quali la quantità di moneta disponibile era decisamente maggiore rispetto a quella detenuta dalla Federal Reserve nel periodo 1927-29, e nonostante ciò il fenomeno speculativo non era stato così evidente. Infatti, ciò che provocò il crollo del 1929 furono le azioni delle autorità della Riserva Federale, che acconsentirono l'utilizzo smodato di una così ingente quantità di danaro, a fini speculativi. Con l'avvento del 1928 iniziò la vera e propria "messa in scena": le persone, gli operatori bancari, le autorità nel mondo delle finanze, tutti preferirono alimentare la macchina della finzione, cercando di slegarsi quando più possibile dall'economia reale, per evadere nel mondo della fantasia speculativa. È interessante per questo motivo analizzare il comportamento del mercato, contraddistinto da rapidi sali e scendi. Nel marzo del 1928 la media "industriale" guadagnò 25 punti. Alcune emissioni arrivavano a guadagnare in un'unica giornata di contrattazione dai 10 ai 20 punti. Le prime pagine dei giornali riferivano di "un mercato costantemente ribollente". Esempio calzante appare il caso della Radio (Corporation of America). Il 12 marzo guadagno 18

punti, il giorno successivo aprì a 22 punti sopra la chiusura precedente; perse 20 punti dopo l'annuncio che il comitato di Borsa stava indagando sull'andamento della contrattazione, ma ne riacquisì ben 18 qualche giorno dopo. Proprio il 12 marzo il volume delle contrattazioni era salito a 3.875.910 azioni, la più alta cifra mai registrata, fino ad arrivare, alla fine del mese, il 27 marzo, ad un numero pari a 4.790.270 di azioni. Così come i mesi passavano, si susseguivano periodi di alti e bassi per la Borsa americana: a giugno si registrò una leggera contrazione delle contrattazioni, contando, il 12 del mese, un numero di 5.052.790 azioni. La Borsa di Wall Street perse 23 punti e un giornale di New York diede inizio alla giornata con "Il rialzo di Wall Street è crollato ieri con una detonazione udita in tutto il mondo". Tale fu un'affermazione prematura, in quanto già nel luglio seguente il numero di contrattazioni crebbe nuovamente, e il pubblico di privati continuò ad essere rassicurato circa il buono stato di salute dell'economia americana, e sul fatto che la prosperità sarebbe continuata. Andrew W. Mellon affermò: "Non c'è di che preoccuparsi. L'alta marea di prosperità continuerà". Tali però alla luce degli avvenimenti, non erano previsioni, erano rassicurazioni che i "grandi" del mondo della finanza diffondevano tra le persone. Vi è un rito nella società, che è considerato particolarmente efficace ai fini di favorire il ciclo economico, ovvero quello di far credere che l'economia stia prosperando. Ma oltre alle credenze, servono i fatti; i cicli economici non possono essere unicamente alimentate dalle "positive vibes". L'errore fu quello di staccarsi troppo, e in maniera irreversibile, dall'economia reale. Il 1928 fu l'anno in cui la speculazione crebbe enormemente in America. Mentre, infatti, all'inizio del decennio il valore dei crediti degli operatori variava dal miliardo al miliardo e mezzo di dollari, il primo giugno del 1928 il valore dei crediti ammontò a 4 miliardi, aumentando ulteriormente di due miliardi alla fine dell'anno. Mai nulla di simile di era verificato in precedenza. La gente andava in massa a comprare azioni a riporto, cercando di avere l'aumento di prezzo ma senza addossarsi il costo della proprietà. Il costo era sostenuto in primo luogo dalle banche di New York, che fungevano da agenti di prestatori dislocati in tutto il mondo. È ben chiaro il perché gli investitori volessero prestare denaro alle banche newyorkesi: i prestiti che accompagnano la speculazione in titoli sono tra gli investimenti più sicuri, in quanto sono assicurati dai titoli stessi, che

sono vendibili in qualsiasi momento. Così fiumi d'oro iniziarono a convergere sulla città di New York. Il 1928 fu l'ultimo anno in cui gli americani furono euforici, senza inibizioni, e completamente felici. Nel numero di gennaio di "World's Work", Will Payne aveva riflettuto circa la differenza tra giocatore e investitore; il giocatore guadagna a scapito altrui, l'investitore crea una catena di guadagno. Dove il primo guadagna 10, il secondo guadagna 20 e così via. Ma la catena non può durare per sempre. Già dai primi mesi del 1929 si iniziarono a diffondere preoccupazioni tra alcuni osservatori borsistici, banchieri, accademici e politici americani; ci si iniziava a rendere conto che tale castello speculativo non sarebbe durato per sempre, e che la bolla prima o poi sarebbe scoppiata. Un momento politicamente incisivo, che ebbe le sue ripercussioni anche nell'ambito di politica monetaria, fu quello delle elezioni presidenziali del 1929, che videro l'avvicendamento tra Coolidge e Hoover. Seppur provenienti dallo stesso partito, il Repubblicano, Hoover, che era stato Segretario del Commercio nel governo precedente, aveva idee molto diverse rispetto al suo predecessore in materia di regolamentazione del mercato; si differenziava da Coolidge soprattutto sul tema della speculazione. La notizia della vittoria di Hoover diede il via ad un aumento negli acquisti mai visto. Salì il volume delle contrattazioni (che arrivarono alla cifra di 4.894.670, eguagliando quasi quelle del precedente 12 giugno), e il giorno dopo l'elezione di Hoover le principali azioni quotate salirono di 5-15 punti, tanto è vero che il 7 novembre venne ricordato come il "boom della vittoria". Nonostante il nuovo Presidente avesse un'opinione più stringente su come dovesse essere regolamentata la pratica speculativa, anche egli si unì al coro delle rassicurazioni sul buono stato dell'economia americana, senza imprimere una forte azione per contrastare la speculazione. Le voci fuori coro furono poche, tra queste quella del senatore Glass, che, nel febbraio del 1929, cercò di mettere in guardia circa i rischi a cui l'America stava andando in contro. Eppure, nessuno voleva prendersi concretamente la responsabilità di svelare il vero stato di salute dell'economia statunitense: neanche all'interno del Board della Federal Reserve, presieduto da Young, nessuno voleva avere l'onere di una politica monetaria restrittiva che avrebbe generato una crisi di liquidità ed un conseguente crollo azionario. L'unico organismo che tentò di dare il via ad un'azione concreta fu la

Federal Reserve Bank di New York, che era ormai diverso tempo che provava a mettere in atto politiche quantitative. Questa propose a metà febbraio un aumento di un punto del saggio di risconto (dal 5% al 6%); tale proposta non incontrò l'appoggio del Board della Federal Reserve, che la fece decadere affermando che ciò avrebbe unicamente determinato ricadute negative sui prestiti commerciali non a fini speculativi. Mentre le preoccupazioni erano iniziate già nei primi mesi del 1929, il momento di svolta nella psicologia collettiva si realizzò solo a cavallo tra settembre e ottobre. In settembre "l'indice degli indici", il *Dow Jones*¹¹ raggiunse il suo picco con 381 punti, stabilizzandosi poi sui 370 punti, a cui seguirono smottamenti poco incisivi, fino a quando i primi giorni di ottobre perse un altro 5% dei punti. Nella giornata del 21 ottobre i broker iniziarono a richiedere agli investitori di integrare il deposito in contanti, per non essere costretti alla vendita dei titoli per recuperare il prestito. Proprio durante quella giornata vennero trattati 6 milioni di azioni, con operazioni di continuo ribasso che generarono preoccupazioni tra i risparmiatori. Da quel momento in poi si verificò un vero e proprio crescendo del panico. Mercoledì 23 si registrò un calo consistente pari al 6,3%¹² del valore dei titoli, finché il giorno dopo, il 24 ottobre, vennero vendute più di 12 milioni di azioni con ribassi vertiginosi e con serie difficoltà nel rintracciare dei compratori anche a prezzi veramente bassi. Il lunedì dopo, quando riaprì la Borsa, vennero vendute ancora 9 milioni di azioni e il ribasso fu del 12,8%; solo durante la prima ora di apertura della Borsa; nella giornata di martedì 29, vennero scambiati 6.6 milioni di titoli, raggiungendo un totale di 16,3 milioni a fine giornata. Anche il *Dow Jones* era in picchiata, scendendo a 230 punti. La Borsa era crollata, e lo scoppio della bolla in pochissimo tempo, fece sentire i suoi effetti anche nell'economia reale. Il crollo di Wall Street andò a rafforzare l'inversione del tasso di sviluppo economico che già si era manifestato nell'agosto di quell'anno. Infatti, da quel momento fino al crollo la produzione era calata

¹¹ Il Dow Jones è un indice azionario che rappresenta l'andamento dei primi trenta titoli del NYSE (New York Stock Exchange). Tale indice non è legato ad alcun settore specifico, il suo paniere, infatti, contiene titoli appartenenti a diversi fattori produttivi, sia tradizionali, sia della new economy. (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/indice-dow-jones-industrial-average.html>).

¹² Luca Paolazzi, "Storia dei mercati e delle crisi finanziarie", nel tomo "Finanza", l'Universale Enciclopedia, Garzanti Libri S.p.a Milano, 2005.

ad un tasso annuale del 20%, i prezzi all'ingrosso del 7,5% e il reddito personale del 5%. Dopo il crollo la caduta si fece sentire ancora più forte, in quanto il tasso annuale della produzione calò di un ulteriore 7%, si registrò un 13,5% per i prezzi all'ingrosso, e un 17% per il reddito personale. Le banche invece tagliarono i prestiti commerciali, per prepararsi ad affrontare i problemi sul mercato azionario. Ovviamente questo minor accesso alle normali fonti di credito per gli acquirenti, produsse un calo degli abituali acquisti, e di conseguenza i venditori dovevano ridurre i prezzi all'ingrosso; ciò provocò, naturalmente, una diminuzione delle importazioni. La sfiducia nel mercato azionario si spostò in molti altri settori, in primis quello bancario¹³, portando, negli anni che seguirono, crisi e fallimenti per molte banche americane. Il crollo del 1929 non rappresentò unicamente il risultato di due giornate negative della Borsa americana: lo scoppio della bolla fece sentire i suoi pesanti effetti negli anni avvenire, sia sul mercato azionario (tanto è vero che verso la metà del 1932 i corsi azionari

¹³ Vi sono state diverse interpretazioni circa le cause della crisi del 1929, e molteplici sono stati i "colpevoli" dello scoppio della bolla speculativa. La prima interpretazione è fornita da uno dei più grandi economisti dell'epoca, John Maynard Keynes. Keynes affermava che la gravità della depressione che caratterizzò gli anni Trenta fu una conseguenza delle scelte di politica fiscale del governo americano. Egli afferma che il governo americano, perseguendo una politica fiscale in linea con il rigore del bilancio pubblico, abbia causato una diminuzione della domanda privata (a causa delle difficoltà economiche delle famiglie) e della domanda di investimenti. Solo una politica fiscale espansiva avrebbe, infatti, potuto sostenere la domanda aggregata e portare ad una situazione di piena occupazione. Invece la scelta del governo americano, ispirata al rispetto dei vincoli imposti dalla *gold standard* e al concetto del liberismo economico, ha portato ad una situazione di sotto occupazione. Lo scoppio della bolla agì da detonatore: portò ad un'inversione di tendenza tra le aspettative degli investitori. L'irrigidirsi delle misure protezionistiche proprio nei giorni del crollo della Borsa indusse i partner commerciali ad intraprendere azioni di ritorsione contro i prodotti statunitensi, portando alla riduzione sia delle esportazioni americane, sia della domanda aggregata. (John Maynard Keynes, *Come uscire dalla crisi*, Laterza Editori, 2004).

Una seconda interpretazione è quella della scuola austriaca, il cui maggior esponente Hayek, secondo cui le cause della crisi del 1929 sono rinvenibili nel comportamento della FED, sin dal 1913, troppo presente all'interno dell'economia americana. Murray Rothbard interpreta infatti l'amministrazione di Hoover come fortemente attiva e considera il New Deal di Roosevelt come il proseguimento della linea interventista hooveriana. I bassi tassi di interesse, la politica inflazionistica e l'interventismo statale degli anni '20 sono tutti fattori che hanno portato la Fed a non prendere le giuste misure restrittive abbastanza tempestivamente. Infatti, quando alla fine del 1928 ci si rese conto che lo stato dei mercati azionari era troppo gonfiato rispetto allo stato di salute dell'economia americana, la distorsione produttiva era già troppo pronunciata. Il tentativo di sostenere l'economia attraverso l'interventismo del New Deal non fece altro che aggravare le cose, impendendo al mercato di raggiustarsi autonomamente, raggiungendo una situazione di equilibrio. (Friedrich N. Hayes *Monetary theory and trade cycle*, 1966)

Ultima interpretazione delle cause della crisi del 1929 fu quella fornita dalla scuola monetarista, che vedeva i suoi principali esponenti in Milton Friedman e Anna J. Schwarz. I due sostenevano che durante gli anni Venti non ci sia stata alcuna espansione eccessiva del credito e che la causa della crisi è da ricercare negli errori di politica monetaria commessi sia durante che dopo la crisi del '29. Secondo Friedman e Schwarz la Federal Reserve ha condotto una politica monetaria eccessivamente restrittiva. Il monetarismo di Friedman e Schwarz sosteneva che tutto quello che serviva per prevenire e fronteggiare una crisi come quella del 1929 era una politica monetaria espansiva. (Milton Friedman e Anna J. Schwarz, *Il dollaro. Storia monetaria degli Stati Uniti*, UTET, 1979).

erano scesi dell'85% rispetto a qualche anno prima), sia nel settore bancario e nell'economia reale. Vittime di questa crisi furono gli investitori che persero i propri risparmi, numerose banche fallirono e con queste i loro clienti persero i loro depositi; le istituzioni finanziarie sopravvissute ridussero il credito erogato alle imprese, che furono costrette ad effettuare grandi quantità di licenziamenti. Si aprì così la strada alla disoccupazione e a quella che la storia avrebbe ricordato come la "Grande Depressione".

5. Le misure contro la crisi: dall' Emergency Banking Act al Glass-Steagall Act.

Fu solo con il rinnovamento nella presidenza americana che gli Stati Uniti poterono conoscere un vero punto di svolta. Nel 1933, quindi a quattro anni dallo scoppio della bolla, venne eletto presidente degli Stati Uniti d'America, il democratico Franklin D. Roosevelt. Così, nel 1933, venne inaugurato il periodo ben conosciuto del "New Deal" o "Nuovo Corso". Questo periodo, contraddistinto da diversi provvedimenti, durò fino al 1938, ed è diviso in due fasi, quella che va dal 1933 al 1935, e la seconda che va dal '35 al '38. Il primo atto che entrò in vigore sotto la presidenza di Roosevelt fu l'Emergency Banking Reliefs Act del 1933. Questo atto venne steso in un contesto che richiedeva una immediata riapertura degli istituti bancari. In un primo momento il Ministro del Tesoro William H. Woodin aveva già elaborato un piano che si basava sull'assunto che non tutti gli istituti potessero riaprire contemporaneamente e con le stesse modalità. Venne fatta, perciò, una distinzione tra i diversi istituti bancari: 1) le *Class A banks*, ovvero quelle che vantavano di totale solvibilità, una adeguata liquidità, e che, di conseguenza, erano quelli pronti all'immediata riapertura; 2) le *Class B banks*, ovvero quelle banche che presentavano una struttura del capitale non integra (o che erano insolventi e senza capitale), ma che erano pronte ad una riorganizzazione, perciò la cui riapertura sarebbe avvenuta più gradualmente; 3) le *Class C banks*, ossia quegli istituti totalmente insolvibili, a cui, di conseguenza, era negata la riapertura.¹⁴

¹⁴ Susan E. Kennedy, *The Banking Crisis of 1933*, University Press of Kentucky, 1973.

Nonostante tale ripartizione, rimaneva comunque il problema concernente la scarsità di denaro contante per la maggior parte degli istituti, anche i più sani. Per ovviare a questo problema fu accolta la soluzione proposta dal politico Harrison, che prevedeva di utilizzare i biglietti della Federal Reserve. Le banche distrettuali potevano effettuare prestiti agli individui, alle aziende o alle società, emettendo biglietti della FED garantiti dai titoli governativi. In questo piano i biglietti potevano essere prestati anche alle *member banks* con la garanzia dei loro *assets* più sicuri. L'Emergency Banking Act avrebbe contenuto disposizioni sia circa la riapertura regolata degli istituti di credito, sia il modo per poter garantire *cash* a tali istituti. Il Ministro del tesoro, sotto esortazione dello stesso presidente Roosevelt, fu molto celere nella redazione del testo legislativo; l'obiettivo era l'essere più veloci possibili, e proprio in nome di tale necessità, la Commissione approvò immediatamente il testo; in Assemblea raggiunse 73 voti favorevoli e unicamente 7 contrari. Alla Camera dei Rappresentati la votazione fu ancor più celere, tanto è vero che in questa sede vennero vietati gli emendamenti al testo di legge.

Il testo approvato dell'Emergency Banking Reliefs Act del 1933 prevedeva principalmente che nessuna banca degli Stati Uniti potesse operare senza la supervisione e l'autorizzazione della Banca Centrale. Tra le più importanti misure da adottare previste dal testo legislativo vi era la creazione di un "Federal Deposit Insurance Corporation" (FDIC). Il FDIC era un'istituzione federale preposta all'assicurazione dei depositi; il primo obiettivo di questa istituzione era quello di evitare la "*run on the bank*" (la corsa agli sportelli) che durante la Grande Depressione portò molte famiglie alla perdita totale di tutti i loro risparmi. Questa istituzione dunque si faceva garante dei depositi dei privati presso una banca federale, e nel caso di fallimento di quest'ultima, rassicurava i singoli individui circa la sicurezza dei loro depositi¹⁵. Prime tra tutte, il 13 marzo 1933, riaprirono 12 banche del Federal

¹⁵ Il FDIC aveva l'obiettivo di evitare la drammatica "corsa agli sportelli" che aveva portato al fallimento molte banche dopo la crisi del 1929. Dopo lo scoppio della bolla nell'ottobre del '29 molte famiglie si erano precipitate presso la propria banca per ritirare tutti i loro depositi, per evitare di perderli successivamente. Mentre i "primi" in questa frenetica corsa riuscirono a ritirare tutti i propri averi, gli ultimi arrivati trovarono i propri conti prosciugati, dal momento che la banca non disponeva più di alcun tipo di liquidità. Risultato di ciò fu non solo il fallimento del singolo

Reserve System. Il primo risultato tangibile dell'Emergency Banking Act fu la ripresa della Borsa americana, con il Dow Jones che risalì di 8.26 punti¹⁶ (un aumento di più del 15%) durante la giornata del 15 marzo 1933. Ma il risultato più importante, seppur meno concreto, sta nel fatto che questo atto fece ritrovare ai singoli individui la fiducia nel sistema bancario americano, fiducia che era stata quasi totalmente persa con la crisi del 1929. L'uscita dalla crisi bancaria si verificò velocemente; nel primo mese vennero riaperti 12,817 istituti bancari, di cui 4798 erano *national banks*, 636 erano *state member banks* e 7392 erano *non member banks*¹⁷. È chiaro che si stava creando a pieno il giusto clima per poter avviare una vera propria riforma bancaria. Si era parlato di necessità di una riforma bancaria già durante la presidenza Hoover. Egli infatti, il 3 dicembre del 1929, a distanza di poche settimane dal crollo di Wall Street, sottopose ai parlamentari la questione circa il rinnovamento del sistema bancario. A tal proposito Hoover propose l'istituzione di una commissione formata da membri del Congresso e dell'amministrazione federale, per iniziare un'indagine sui problemi del sistema creditizio e proporre efficaci risoluzioni; infatti Hoover attribuiva la responsabilità dei crolli bancari alla mancata riorganizzazione del sistema bancario che, invece, si sarebbe dovuta realizzare subito dopo il crollo di Wall Street. A capo della *subcommittee* del Senate Banking and Currency Committee venne messo il governatore dello Stato della Virginia, Carter Glass. Sin da subito Glass introdusse una proposta di legge dal titolo "The Banking Act of 1930", anche nota come "The Glass Bill". I punti principali di questa riforma riguardavano l'introduzione di restrizioni sulle operazioni di mercato azionario delle *national banks*, l'estensione del *branch banking*, la regolamentazione delle società affiliate delle banche commerciali e provvedimenti in merito al Federal Reserve System. La riforma del Glass Bill non trovò immediata applicazione; non ci soffermeremo sulle singole fasi che

istituto bancario, ma soprattutto l'impoverimento di moltissime famiglie.
(<https://www.investopedia.com/terms/f/fdic.asp>)

¹⁶ <https://www.investopedia.com/terms/e/emergencybankingact.asp>

¹⁷ Federal Reserve Bulletin, April 1933. (<https://fraser.stlouisfed.org/title/federal-reserve-bulletin-62/april-1933-20636>)

tale testo di legge ha dovuto passare, ma basti sapere che prima della sua approvazione sarebbero passati anni. L'approvazione finale del testo di legge, che nel corso del tempo aveva subito modifiche rispetto alla sua originaria formulazione, avvenne nel giugno del 1933¹⁸. Infatti, il 16 giugno 1933, il presidente Roosevelt firmò il Glass-Steagall Act¹⁹, congratulandosi con il governatore della Virginia in quanto aveva realizzato il migliore esempio di legislazione bancaria dopo il Federal Reserve System del 1913²⁰. Il Banking Act del 1933 era una legge suddivisa in 34 sezioni, volta ad emendare importanti disposizioni presenti nel Federal Reserve Act, nel National Bank Act e nel U.S Code of Federal Regulation. La legge aveva l'intento di intervenire in tutti gli ambiti del settore bancario, introducendo una lunga serie di nuove misure da dovere mettere in atto. Uno dei pilastri della nuova legge bancaria era quello che stabiliva la puntuale divisione tra l'*Investment Banking* e il *Commercial Banking*; la legge dettava chiare disposizioni sulla separazione netta delle attività commerciali da quelle di investimento delle *member banks*, le quali entro un anno dall'entrata in vigore del testo di legge dovevano dismettere le società affiliate. In secondo luogo, la legge andava a regolare e restringere l'uso del credito bancario finalizzato alla speculazione; ogni Federal Reserve Bank aveva l'obbligo di vigilare sull'operato delle banche ad essa affiliate e il Federal Reserve Board aveva il potere di sospendere il credito verso una di queste banche nel caso in cui ci si accorgesse che tale credito fosse usato impropriamente per fini speculativi. Inoltre, per le banche aderenti vigeva il divieto di comportarsi da agenti per istituti non bancari, ed elargire loro prestiti finalizzati alla speculazione in titoli. Molte altre furono le misure²¹ che il Banking Act dettava, tra queste vi erano

¹⁸ Susan E. Kennedy, "*The Banking Crisis of 1933*", University Press of Kentucky, 1973..

¹⁹ Banking Act of 1933, Glass-Steagall (https://www.federalreservehistory.org/essays/glass_steagall_act)

²⁰ In effetti il presidente Roosevelt aveva ragione, in quanto il Glass-Steagall Act ha costituito il testo legislativo concernente il settore bancario, il suo funzionamento e la sua regolamentazione, migliore dopo il Federal Reserve System, creando un quadro regolamentato che sarebbe rimasto in vita fino al 1999. (Giuseppe di Gaspare, "*Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*", CEDAM, 2012.)

²¹ Essendo una legge volta a riformare completamente il settore bancario americano, il Banking Act (o Glass-Steagall Act) è intervenuto in moltissimi ambiti. Il più importante (già citato) era quello della divisione netta tra istituti di investimento e istituti commerciali, una misura volta ad impedire che il credito posseduto dalle banche fosse nella sua interezza indirizzato verso operazioni speculative. Ma i contenuti della legge non si limitavano a tale misura, essi sono molti di più. 1) Limitazioni per le banche private: i banchieri privati dovevano scegliere entro un anno se cessare la loro attività di deposito o quella di negoziazione dei titoli di investimento. 4) Disposizioni sull'assicurazione dei depositi: la legge prevedeva l'istituzione di un Federal Deposit Insurance Corporation per liquidare gli assets delle banche fallite

le limitazioni per le banche private, che dovevano scegliere entro un anno se continuare le loro attività di deposito oppure di investimento, oppure l'imposizione di requisiti minimi di capitale per le nuove national banks²². Ai fini della nostra analisi l'aspetto più importante del nuovo testo di legge è quello sopracitato riguardante la divisione delle banche in istituti di investimento e istituti commerciali. Nonostante molti economisti non ritenessero che il Banking Act potesse favorire l'uscita dalla depressione economica²³, il Glass-Steagall Act ebbe da subito dei riscontri positivi, portando a cambiamenti sostanziali nella struttura bancaria del Paese. Aveva ristabilito un senso di fiducia verso il sistema dei pagamenti, e, cosa ancor più importante, riorganizzò completamente il settore dell'*investment banking*. La legge aveva creato un nuovo quadro regolatorio in cui era prevista per le *investment banks* l'eliminazione delle società affiliate, la riduzione delle dimensioni e delle attività dei dipartimenti dediti all'investimento delle *commercial banks*, e l'obbligo per i banchieri privati di scegliere se continuare le attività di investimento o passare alla raccolta dei depositi. (Un maggior numero di banchieri privati decise di rimanere nel settore dell'*investment banking*²⁴). Alla fine del 1935, quando la riorganizzazione del settore bancario americano era sulla via della conclusione, i gruppi principali dell'industria dell'investimento risultavano essere Lehman Brothers, Kuhn e Loeb

ed assicurare i depositi delle banche facenti parte della Corporation. 5) Requisiti minimi di capitale per le nuove national banks: il capitale minimo delle nascenti national banks era il 50.000 dollari in una città con una popolazione inferiore a 6000, invece di 100.000 dollari in città dai 6000 ai 50.000 abitanti, e di 200.000 dollari nelle grandi città. 6) Provvedimenti sulle casse di risparmio e sulle banche del Piano Morris. 7) Il *Branch Banking*: il *branch banking* veniva autorizzato per le national banks e per le *member state banks* con un capitale non inferiore a 500.000 dollari e situate in stati che accordavano il diritto di aprire filiali al loro interno; negli stati che contavano meno di 1.000.000 di abitanti il requisito per la capitalizzazione era pari a 250.000 dollari; e negli stati che non superavano i 50.000 abitanti la capitalizzazione non poteva essere inferiore a 100.000 dollari. 8) Il *Group Banking*: le holding bancarie dovevano ricevere l'approvazione del Federal Reserve Board, e sottostare a puntuali controlli, affinché potessero assumere il controllo di una *member bank*. 9) La rimozione dei funzionari o dei direttori di banca: veniva istituita la possibilità di rimuovere il direttore di una banca nel caso questi avesse continuato a violare lo statuto bancario favorendo la speculazione; nel caso del direttore (o funzionario) di una national bank sarebbe intervenuto il Comptroller of the Currency, nel caso di una *member bank* il compito sarebbe stato del Federal Reserve Agent. 10) La riapertura delle banche: la legge consentiva la riapertura delle national banks chiuse, se i depositanti e i creditori della banca avessero espresso il loro consenso, per iscritto, che la banca mantenesse i loro depositi per un periodo di tempo che sarebbe stato indicato dal Comptroller of Currency. 11) Ulteriori emendamenti al Federal Reserve Act.

²³ J.M. Keynes, "The New Deal" (Lettera a Roosevelt), The New York Times, 31-12-1933.

²⁴ Per quanto riguarda la J.P Morgan a Philadelphia e la Brown Brothers Harriman & Co. , che da sempre erano stati colossi nel settore degli investimenti, queste decisero di passare alla raccolta dei depositi. (Vincent P. Carosso, "Washington and Wall Street: the New Deal and Investment Bankers", Cambridge University Press, 2012)

& Co, che erano state colpite solo nella perdita del settore di raccolta dei depositi. Anche molte *corporations* furono “riformate” dal nuovo testo di legge, in quanto furono costrette a rompere i rapporti con le vecchie società affiliate, e a cercare nuovi istituti di investimento che gestissero i loro affari e la loro offerta di titoli. Affianco al Glass-Steagall Act, che costituiva la colonna portante della riforma del sistema bancario, vennero stesi ulteriori decreti-legge, volti sempre alla regolamentazione delle banche americane. Ricordiamo il Securities Act del 1933, creato per regolare l’emissione dei titoli sul mercato primario, e il successivo Securities Exchange Act del 1934, impiegato invece per il controllo del mercato secondario, quindi quello della Borsa e della compra vendita dei titoli. L’innovazione di maggior rilievo del Securities Exchange Act fu appunto la creazione della Securities Exchange Commission (SEC)²⁵, un’agenzia federale indipendente, a cui sarebbe spettato il compito di controllare tutti gli aspetti del settore borsistico, collaborando con il Dipartimento di Giustizia statunitense, che aveva la responsabilità dell’applicazione penale delle leggi federali sui titoli, e con gli ufficiali statali, occupati nel mercato borsistico. L’insieme di tutte queste nuove norme creò un mercato nazionale improntato alla sicurezza e alla trasparenza dei titoli offerti al pubblico; il mercato finanziario non era più così il “regno della speculazione incontrollata” ma era un settore soggetto a stretti controlli e regolamenti. Il risultato di questo lungo lavoro fu un sistema bancario rigenerato, che riuscì a rimanere stabile per oltre sessanta anni. Tale sistema che mantenne il dualismo nel controllo, sia federale che statale; venne segmentato in base alle funzioni, in attività commerciali e di investimento, e fu unitario nella restrizione all’apertura degli sportelli. La canalizzazione del potere del Federal Reserve System nel Board di Washington poneva il mondo bancario maggiormente in

²⁵ <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html>

linea con il programma di governo, così che la politica monetaria e quella di gestione del credito potessero essere più compatte. Infatti, la stretta del governo federale sul sistema bancario fu più forte, ma i risultati furono anche più positivi. Questo sistema bancario, improntato alla trasparenza ed alla sicurezza delle operazioni, rimase in vita fino al 1999, quando si giunse all'abrogazione del Glass-Steagall Act, dando così vita alla fase della *deregulation raeganiana*.

CAPITOLO SECONDO:

LA CRISI DEL 2007.

SOMMARIO: 1. Lo smantellamento della legislazione Glass Steagall: le prime modifiche. – 2. La “deregulation” degli anni ’80 e ’90 e l’abrogazione del Glass Steagall Act: la prima ondata di deregolamentazione. - 2.1. La “deregulation” degli anni ’80 e ’90 e l’abrogazione del Glass Steagall Act: la seconda ondata di deregolamentazione. - 3. La crisi dei Mutui Subprime: lo scoppio della bolla. - 3.1. I provvedimenti adottati per fronteggiare la crisi. – 4. Un dibattito ancora aperto: il legame tra l’abrogazione della legislazione Glass Steagall e lo scoppio della crisi dei mutui Subprime. 5. Un confronto tra la crisi del 1929 e la crisi subprime del 2007.

1. Lo smantellamento della legislazione Glass Steagall: le prime modifiche.

Sin dalla sua approvazione, nel 1933, il Glass Steagall Act fu oggetto di forti dibattiti riguardanti gli aggiustamenti nella sua applicazione, e di continui tentativi di modifica; il linguaggio stesso dell’atto, portò la legge ad essere oggetto di diverse interpretazioni, delle quali si servirono in primis gli oppositori del Glass Steagall Act. È opportuno ricordare che l’intento primo della legge del 1933 risiedeva nella separazione netta e tassativa delle “commercial banks”, banche autorizzate a svolgere esclusivamente attività commerciali, e delle “investment banks”, autorizzate a svolgere esclusivamente attività di investimento.²⁶ In un primo periodo le integrazioni alla legge ebbero l’obiettivo di rafforzare il potere federale di controllo nei confronti dell’industria bancaria, mettendo un freno in questo modo a tutti i tentativi delle banche di aggirare le limitazioni imposte dalla legge. A partire dagli anni Sessanta, però, le innovazioni del mercato finanziario riuscirono ad influenzare sia le corti giurisdizionali, sia gli organi governativi, nel senso opposto: ebbe così inizio il (lento) processo di smantellamento della legislazione Glass Steagall, culminante con l’abrogazione per via

²⁶ <https://www.investopedia.com/articles/03/071603.asp>

legislativa della legge e con l'approvazione del Graham-Leach Bliley Act nel 1999. I banchieri tentarono da subito di aggirare le limitazioni imposte dal Glass Steagall ricorrendo ad uno strumento finanziario che era rimasto fuori da ogni tipo di regolamentazione: la *bank holding company*.

Le *bank holding companies* erano società che controllavano una o più banche sulla base della proprietà di tutto o di una parte dello stock delle loro azioni, potendo così aggirare le limitazioni imposte in tema di separazione tra attività commerciali e di investimento. Secondo il Board della Federal Reserve la normativa vigente circa questa tipologia societaria era decisamente inefficiente: infatti le holding companies erano riuscite a sfruttare tutti i “punti ciechi” del sistema regolatorio vigente, acquisendo in questo modo sempre più forza nei confronti degli altri istituti di credito. In primo luogo, alcune holding companies possedevano sia istituti bancari che società “non-bancarie”, sfuggendo così al divieto imposto dal Glass Steagall, e riuscivano ad evadere alle leggi statali contro il *branch banking*; in secondo luogo un'eventuale espansione di queste società, nel vigente quadro regolatorio, avrebbe conferito un forte vantaggio competitivo sulle altre banche²⁷.

Tutti questi argomenti costituirono la base per l'approvazione di un nuovo testo di legge nel 1956: il Bank Holding Act (BHC Act)²⁸. Fin dall'entrata in vigore del provvedimento, il Board, affermò la necessità di mantenere attiva la separazione tra l'attività bancaria e assicurativa. A tal proposito risultò esemplare il “caso Transamerica”. La Transamerica era una holding company che possedeva gran parte del capitale di più di 25 banche, con 288 uffici, e 2,8 milioni di dollari in depositi attivi.²⁹ Dal 1930, inoltre, la Transamerica possedeva una delle più grandi aziende assicurative americane, la Occidental Life Insurance Company of California, motivo per cui fu obbligata dalla nuova legge, il

²⁷ Federal Reserve, Annual Report, 1934, pp. 34-37

²⁸ Gli obiettivi principali della legge erano 1) la definizione puntuale della struttura societaria della bank holding company, 2) la difesa del “dual banking system” che permetteva agli stati di controllare e determinare l'estensione del branch banking, 3) il rafforzamento delle norme che vietavano alle banche di impegnarsi in attività non bancarie, 4) evitare il rischio di un'espansione eccessiva delle bank holding companies e di fenomeni di concentrazione bancaria. Bank Holding Company Act of 1956, p. 133

(https://www.federalreservehistory.org/essays/bank_holding_company_act_of_1956)

²⁹ George R. Hall, *Bank Holding Company regulation*, Southern Economic Journal, Vol 31, No.4, 1965, op. cit. p. 346

BHC Act, e dalle decisioni del Board della Fed, a separare le due attività.³⁰ Un'altra importante misura fu introdotta dall'emendamento del senatore Douglas. La modifica aveva come obiettivo la protezione del *dual banking system* e dei diritti degli Stati sulla legislazione bancaria, e prevedeva il divieto per le holding companies di acquisire il controllo di istituti situati in Stati diversi da quello della sede principale della holding company stessa.³¹ Eppure c'era un particolare tipo di holding company che sfuggiva al controllo del Board, non essendo esplicitamente sottoposta a tale regolamentazione: le *one-bank holding companies*. Dal 1967 al 1969, il numero di bank holding companies crebbe molto velocemente, soprattutto a causa dell'incentivo alla minor regolamentazione, tanto è vero che alla fine del 1968 le *one-bank holding companies* controllavano il 27% dei depositi delle banche aderenti al Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Solo nel 1970 si mise fine a tale situazione di "vuoto normativo" e regolatorio di cui giovavano le *one-bank holding companies*. Infatti, gli emendamenti del 1970 al Bank Holding Act, non solo avevano imposto l'obbligo di registrazione anche alle *one-bank holding companies*, ma avevano eliminato tutte quelle esenzioni originariamente previste, accrescendo così il numero di holding companies sottoposte al controllo del Board del Federal Reserve System. Nel 1966 entrò effettivamente in vigore la Regulation Q³² (un elemento importante del quadro regolatorio degli anni Trenta) con l'obiettivo di porre dei tetti ai tassi d'interesse sui depositi, dal momento che i tassi di interesse avevano superato il limite imposto dai regolatori. Già all'inizio degli anni Settanta, questa situazione provocò una serie di contrazioni del credito, infatti i risparmiatori iniziarono a spostare i loro fondi verso il mercato finanziario, che garantiva loro un maggiore tornaconto. Le banche commerciali si trovarono così in una situazione critica non essendo capaci di rispondere alle richieste di prestito di tutti i loro acquirenti. In un primo

³⁰ Secondo il testo del Bank Holding Company Act del 1956, una bank holding company registrata non poteva portare avanti attività nel settore dell'investimento, e al tempo stesso possedere quote di banche commerciali. nel caso in questione, Transamerica affermò che le attività nel settore degli investimenti erano "closely related" a quelle bancarie, ma il Board si espresse con parere contrario, e costrinse la società a scegliere tra attività bancarie o attività assicurative. George R. Hall, *Bank Holding Company Regulation*, Southern Economic Journal, Vol 31, No. 4, 1965, op. cit. pp. 346-347

³¹ Ivi, cit. pp. 345

³² Benjamin M. Friedman, *Regulation Q and the Commercial Loan Market in the 1960s*, Journal of Money, Credit and Banking, n.7, 1975, pp.277

momento le banche “aiutarono” solo i loro migliori clienti, indirizzandoli direttamente sul mercato dei capitali, emettendo “*commercial paper*”, ma successivamente anche i più piccoli creditori iniziarono ad accedere al mercato dei capitali, grazie alle innovazioni tecnologiche che permettevano agli investitori di valutare una gamma più ampia di mutuatari. È così che alla fine degli anni Settanta le banche cominciarono a finanziare i mutui residenziali, attraverso la cartolarizzazione e il mercato dei capitali. Il Glass Steagall Act, e il quadro regolatorio da esso creato, era vicino alla sua abrogazione, e la *deregulation*, con tutte le sue conseguenze, era alle porte.

2. La “deregulation” degli anni ’80 e ’90 e l’abrogazione del Glass Steagall Act: la prima ondata di deregolamentazione.

Con l’avvento degli anni Ottanta, in un contesto fortemente propenso alla deregolamentazione, (attesa soprattutto dalle banche commerciali, le quali volevano anche esse operare nel settore degli investimenti) le agenzie governative e le corti, iniziarono ad agire in un’ottica sempre meno conservativa, soprattutto grazie all’impulso derivante dall’accelerazione³³ nella crescita dell’estensione e del volume dei titoli scambiati dalle banche commerciali. la prima ondata di deregolamentazione venne a coincidere con l’inizio della presidenza Reagan, quando l’asse di intervento finanziario si spostò dall’economia reale ai mercati finanziari. Iniziò così la finanziarizzazione del settore immobiliare. Già nel 1980 era stato approvato il Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act, che eliminava una serie di barriere normative che ostacolavano la concorrenza sulla raccolta dei depositi. Nel 1982, invece, venne approvato il Garn-St. Germain Depository Institutions Act (GSGDIA)³⁴ che, sempre sulla scia della “*deregulation*

³³ Come affermano Kaufman e Mote, questa accelerazione fu il frutto di alcune forze di cambiamento nel sistema creditizio e finanziario americano:

1. Era in atto la ricerca di attività che sostituissero le tradizionali attività delle banche, ormai poco profittevoli.
2. C’era una diffusa percezione e convinzione che dalle attività in titoli derivassero grandi profitti.
3. Si stava affermando un’interpretazione più liberale del linguaggio della legislazione vigente.
4. La crescita dell’internazionalizzazione dei mercati finanziari intensificò la competizione tra le banche straniere e quelle americane.

George G. Kaufman e Larry R. Mote, *Glass Steagall: Repeal by Regulatory and Judicial Reinterpretation*, Banking Law Journal, Settembre-Ottobre 1990, op. cit. p. 399

³⁴ Giuseppe di Gaspare, *Teoria e critica della Globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, 2012, op. cit. pp. 72-75

reaganiana”, consentiva alle casse di risparmio di offrire prestiti ipotecari a tasso variabile, e di acquistare titoli anche più rischiosi e beni immobiliari. Il GSGDIA aveva l’obiettivo di scardinare la responsabilità delle banche e delle casse di risparmio locali (le *Saving and Loan*) nella concessione di mutui ipotecari³⁵. La legge del 1982 può essere, per questo motivo, considerata la “madre” delle future bolle immobiliari. Alla fine degli anni Ottanta, il fallimento generalizzato delle S&L, ha costituito un punto di svolta per la finanziarizzazione del mercato immobiliare, rappresentando, dopo gli anni Trenta, il primo vero *crack* che ha colpito in modo significativo il sistema bancario statunitense. Il dissesto delle banche corporative però non portò ad alcun ripensamento circa la linea di *deregulation* intrapresa, e invece che fare marcia indietro dal GSGDIA, l’amministrazione decise di spingersi oltre. Si pensò che per mettere al sicuro le banche da altre crisi sistemiche fosse necessario estromettere il rischio al di fuori delle banche stesse, provocando, così, un mutamento genetico dell’intero sistema bancario. Piuttosto che tenere i mutui nei bilanci delle banche, per evitare il loro fallimento in caso di insolvenza dei mutui stessi, conveniva vendere a terzi acquirenti il rischio e il debito ad esso correlato³⁶. Dopo il fallimento delle S&L del 1989, dunque, le banche avevano riscoperto il vantaggio di liberarsi immediatamente dei debiti in bilancio, segnando il debutto delle cartolarizzazioni e la nascita del mercato dei derivati. Si verificò così una vera e propria mutazione genetica del sistema bancario americano, con il passaggio da “*generate to hold*” a “*generate to distribute*”. Oltre la trasformazione del sistema bancario americano, ci sono altri due aspetti che, all’inizio degli anni Novanta, gettarono le basi per la creazione successiva del mercato deregolamentato. Il primo prevedeva l’estensione della copertura della Fed ad altri intermediari

³⁵ Per spiegare il meccanismo di deresponsabilizzazione delle banche bisogna fare riferimento al meccanismo di sponsorizzazione e finanziamento dei mutui tramite le GSE. In pratica, si consentiva alla S&L di concedere prestiti garantiti dallo Stato con le GSE del settore immobiliare, che provvedevano alla ricopertura dei finanziamenti nel settore dei mutui. Da quel momento, le S&L sono state incentivate a concedere mutui anche a clienti privi di ogni garanzia, con la disinvoltura di chi sa di essere garantito dallo Stato. Giuseppe di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, 2012, op. cit. p. 73

³⁶ Per vendere debito e rischio si inventò la “cartolarizzazione”. Una volta cartolarizzato il debito in un titolo autonomo e venduto, le banche se ne lavavano le mani. L’eventuale insolvenza del debito veniva scaricata sull’acquirente del debito. Con la liquidità incamerata dalla vendita si potevano concedere nuovi prestiti e mutui, in tal modo il ciclo di autoalimentava.

finanziari, le banche di investimento³⁷; il secondo aspetto, invece, la deresponsabilizzazione manageriale delle stesse banche di investimento³⁸. L'ultima tappa della deregolamentazione si realizzò con la legislazione del Congresso del 1999/2000; con questa il mercato dei mutui si sarebbe trasformato in una linea di credito direttamente finalizzata al trasferimento di liquidità nel mercato dei derivati.

2.1. La “deregulation” degli anni '80 e '90 e l'abrogazione del Glass Steagall Act: la seconda ondata di deregolamentazione.

Si può affermare che la seconda ondata di riorganizzazione dei mercati finanziari, all'insegna della liberalizzazione e della deregolamentazione, abbia preso origine dalla riflessione circa il crollo della borsa americana del 1987³⁹. Tutto il sistema di regole, che nei mercati finanziari garantiva la trasparente allocazione degli investimenti, divenne d'intralcio per l'espansione dei mercati stessi. Si stava affermando così una nuova dottrina, professata dai mercati e per i mercati: il liberismo, inteso come autodeterminazione delle regole da parte degli operatori dei mercati. La seconda ondata di deregolamentazione venne promossa dal Congresso americano, tramite le due leggi del 1999 e 2000. Questa configurava un nuovo macro-assetto in cui vennero riuniti e integrati in un unico mercato autoregolamentato i tre settori del credito, delle assicurazioni e dei titoli mobiliari. L'11 novembre

³⁷ Nel 1991, la preoccupazione di una nuova crisi portò all'approvazione di un emendamento all'art 33 del Federal Reserve Act. La Fed in base all'emendamento era autorizzata ad intervenire, in situazione di grave necessità, anche a sostegno delle banche di investimento (non più unicamente quelle commerciali) per evitarne il fallimento. Si trattò di una modifica legislativa fondamentale, che estendeva gli interventi della Fed, nelle zone i confine del credito bancario, sostenendo, di conseguenza, la speculazione.

³⁸ Le banche di investimento furono soggette ad una trasformazione: da società di persone a società di capitali. In questo modo veniva meno la responsabilità personale dei soci per gli atti della società. Grazie a questa trasformazione, in caso di fallimento della banca di investimento, i soci ne erano esenti, completamente deresponsabilizzati verso terzi acquirenti.

³⁹ Il 19 ottobre 1987 è una data storica, ricordata come il “lunedì nero”, in quanto si verificò il crollo del 20% delle quotazioni in una sola seduta, interrompendo così l'incessante arrampicata del Dow Jones. Per capire cosa fosse successo si deve pensare prima di tutto ai dividendi azionari. Questi sono i “soldi” che andavano in tasca agli azionisti. Se il gap tra dividendi e valore delle azioni è troppo elevato si può insinuare il dubbio che il valore delle azioni in Borsa sia irrealistico e che sia più conveniente liquidare l'investimento e vendere prima che la quotazione inizi a scendere. Se l'impressione di una sopravvalutazione irrealistica riguarda un po' tutto il listino, la spinata alla vendita può improvvisamente generalizzarsi, provocando così un effetto a cascata. L'ampliamento della gamma dell'offerta con nuovi titoli (i “junk bond” - titoli spazzatura) non era andato a buon fine, anzi gli investitori, consci della connotazione negativa di quei titoli, iniziarono a venderli freneticamente, generando così lo scoppio della bolla e il crollo improvviso delle quotazioni. Giuseppe di Gaspare, *Teoria e Critica della globalizzazione finanziaria*, CEDAM, 2012, op. cit. pp. 104-107.

del 1999 il presidente Clinton firmò il Financial Modernization Act (Gramm-Leach Bliley Act), portando così a compimento l'abrogazione (anche formale) del Glass Steagall Act. Il Financial Modernization Act aveva l'obiettivo di rimuovere gli ultimi ostacoli all'operatività diretta delle banche commerciali in strumenti finanziari. Venne così soppressa la tripartizione settoriale dei mercati di credito, delle assicurazioni e degli strumenti finanziari. L'abrogazione del Glass Steagall Act aveva, perciò, reso possibile la creazione di una nuova holding, la finanziaria ibrida, che riassumeva al suo interno tutte e tre le precedenti segmentazioni. Questo nuovo sistema si sarebbe guadagnato, successivamente, il nominativo di “*vigilanza disfunzionale*”, poiché, non solo le banche, ma anche i contratti, furono posti chiaramente fuori dal controllo dell'Autorità di vigilanza. Nel Dicembre del 2000 entrò in vigore il Commodity Futures Modernization Act (CFMA). Il nuovo *bill* stabiliva che i contratti derivati, non trattati all'interno del mercato ufficiale, non dovevano essere oggetto di vigilanza della SEC⁴⁰. Spostando tali contratti al di fuori del mercato ufficiale, il Commodity Futures Modernization Act vietava anche alla Commodity Futures Trading Commission⁴¹ di regolamentare i nuovi prodotti finanziari di seconda generazione, i così detti CDO, Collateralized Debt Obligation, ed in particolare i CDS, Credit Default Swap⁴². I due *bill* del biennio 1999/2000 potrebbero essere definiti il “testo unico della deregolamentazione legislativa”. Dopo la legalizzazione ad opera del CFMA il mercato dei CDS in pochi anni esplose. Infatti, mentre nel 1999 i CDS erano ancora inesistenti, con l'entrata in vigore della nuova legge, nel 2001, il volume delle

⁴⁰ La Security and Exchange Commission è un'agenzia federale di vigilanza, responsabile della regolamentazione dei mercati, dei valori mobiliari e della protezione degli investitori. Venne istituita nel 1934 in risposta al crollo azionario della borsa del 1929, che portò poi al periodo della Grande Depressione.

<https://www.investopedia.com/terms/s/sec.asp>

⁴¹ La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) è un'agenzia federale indipendente statunitense istituita dal Commodity Futures Trading Commission Act del 1974. La Commodity Futures Trading Commission regola i mercati dei futures e delle opzioni su commodity. I suoi obiettivi includono la promozione di mercati a termine competitivi ed efficienti e la protezione degli investitori da manipolazioni, pratiche commerciali abusive e frodi.

<https://www.investopedia.com/terms/c/cftc.asp>

⁴² La legislazione del biennio 1999/2000 abrogò definitivamente il Glass Steagall Act, legalizzando l'emissione di CDO e CDS, privi di qualsivoglia legame con rapporti di credito sottostanti. Fu in particolare la riforma legislativa del Commodity Futures Modernization Act ad aprire la strada ai Credit Default Swap, titoli collaterali ai CDO o ad altri titoli di debito, con i quali l'emittente, a fronte del pagamento di un premio, si impegnava a versare un importo predeterminato a copertura dell'insolvenza a chi si trovava all'occorrenza in possesso del titolo.

loro transazioni crebbe senza limiti. Tra il 2001 e il 2008 i CDS arrivarono, da un valore nominale di 681 miliardi di dollari, a 62 trilioni di dollari.⁴³

3. La crisi dei mutui Subprime: lo scoppio della bolla

Il 5 Dicembre 1996, Alan Greenspan, governatore della Fed, definì “esuberanza irrazionale” il rigonfiamento dei prezzi delle azioni che stava caratterizzando i mercati in quegli anni. Secondo Greenspan era in corso una vera e propria bolla speculativa, e i dati lo confermavano: alla fine del '96 il rapporto prezzo/utili delle azioni a Wall Street arrivò a 27.5, il Dow Jones toccò quota 6.547,8 punti⁴⁴ e il Nasdaq, l'indice che rappresentava le quotazioni delle società tecnologiche raggiunse i 1300,12 punti, con una crescita del 23% dall'inizio dell'anno⁴⁵. Dal 1999 già venticinque grandi banche americane avevano stabilito delle sussidiarie per l'attività di investimento. Tra il 1999 e il 2000 le attività della grande multinazionale americana nel settore dell'investimento, Citigroup, raggiunsero i 6,6 milioni di dollari, e l'anno successivo la stessa Citigroup insieme ad altre due banche, Chase e Bank of America, figuravano tra le prime dieci nella sottoscrizione di titoli insieme alle maggiori banche di investimento americane (Lehman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch) e ad altre tre banche straniere (UBS, Credit Suisse, Deutsche). Il picco della bolla preannunciata dal governatore della Fed si registrò in momenti diversi, a secondo dell'indice di riferimento. Il 14 gennaio del 2000 il Dow Jones raggiunse gli 11.722,98 punti, registrando un incremento dell'82% rispetto al 1996; il 10 marzo 2000 il Nasdaq toccò i 5.048,62 punti, con una crescita del 288% rispetto al 1996. Lo scoppio della bolla di cui aveva parlato Greenspan (iniziato tra gennaio e marzo del 2000), non fu un evento specifico, ma fu il risultato di una concomitanza di eventi: in primo luogo a causa della perdita di fiducia nelle prospettive di crescita delle aziende dot-

⁴³ Giuseppe di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, 2012, cit. op. p. 147

⁴⁴ Paul Krugman, *Il ritorno dell'economia della Depressione*, Garzanti, 2009, op. cit. p. 160.

⁴⁵ Luca Paolazzi, *Storia dei mercati e delle crisi finanziarie*, nel tomo “Finanza” de l'Universale Enciclopedia, Milano: Garzanti libri S.p.a., 2005, op, cit. p. 163

com⁴⁶; in secondo luogo a causa del rialzo dei tassi di interesse della Fed, che vennero portati dal 4,75% del 1998 al 6,5% nel 2000. Dopo lo scoppio della bolla, nel giro di pochi mesi, il Dow Jones scese dell'8%, così come il Nasdaq per il 51,1%. Il crollo azionario trasmise impulsi recessivi, facendo diminuire la fiducia dei singoli individui e portando le aziende a ridimensionare i propri piani di investimento. La continua discesa delle quotazioni di azioni e titoli convinse la Fed a predisporre una diversa linea di politica economica, decidendo un netto taglio dei tassi di interesse, che scesero fino all'1% nel 2003. Nonostante le intenzioni fossero quelle di porre rimedio alla crisi che si era appena verificata, furono proprio queste decisioni la causa della crisi del 2007-2008. L'epicentro di tale crisi fu proprio il mercato immobiliare: infatti, già nel 2006, i prezzi delle case iniziarono a scendere sempre più velocemente⁴⁷. L'implosione del mercato immobiliare interruppe il meccanismo già instaurato dei *mutui subprime*, a fondamento del quale vi era la convinzione che per le banche (i finanziatori del mutuo) contasse poco se la singola famiglia o il singolo individuo, avesse sufficienti garanzie per la contrazione del mutuo, poiché, in caso di insolvenza, la banca godeva della garanzia dell'ipoteca sulla casa. Le banche, forti della loro "intoccabilità", iniziarono a concedere mutui anche a categorie di persone che non disponevano di adeguate garanzie, sufficienti per la solvibilità del prestito, ma che con il loro ingresso nel mercato immobiliare, sostenevano la domanda, facendo così alzare il valore degli immobili. Quando i prezzi iniziarono a scendere e i mutui iniziarono a non essere pagati, le banche si ritrovarono a possedere case pignorate ai debitori, il cui valore però risultava essere pari solo ad una parte del valore originario. Inoltre, a causa del nuovo modello di sistema bancario affermatosi, il modello "*originate to distribute*", ovvero la frammentazione e distribuzione del rischio derivante dal debito (ovvero il mutuo), le perdite derivanti dai mutui insolubili, si espansero in tutto il mercato azionario; si trovarono in difficoltà non solo le banche finanziatrici e i

⁴⁶ Il mercato dot.com era il mercato dei titoli tecnologici. Questo rappresentava una via di mezzo tra la regolamentazione pubblica del New York Stock Exchange (NYSE) e la libera autoregolazione privata del mercato Over the Counter (OTC) degli anni 2000. Il mercato dot.com, per quanto fosse a redditività differita, non era ancora del tutto slegato dall'economia reale, ecco perché fallì anche esso. Giuseppe di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, op. cit. pp. 126-127

⁴⁷ Robert J. Shiller, *The Subprime Solution*, Princeton University Press, 2008, op. cit. pp. 39-68

singoli individui a cui era stata pignorata la casa, ma anche tutti quei “terzi” acquirenti del rischio derivante dai mutui non pagati. I mutui subprime, e il loro mancato pagamento, misero in crisi l’intero sistema finanziario. Nel frattempo, tutti i titoli derivanti dai mutui subprime si erano già diffusi nei portafogli di tutti gli istituti americani e globali: le perdite furono enormi, e molti “colossi” dell’*investment banking* fallirono⁴⁸. Non appena ci si rese conto che l’intero sistema finanziario mondiale presentava un’esposizione nei confronti dei mutui subprime, si diffuse il panico e si verificò nuovamente una folle “corsa agli sportelli”. Al momento dello scoppio tutti i depositanti, consci del fatto che le azioni da loro comprate erano rischiose e illiquide, pretesero la liquidazione delle loro posizioni, costringendo il “sistema bancario ombra” a liquidare questi titoli difficilmente rivendibili, tra l’altro, a prezzi stracciati. L’insistenza degli investitori, e le pressioni sul mercato, portarono ad una forte crisi di liquidità, provocando il congelamento dei mercati dei *commercial papers* e monetari interbancari. Appare chiaro il ruolo di importanza che hanno avuto le banche, all’origine e durante lo sviluppo della crisi finanziaria del 2007⁴⁹. Già dai primi anni Novanta, le banche e gli istituti di investimento avevano iniziato a favorire la forte espansione del credito, alimentando in questo modo la bolla immobiliare, destinata a scoppiare nel 2006-2007. Infatti, molti studiosi inseriscono questa crisi nel modello del “*credit-boom-and-burst*”, ovvero un’espansione del credito seguita da uno *shock* e da una crisi di liquidità⁵⁰. L’espansione del credito fu alimentata da diversi fattori, in concomitanza tra loro: dalla politica economica della Fed che, dopo il fallimento del mercato dot.com, decise di abbassare drasticamente i tassi di interesse; dal forte afflusso di capitali dai paesi asiatici e produttori di petrolio; e, soprattutto, dalla psicologia di massa e dalla convinzione generalizzata, che il mercato immobiliare stesse crescendo esponenzialmente.

Questa crisi generò anche il fallimento di molti “colossi” del sistema bancario americano, quali Lehman Brothers (che sarebbe fallita nel settembre 2008), AIG (una delle più grandi compagnie

⁴⁸ Paul Krugman, *Il ritorno dell’economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, 2009, op. cit. pp. 188-193.

⁴⁹ Michele Fratianni e Francesco Marchionne, *Il ruolo delle banche nella crisi finanziaria dei subprime*, *Economia Italiana*, n.1, 2009, pp. 59.

⁵⁰ Ivi, pp. 19-21

assicurative americane, che venne nazionalizzata per evitarne il fallimento), Merrill Lynch (svenduta anche essa a Bank of America). Per evitare la bancarotta generalizzata, non vi era un'altra alternativa al salvataggio immediato delle banche di investimento con interventi mirati e trasferimenti di liquidità in sostituzione di quella venuta meno a causa dell'insolvenza dei mutui subprime⁵¹. Nel 2009 la Fed ricapitalizzò AIG, accollandosi il passivo della ulteriore ricopertura dei CDS, con un esborso di 180 miliardi di dollari; nella stessa logica di pronto intervento si pone il salvataggio delle due GSE dell'immobiliare, Freddie Mae e Freddie Mac. Le banche di investimento e le banche commerciali persero 910 miliardi di dollari, le compagnie assicurative, invece, 220 miliardi. Due delle più grosse banche americane, Citigroup e BofA, ricevettero finanziamenti dal governo per 90 milioni di dollari, mentre invece la Wachovia, la prima banca nel mercato dei mutui subprime, non riuscì ad essere salvata, fallì e fu acquistata da Wells Fargo.⁵² I governi furono costretti ad intervenire per salvare istituti il cui fallimento avrebbe comportato il collasso dell'intero sistema bancario ed economico americano: il Fondo Monetario internazionale ha stimato che nel 2009, i governi USA, UE e del Regno Unito abbiano esborsato 9 trilioni di dollari per il salvataggio delle loro istituzioni finanziarie. Questa forte trasfusione di liquidità evitò che la crisi dei mutui subprime si espandesse anche negli altri rapporti di mutuo in corso. Solo grazie al tempestivo intervento governativo si è potuto evitare il crollo definitivo del mercato immobiliare, che avrebbe portato al ribasso tutti i prezzi degli immobili.

La crisi dei mutui subprime ha mostrato i rischi e le conseguenze della nascita e dello sviluppo di un mercato finanziario totalmente slegato dall'economia reale. Tutte le decisioni di politica economica circa le attività in titoli e quelle assicurative, assunte dalla Fed e dall'OCC con la fine degli anni Ottanta, hanno portato all'integrazione delle attività di investimento e attività commerciali, generando così delle vere e proprie "fabbriche di prodotti finanziari". Questi colossi dell'industria finanziaria

⁵¹ Giuseppe di Gaspere, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, 2012, op. cit. p. 278

⁵² *Ibidem*.

sono cresciuti sempre di più negli anni, tramite fusioni e acquisizioni, arrivando ad enormi dimensioni e guadagnandosi così l'appellativo di “*too big to fail*”. Le loro stesse dimensioni, e il rischio che un loro fallimento potesse generare una crisi sistemica, hanno rappresentato per tali società, una vera e propria assicurazione ad un potenziale intervento di salvataggio da parte dello Stato. Secondo A. Wilmarth fu proprio il Futures Modernization Act del 1999 (Gramm-Leach Bliley Act) che aggravò la condizione delle “*too big to fail* “. L'economista statunitense sosteneva, infatti, che il *bill* del 1999, allargando la copertura della Fed anche a soggetti non bancari, compagnie di assicurazione e società di investimento, aveva unicamente aumentato i costi della “*safety net*” federale, scaricandone i costi sui contribuenti⁵³.

3.1. I provvedimenti adottati per fronteggiare la crisi.

La reazione dei governi e delle banche centrali alla crisi del 2007-2008 è stata immediata e di grande portata: furono da subito messi in atto, infatti, massicci interventi di salvataggio, affinché la crisi finanziaria non si trasformasse in un'altra Grande Depressione, come quella degli anni Trenta. In primo luogo, vennero messi in campo gli strumenti “tradizionali” di salvataggio, come la riduzione dei tassi di interesse; in secondo luogo, la Fed iniziò il rifornimento di liquidità non solo verso gli istituti bancari e le società finanziarie, ma che verso società non finanziarie che avevano la necessità di rinnovare i debiti emessi sotto forma di *commercial paper*. Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) e la Fed insieme, si occuparono di rifornire tutte le banche centrali, di modo che esse potessero iniettare di nuovo liquidità nelle banche e nelle imprese in difficoltà, sparse in tutto il mondo. La prima soluzione individuata per la messa in sicurezza del mercato finanziario è stata la metamorfosi in *holding bancarie* delle “mega holding finanziarie”⁵⁴. Lo schema giuridico di questi salvataggi è stato la trasformazione o inclusione in gruppi di banche commerciali degli istituti di credito e della

⁵³ Arthur E. Wilmarth Jr., *The Transformation of the U.S. Financial Services Industry*, University of Illinois, Law review, 2002, n.2, op. cit. pp. 215-76.

⁵⁴ Il Financial Service Modernization Act (FSMA) del 1999 aveva permesso la trasformazione delle commissionarie da società di persone a società di capitali; le banche di investimento, in questo nuovo assetto, erano cresciute come dealer/broker, trasformandosi poi in “mega holding finanziarie”, sottratte al controllo della Fed e della SEC, operando quindi nel mercato ombra.

banche d'investimento maggiormente a rischio di *default*. A tale procedura seguì la ricapitalizzazione e stabilizzazione ad opera della Fed. L'assorbimento da parte di aziende "solvibili" comportò quindi la trasformazione delle varie entità dell'investment banking, in *holding bancarie*, che avessero come "capofila", una banca commerciale. Infatti, solo le banche commerciali che gestivano depositi potevano avere accesso al credito della Fed, ed erano le uniche a potere ricevere finanziamenti pubblici senza dover fornire "idonee garanzie". Senza particolari spiegazioni, ma dando unicamente notizia della propria situazione "deficitaria" era possibile ricevere aiuto dalla Fed in via riservata⁵⁵. Le conversioni delle holding da finanziarie a bancarie, si susseguirono e si intrecciarono con fusioni, incorporazioni e prese di controllo societario che, nel loro insieme, resero possibile i trasferimenti di liquidità della Fed in capo alle banche commerciali coinvolte nelle trasformazioni. con la mutazione in *holding bancarie*, le società di investimento ebbero a disposizione un canale diretto di liquidità costituito dallo sportello di sconto della Fed, o comunque, furono in grado di rifornirsi con operazione di finanziamento sul mercato monetario a tassi rasenti allo zero. Accanto alla pratica dell'"*easy money*"⁵⁶, apparve presto un'altra pratica di rifinanziamento (ancor meno ortodossa), definita come *quantitative easing* (QE). Il *quantitative easing* si distingueva dall'*easy money* perché esso non si limitava a piccoli prestiti a breve termine, ma prevedeva prestiti a lungo termine da parte della Fed, a fronte di acquisto di titoli con scadenze allungate in possesso dalle banche. La novità poco ortodossa del QE era però costituita dall'autorizzazione all'acquisto di "titoli di agenzia", e la genericità della formula permetteva di far riferimento a titoli di varia natura e di scarsa qualità del credito. Quel che appare chiaro è che la nuova strumentazione trasformò la Fed da "prestatore di ultima istanza" a prestatore di "prima", se non "unica" istanza⁵⁷.

⁵⁵ Con la trasformazione delle diverse entità dell'investment banking in holding bancarie, e con l'apposizione di una banca centrale a capofila, si superò l'impatto dell'articolo 33 del RFA, che subordinava l'accesso al credito della FED da parte di intermediari non bancari, alla prestazione di idonee garanzie. Giuseppe di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, 2012, op. cit. p. 279

⁵⁶ La pratica dell'"*easy money*" costituì appunto il mezzo tramite cui la Fed fu capace di rifornire di liquidità tutte le diverse entità dell'investment banking, che si erano trasformate in holding bancarie, con capofila banche commerciali.

⁵⁷ Giuseppe di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, op. cit. p. 299

Il salto qualitativo nella strumentazione avvenne solo durante l'amministrazione Obama⁵⁸. Al centro della nuova strumentazione, due programmi: il TARP e il TALF. All'insorgere della crisi del 2008, il Tesoro statunitense entrò in campo tramite il programma di intervento per l'alleggerimento di *asset* tossici e la ricapitalizzazione delle banche, il Troubled Asset Relief Program (TARP). Il programma consentiva di ricapitalizzare le banche con un finanziamento di 700 miliardi di dollari. Le banche furono rifornite di liquidità dal Tesoro, che prendeva in garanzia da tali banche dei titoli (*Troubled*, perché in sofferenza) che poi, si impegnavano a ricomprare una volta superata la crisi di liquidità. Nel primo disegno di legge (che il Congresso non approvò) era previsto l'acquisto di tali titoli "Troubled", direttamente da parte del Tesoro USA. L'idea dell'acquisto non era però piaciuta proprio per la difficoltà di stabilire l'effettivo valore di titoli derivati, sostanzialmente inesigibili. In effetti, una volta finiti in portafoglio al Tesoro, la tentazione di lasciarveli, si può presupporre, sia stata forte. È per questo motivo che venne messo in campo un nuovo programma di salvataggio, il Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF). Il TALF ha ampliato lo spazio di manovra della Fed che avviò, concordandoli con il Tesoro, tutta una serie di programmi di "garanzie e acquisti" per rimettere in moto il mercato immobiliare. Il più importante di questi programmi fu la cessione della legacy: la Fed iniziò il rifinanziamento di tutti gli istituti bancari, affinché questi potessero ricomprare i titoli (Troubled) precedentemente acquisiti dal Tesoro⁵⁹. In questo modo, con i soldi del TALF, le banche poterono ritirare i titoli in garanzia e restituire i prestiti al Tesoro.

Il TARP e il TALF hanno rappresentato due programmi di intervento con un impatto economicamente in attivo. Il TALF ha liberato il tesoro degli asset tossici in bilancio rimettendo in circolo anche gli

⁵⁸ Durante l'amministrazione di G.Bush, erano state attivate, con l'autorizzazione del Congresso, le normali linee di credito per il salvataggio delle too big to fail, per AIG e per le due GSE del settore immobiliare.

⁵⁹ Mentre nel 2007, la Fed aveva in bilancio solo titoli di Stato per un ammontare di 900 miliardi di dollari, nel 2009, il suo conto titoli era lievitato a 2400 miliardi di dollari. La maggior parte di questi titoli inoltre erano quelli accumulati durante la crisi, non più titoli di Stato, ma titoli spazzatura. Giuseppe di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, 2012, op, cit. p. 303

istituti di credito speciale e le banche di investimento, sotto la nuova veste di holding bancarie, ritrovarono presto altre vie per la speculazione.

4. Un dibattito ancora aperto: il legame tra l'abrogazione della legislazione Glass Steagall e lo scoppio della crisi dei mutui Subprime.

La crisi dei mutui Subprime ha aperto il dibattito tra molti studiosi ed economisti circa un possibile ritorno alla legislazione Glass Steagall, con la regolamentazione e i limiti da esso derivanti. Esempio fu lo scontro avvenuto in Senato nel Dicembre 2009 tra il senatore repubblicano John McCain e la senatrice democratica Maria Cantwell, per ristabilire integralmente il Glass Steagall Act⁶⁰. Ancora il 21 Gennaio 2010, durante una conferenza stampa e, alla presenza di Paul Volcker, Obama conferì l'endorsement dell'amministrazione alla così detta "Volcker Rule", una nuova misura descritta da alcuni commentatori come "il nuovo Glass Steagall Act di Obama"⁶¹, anche se Volcker spiegò che non si sarebbe trattato di una piena separazione tra banche commerciali e di investimento. La proposta ricevette il sostegno di molti economisti e politici, come ad esempio quello dei cinque ex segretari del Tesoro americano, Nicholas Brady, Paul O'Neill, John Snow, Michael Blumenthal, George Shultz, che si presentarono pubblicamente con una lettera alla redazione del "Wall Street Journal" sostenendo l'introduzione della "Volcker Rule". Contrari invece si dimostrarono economisti come Raghuram Rajan e Luigi Zingales. Il primo sosteneva che una reintroduzione del Glass Steagall Act avrebbe sicuramente diminuito i rischi, ma avrebbe al contempo innalzato i costi e le inefficienze. Invece, Luigi Zingales sosteneva che la separazione auspicata da Volker si scontrasse con un problema di fattibilità. "Quando le banche facevano solo prestiti in valuta domestica alle imprese locali, era semplice separare l'attività di trading da quella di prestito. Oggi, però, le principali banche offrono un menu di scelte che va dal semplice prestito in valuta domestica, al prestito in valuta estera trasformato in valuta domestica tramite uno swap, al corporate bond con tasso fisso o tasso che

⁶⁰ Robert Scheer, McCain Gets It, *Obama Doesn't*, The Nation, 6 Gennaio 2010

⁶¹ Jill Treanor, *Obama announces dramatic crackdown on Wall Street banks - Obama's 'new Glass-Steagall Act' will prevent banks with customer deposits taking risky investment bets*, The Guardian, 21 Gennaio 2010

diventa variabile grazie a un altro swap. Per offrire questi prodotti complessi le banche devono essere presenti sui vari mercati e fare attività di trading e underwriting.”⁶². Per l’economista la distinzione che si doveva attuare non era quella tra banche commerciali e banche di investimento, ma tra istituzioni finanziarie “*too systemic to fail*” e istituzioni finanziarie non sistemiche. Invece di intervenire sull’intero sistema bancario, Zingales proponeva di imporre degli standard minimi di capitale da dover rispettare, per le istituzioni finanziarie di più grandi dimensioni. Secondo Paul Krugman il nodo centrale da individuare non è tanto nelle istituzioni deregolate che si erano assunte nuovi rischi, ma in quelle che erano sempre sfuggite alla regolamentazione, quelle che facevano parte del “sistema bancario ombra”⁶³. Anche Joseph Stiglitz sosteneva che l’abrogazione del Glass Steagall Act non fosse stata una scelta economicamente ponderata e saggia, in quanto i benefici promessi dai sostenitori dell’abrogazione non si sono realizzati, e ci si è unicamente trovati a pagare costi esorbitanti. Egli riteneva che il problema fosse nella natura dei “colossi” dell’investment banking, le “*too big to fail*”. Lo studioso infatti, affermava che qualsiasi istituzione che si meritasse tale appellativo, allora fosse anche “*too big to exist*”. Di diverso avviso erano analisti e giornalisti come Robert Pozen, di Forbes, che sostenne che la maggior parte delle operazioni in titoli effettuate dalle banche commerciali, si sarebbero verificate anche senza l’abrogazione del Glass Steagall Act; secondo il giornalista, invece, le cause della crisi dei mutui subprime andavano ricercate nelle qualità dei titoli legate ai mutui subprime stessi. Questi riteneva che l’abrogazione della legislazione Glass Steagall sia stata utile in quanto facilitò il salvataggio delle quattro grandi banche di investimento⁶⁴. Un pensiero particolarmente rilevante è quello dell’ex presidente della Federal Reserve, che operò il suo mandato nel pieno della crisi del 2007-2008, Ben S. Bernanke. Egli riteneva che l’abrogazione del Glass Steagall Act fosse irrilevante nei fatti che hanno portato alla crisi del settore immobiliare, in quanto, i problemi e le sofferenze degli istituti quali Wachovia, Lehman

⁶² Luigi Zingales, *Banche Usa: c’era una volta il senatore Glass*, Il sole 24 ore, 8 ottobre 2009.

⁶³ Paul Krugman, *Il ritorno dell’economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, 2009, op. cit. pp. 182-184

⁶⁴ Giuseppe di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, 2012, op. cit. p. 292

Brothers o Bar Stearn, non erano causati dalle restrizioni derivanti dal Glass Steagall Act, ma cattivi investimenti. Tra tutti gli studiosi che si sono espressi sulla tematica della crisi dei mutui subprime, appare essere molto rilevante l'analisi proposta da Barry Eichengreen. L'economista statunitense pone l'abrogazione del Glass Steagall Act all'interno di un processo storico più ampio, analizzando il ruolo che essa ha avuto nello scoppio della crisi, ma non identificandola come unica colpevole. Per Eichengreen, l'abrogazione del Glass Steagall Act, presa singolarmente, fu una decisione economicamente sensata, in quanto consentì agli istituti finanziari di diversificare i loro business e permise alle banche di investimento di finanziarie le loro operazioni utilizzando una base finanziaria relativamente stabile. Secondo lo studioso il problema fu non tanto l'abrogazione in sé, quanto il fatto che a fronte di tale grande cambiamento, il quadro regolatorio americano non venne "armonizzato" al nuovo contesto che si stava formando: le decisioni di politica economica attuate dagli anni Settanta in poi, benché apparissero economicamente razionali, portarono alla *deregulation* in campo finanziario ed alla formazione di un quadro normativo e regolatorio frammentato, non adatto al sistema finanziario americano. Per Eichengreen i piani di soccorso messi in atto dopo la crisi del 2007-2008, hanno evitato che tale crisi si trasformasse in una seconda Grande Depressione; dall'altro lato però, riflette l'economista, il successo degli interventi del governo americano nel salvataggio dell'*investment banking*, ha indebolito tutti gli argomenti a favore della necessità di una riforma radicale del quadro normativo americano, permettendo così alle banche di continuare sulla strada della cieca speculazione. La crisi dei mutui subprime ha dunque creato un senso di urgenza, che però, invece che far riflettere circa la necessità di fare "un passo indietro", e riformare il sistema finanziario americano in una direzione di maggiore trasparenza delle operazioni, ha portato ad una soluzione ancor più evasiva della legge.

5. Un confronto tra la crisi del 1929 e la crisi subprime del 2007.

Negli ultimi cento anni il mondo capitalistico avanzato è stato investito da due crisi di enorme portata; la prima, la crisi degli anni Trenta è ricordata come la "Grande Depressione", la seconda, a sua volta

ricordata come la “Grande Recessione”; questa ebbe come termine “*a quo*” il settembre 2008, quando fallì il grande istituto creditizio Lehman Brothers, mentre il termine “*ad quem*” non è stato ancora individuato, poiché la crisi iniziò in momenti differenti, a seconda degli indici di riferimento. Nonostante le numerose trasformazioni che il mondo ha conosciuto negli ultimi novanta anni, concentrandosi sul settore finanziario, si possono dedurre numerose caratteristiche che accomunano la Grande Depressione e la Grande Recessione. In primo luogo, in entrambe, è possibile riscontrare lo stesso clima euforico che caratterizzò il periodo subito precedente allo scoppio delle bolle speculative (Il grande economista statunitense, John K. Galbraith, descrive - con grande efficacia - questo "clima psicologico" di ostentato ottimismo economico che si era creato all'epoca: “*Affermando solennemente che la prosperità continuerà, si può contribuire, così si crede, ad assicurare che la prosperità effettivamente continui. Specialmente fra gli uomini d'affari è grande la fede nell'efficacia di tale formula magica*”), nonché una politica monetaria troppo accomodante. Infatti, sia prima del crollo del 1929 che della bancarotta di Lehman Brothers, la finanza USA aveva conosciuto un forte boom economico accompagnato da un'enorme ondata di speculazione dovuta alla facile concessione del credito da parte delle banche. In questa situazione le autorità monetarie furono cieche dinanzi alla crescita troppo repentina dei prezzi delle azioni, concentrandosi unicamente sul controllo dell'inflazione dei prezzi al consumo. Quindi, sia nel 2007 che negli anni Venti, si verificarono elevatissimi rialzi nei prezzi, accompagnati da una contenuta inflazione, che indusse le famiglie americane all'indebitamento. Una seconda importante analogia risiede nella innovazione del settore finanziario, riscontrabile per entrambi i periodi con la nascita dell'*investment trust*⁶⁵, che portò alla formazione di grandi flussi speculativi.

⁶⁵ A partire dal 1929 si era sviluppato un interesse sempre maggiore verso un modello di investimento già noto in Europa, che si sviluppò velocemente anche negli Stati Uniti: *l'investment trust*. I *trust* non operavano sul mercato creando nuove imprese, ma consentivano agli investitori di possedere titoli di vecchie società per mezzo di nuove, in modo da aggirare il limite relativo alla quantità di capitale posseduto da un'impresa. In questo modo i *trust* sancirono la netta separazione tra volume delle azioni societarie che venivano sottoscritte e l'effettiva consistenza patrimoniale di un'impresa. Conseguenza naturale fu il progressivo aumento del valore delle azioni possedute rispetto al patrimonio di impresa, con un rapporto spesso doppio o triplo. John K. Galbraith, *Il grande crollo*, Milano: BUR Rizzoli, 2016, op. cit. p. 61.

Come nel periodo precedente alla Grande Depressione⁶⁶, dove gli intermediari finanziari offrivano finanziamenti a basso costo anche per impieghi ad alto rischio, la stessa estensione del credito ed assunzione di rischi non gestibili si riscontrarono nella finanza di inizio millennio⁶⁷, caratterizzata un sistema sempre più improntato alla deregolamentazione e ad una eccessiva competitività.

Se molti sono i punti in comune evidenziati tra le due crisi, non inferiori sono quelli che le distinguono sia in aspetti tecnici/finanziari che economici. Una delle prime differenze che emerge tra la Grande Depressione e la Grande Recessione riguarda il ruolo di “motore economico” assunto dagli Stati Uniti nei due diversi periodi. Nel 1929 gli Stati Uniti erano il grande volano dell’industrializzazione e l’economia americana esercitava una notevole influenza sulle altre economie, soprattutto quella Europea. Come affermò l’economista Nouriel Rubini presso il Fondo Monetario Internazionale di Washington nel 2006: *“Quando gli Stati Uniti starnutiscono, l’intero mondo prende il raffreddore”*; nel contesto del nuovo millennio, invece, il ruolo dei mercati venne diviso equamente con i colossi

Per quanto riguarda il conteso degli anni Duemila, anche in questo caso l’investment trust giocò un ruolo importante nel permettere il gonfiamento della bolla speculativa. Dall’inizio del 2008 la speculazione sui titoli azionari alimentò un boom senza precedenti nei volumi di azioni giornalmente compravendute e rese possibile l’innescarsi di una spirale di rialzi dei prezzi, sospinta dalla immaginifica rappresentazione di prospettive floride di crescita economica e da conseguenti aspettative irrealistiche di profitti futuri delle società industriali. Un senso di forte fiducia circa lo stato dell’economia era largamente diffuso tra la gente comune e questo costituiva il propellente del comportamento degli investitori-speculatori. Fonte: www.consob.it

⁶⁶ Nel periodo che va dal 1922 al settembre 1929 (apice della bolla azionaria della Borsa Valori di New York, detta *Wall Street*), l’indice azionario in parola era passato da 63,0 a 381,17 ossia aveva registrato un incremento di circa il 500%, numero che esprime bene il senso di entusiasmo diffuso dei c.d. "ruggenti anni-venti" (*Roaring Twenties*) degli americani. Dall’inizio del 1928 la speculazione sui titoli azionari alimentò un boom senza precedenti nei volumi di azioni giornalmente compravendute e rese possibile l’innescarsi di una spirale di rialzi dei prezzi, sospinta dalla immaginifica rappresentazione di prospettive floride di crescita economica e da conseguenti aspettative irrealistiche di profitti futuri delle società industriali. Un senso di forte fiducia circa lo stato dell’economia era largamente diffuso tra la gente comune e questo costituiva il propellente del comportamento degli investitori-speculatori. Fonte:

www.consob.it La crisi del ‘29

⁶⁷A 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. 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’) 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, finanziavano l’acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l’offerta agli investitori di titoli a breve termine. 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.

asiatici, in particolar modo Cina e India, i quali reagirono con meno difficoltà alla *crisi subprime*. Ancor più importante appare essere la differenza nelle contromisure adottate nel contratto delle due crisi. Nel secolo scorso furono gli stessi banchieri, per evitare un effetto di *default* generalizzato, a mettere mano al portafoglio per fare acquisti pubblici su azioni quotate del *New York Stock Exchange*. Per frenare il panico, infatti, venne messa in campo un'azione di "sostegno organizzato": i più importanti personaggi del mondo della finanza e delle banche si riunirono lo stesso 24 ottobre 1929 negli uffici della J.P. Morgan & C. di Wall Street, annunciando la necessità di sostenere il mercato, mettendo così insieme le loro risorse. Già la sola notizia di questa riunione rassicurò i mercati, riuscendo a bloccare la continua caduta dei titoli e aiutandoli a farne risalire il valore⁶⁸. Dopo la crisi dei *mutui subprime*, invece, furono le banche a chiedere aiuto ai governi ed alle istituzioni sovranazionali, le quali iniziarono da subito ad iniettare liquidità nel sistema bancario per impedirne il collasso. In questo caso l'immissione di liquidità, i programmi di nazionalizzazione e l'acquisto di titoli privati, da soli, non bastarono per salvare il sistema finanziario e dei grandi istituti di credito statunitensi. Perciò, durante l'amministrazione Obama, vennero approvati due ulteriori piani di salvataggio conosciuti come il TARP e TALF.

Il confronto appena messo in luce è stato affrontato anche da Barry Eichengreen, professore di Economia e Scienze politiche presso l'Università della California, nel suo testo "*Hall of Mirrors*". L'analisi che il professore propone non vuole andare ad intaccare, né entrare nel merito dei principi più fini della finanza, ma propone un parallelismo da un punto di vista storico e comportamentale, della Grande Depressione e della Grande Recessione. Eichengreen individua una moltitudine di parallelismi tra le due crisi, quasi come se avesse trovato la prova dei corsi e ricorsi storici; gli anni Venti ebbero Charles Ponzi, mentre il Duemila ha avuto il suo Bernie Madoff; negli anni '20 il capo della Banca di Inghilterra, Norman Montagu, fu sottoposto ad "ambiguità costruttive⁶⁹", così come

⁶⁸ John K. Galbraith, *Il grande crollo*, Milano: BUR, 2016, op. cit. p. 120.

⁶⁹ Barry Eichengreen, *Hall of Mirrors: The Great Depression, The Great Recession, and the Uses and Misuses of History*, OUP USA, 2014, op. cit. p.23

successo ad Alan Greenspan, presidente della Federal Reserve; gli anni Venti furono testimoni del boom immobiliare dei terreni in Florida, come nel 2008 la bolla speculativa aveva interessato proprio il settore immobiliare. In realtà, il confronto più rilevante che lo studioso americano propone sulle due crisi, è quello relativo al diverso comportamento assunto dalle autorità finanziarie e dagli uomini politici nel periodo subito postumo allo scoppio delle bolle. È infatti questo ultimo confronto quello che deve maggiormente far ragionare circa la vera differenza tra le due crisi. Nel 2008 gli Stati Uniti, scoppiata la *bolla subprime*, si apprestavano ad una seconda Grande Depressione. Questo fu evitato grazie a forti dosi di stimoli monetari e fiscali e alle operazioni dei prestatori di ultima istanza. Eichengreen individua una differenza fondamentale tra le due crisi: il sistema di regolamentazione dopo instauratosi. Ricordiamo, infatti, che successivamente alla crisi del 1929, il sistema finanziario subì una massiccia riforma, che lo mise in una camicia di forza, dura ma efficace; basti pensare che nel 1933 venne approvato *il Glass Steagall Act*, il testo legislativo che istituì la tassativa separazione tra le attività di *investment banking* e *retail banking*. La Grande Recessione, sotto questo punto di vista, fu più mite, in quanto politici e lobbisti, opponendosi all'affermazione di una regolamentazione troppo stringente e rigorosa, si misero d'accordo affinché gli interventi da intraprendere fossero decisamente più moderati.

CAPITOLO TERZO:

LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO.

SOMMARIO: 1. Il contagio oltreoceano: la crisi in Europa. – 2. Lo sconfinamento nella crisi del Debito Sovrano. - 2.1. Rimedi delle Istituzioni Europee alla Crisi del Debito Sovrano

1. Il contagio oltreoceano: la crisi in Europa.

Nell'estate del 2007 la crisi dei mutui subprime arrivò anche in Europa: non tutti i governi intervennero, però, immediatamente allo stesso modo. La situazione più critica riguardava il sistema bancario inglese e tedesco. Infatti, le banche inglesi Northern Rock e Barclays chiesero da subito un finanziamento straordinario alla Bank of England e, nel settembre 2007, il governo del Regno Unito annunciò che avrebbe rifornito di tutta la liquidità necessaria il colosso del credito ipotecario, la Northern Rock appunto. La Banca Centrale inglese evitò il fallimento dell'istituto ricorrendo alla sua nazionalizzazione: l'operazione di salvataggio costò al governo inglese 110 sterline (circa 150 miliardi di euro)⁷⁰. Infatti, il governo inglese aveva varato un piano di intervento che prevedeva di fatto la parziale nazionalizzazione dell'intero sistema bancario britannico, con l'intento di salvare le maggiori banche del Paese dalla crisi dei mutui subprime⁷¹. Pochi mesi dopo anche la banca tedesca IKB Deutsche Industriebank⁷² si ritrovò in rischio di default; intervenne infatti la banca pubblica Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), azionista di maggioranza della IKB (38%), con un esborso di 8 miliardi di euro, per ricoprire le obbligazioni di Rhineland Fund⁷³. Il tratto caratteristico della prima reazione alla crisi finanziaria da parte dei governi europei fu quello di agire senza

⁷⁰ La tecnica della nazionalizzazione consisteva nell'acquisizione del controllo di una società da parte del governo del Paese, per evitarne la bancarotta; tale tecnica fu largamente utilizzata dal governo inglese fin dal 2008.

⁷¹ G. Raviolo, *La crisi globale: da Bretton Woods ai mutui subprime*. Roma: EUR, 2009, op. cit. p. 188.

⁷² Fonte: www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime*, Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008, p. 32.

⁷³ Rhineland Fund era un fondo di investimento speciale collegato alla banca IKB. Nel pieno della crisi di fiducia degli investitori istituzionali esposti al pericolo legato al tracollo dei mutui subprime, Rhineland Fund non riuscì più a finanziarsi con carta commerciale e fu costretto ad appoggiarsi ad IKB, impegnata a garantirgli liquidità in caso di difficoltà. La carenza di liquidità del fondo si trasmise alla banca, che entrò, perciò, a sua volta in crisi. www.assbb.it, *La crisi dei mutui subprime*, Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008, pp.32-33.

coordinamento. Emblematico fu perciò il caso irlandese. L'Irlanda decise infatti di garantire interamente i depositi delle banche e i debiti degli istituti di credito locali, raggiungendo, così, un ammontare pari a 400 miliardi di euro, ovvero il doppio del PIL irlandese. Dall'altro lato invece, e nei casi più gravi, si operò sulla via della nazionalizzazione. Come già abbiamo visto nel febbraio del 2008 il governo del Regno Unito aveva deciso di nazionalizzare Northern Rock e successivamente di rilevare 91 miliardi di dollari di mutui ipotecari dalla Bradford&Bringley. Anche la Francia, il Belgio, l'Olanda e il Lussemburgo ripiegarono sulla soluzione della nazionalizzazione. Misero in atto un intervento congiunto con lo scopo di salvare dalla bancarotta i due colossi bancari multinazionali: Fortis (per cui vennero impiegati 11 miliardi di euro) e Dexia (6,7 miliardi di euro). All'apice della crisi iniziò a profilarsi la seria necessità di un più stretto coordinamento tra gli interventi intrapresi su base nazionale, ma, in un primo momento, i risultati furono scarsi. Infatti, i principali Stati europei (quelli del G4) riunitisi a Berlino il 4 ottobre 2008, non trovando una comune soluzione, decisero di continuare ad agire ognuno indipendentemente dall'altro, secondo le esigenze e i piani nazionali. Fallì perciò la proposta francese circa l'istituzione di un comune fondo europea, e prevalse l'impostazione tedesca che invece prevedeva l'elaborazione di linee guida comuni tra i grandi Paesi europei, mantenendo però una piena autonomia circa le decisioni riguardanti il salvataggio delle banche nazionali. L'esito del vertice di Berlino, e la decisione di far prevalere gli interessi nazionali su quelli comunitari, si rivelò una scelta insufficiente e inadeguata. Infatti, il 6 ottobre 2008 si assistette ad un altro "lunedì nero" per le Borse Europee: la Borsa di Milano chiuse con -8,24%, quella di Londra con -7,85%, Parigi con -9,04% e Francoforte con -7,07%⁷⁴. A fronte di una situazione che si dimostrava sempre più grave, dopo il G7 di Londra del 10 ottobre 2008, e il G20 dell'11 dello stesso mese, i Paesi europei decisero che era il momento di rispondere a tale crisi con un'azione più incisiva e coordinata, articolata in cinque punti:

⁷⁴ Fonte: www.europedirectmarche.it, Marcello Pierini, *Crisi e ripresa economica in Europa*, Urbino, luglio 2014, n 149, p.17.

- Impedire in ogni modo, e con ogni mezzo, il fallimento di istituzioni di importanza sistemica.
- Garantire l'accesso alla liquidità e far ripartire il mercato monetario.
- Ricapitalizzare il sistema bancario con denaro pubblico e privato.
- Tutelare maggiormente, con adeguate garanzie i depositi al dettaglio.
- Sostenere i mercati secondari dei mutui e tutte le altre attività assicurative.

Un segnale importante di coordinamento per la protezione del mercato finanziario fu la riunione dell'Eurogruppo per la prima volta in formazione di Capi di Stato e di Governo con l'aggiunta della Gran Bretagna il 12 ottobre 2008. Ancora, fu molto rilevante il Consiglio Europeo del 15-16 Ottobre 2008, convocato per discutere circa la necessità di un'azione coordinata riguardo la copertura delle passività bancarie emesse fino al 31 Dicembre. Al vertice parteciparono i capi di governo di Francia, Gran Bretagna, Germania e Italia, e si aggiunsero anche il Presidente della Commissione Europea, Barroso, il presidente dell'Eurogruppo, Junker, e il Presidente della BCE, Trichet.

2. Lo sconfinamento nella crisi dei Debiti Sovrani.

Come abbiamo precedentemente analizzato, in Europa la crisi finanziaria americana toccò per prima la Northern Rock (quinto istituto di credito britannico specializzato nei mutui immobiliari), che venne salvata dal rischio di default tramite l'operazione di nazionalizzazione attuata dalla Banca centrale britannica. A questo intervento ne seguirono molti altri in Europa: vennero infatti elaborati consistenti piani di salvataggio per gli istituti di credito in Belgio, Germania, Danimarca Francia, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia. Complessivamente i governi erogarono un totale di 3.166 miliardi di euro⁷⁵ per risanare le banche dei rispettivi sistemi nazionali; più precisamente furono

⁷⁵ In particolar modo in Germania gli aiuti alle banche sono stati di ammontare considerevole; furono erogati, infatti, 56 miliardi di euro in capitale e 280 miliardi sotto forma di garanzie. Anche in Spagna, il più consistente intervento di ricapitalizzazione coinvolse il fondo europeo di salvataggio, l'EFSF, che nel 2012 erogò per la Spagna appunto, 100 miliardi di aiuti. In Italia invece, fino alla fine del 2011, non si assistette ad alcuna forma di sostegno pubblico. Infatti, sino al 2011, lo Stato italiano si limitò all'erogazione di unicamente 4 miliardi di euro per il sostegno del sistema bancario. l'intervento statale, nel caso italiano, si sarebbe fatto decisamente più forte con lo scoppio della crisi dei debiti sovrani: in tal caso, l'intervento dello Stato prese forma di garanzia pubblica sulle obbligazioni emesse dalle banche (l'ammontare degli aiuti raggiunse i 120 miliardi di euro). Fonte: www.consob.it, *Relazione per l'anno 2012*.

erogati: 2.443 miliardi sotto forma di garanzie, 472 in ricapitalizzazioni, 251 in linee di credito e prestiti⁷⁶. I salvataggi bancari accrebbero in modo significativo il debito pubblico di tutti i Paesi coinvolti, gettando così i presupposti per l'avvento della così detta “*Crisi del Debito Sovrano*”. Alla luce degli eventi è possibile osservare il legame tra la nascente *crisi del debito sovrano* e la *crisi dei mutui subprime*. Infatti, in seguito alla crisi subprime numerosi istituti di credito europei sperimentarono serie difficoltà, e i governi nazionali non poterono fare altro che intervenire con il denaro pubblico. Subito prima dello scoppio della crisi del debito sovrano, i Paesi dell'Eurozona già presentavano significative differenze per le condizioni della finanza pubblica e per il tasso di crescita. Vi erano i Paesi “*core*”, come la Germania, che presentavano contenuti livelli di debito pubblico e contavano su un'attività economica più solida; e vi erano i così detti Paesi “*Piigs*” (“*Piigs*” non solo era l'acronimo di Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna, ma venne utilizzato nel suo senso dispregiativo, con l'obiettivo di isolare i Paesi in Europa meno economicamente forti) o “*periferici*”, che si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità dovuta a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, causata dall'indebitamento accumulato negli anni, dai bassi tassi di crescita del PIL e, in ultima istanza, dalle operazioni di salvataggio degli istituti di credito in crisi. Nonostante nel 2010 l'Area euro beneficiò della ripresa delle economie più avanzate (il tasso di crescita del Pil in Germania e negli Stati Uniti era tornata ai livelli “pre-crisi”), il dissesto dei conti pubblici della Grecia, reso noto nell'ottobre 2009, segnò definitivamente l'avvento di un'altra crisi, appunto quella del Debito Sovrano. La crisi ebbe come epicentro i Paesi periferici dell'Eurozona: Portogallo, Grecia e Irlanda; e si estese nel corso del 2011 anche in Spagna ed Italia. Nei Paesi meridionali dell'Eurozona il tasso di cambio dell'euro con il dollaro non subì un forte deprezzamento, e i prezzi interni non si discostarono esageratamente dai prezzi fissati dalla BCE, quindi le cause maggiormente rilevanti della crisi sono da ricercare in altri fattori: l'elevato livello di debito e disavanzo pubblico, il forte indebitamento privato, un sistema bancario fragile e l'aumento dei differenziali sui rendimenti dei

⁷⁶ Fonte: www.mbres.it, *Interventi dei governi nazionali a favore delle banche e degli istituti finanziari in Europa e negli Stati Uniti. Dal settembre 2007 al dicembre 2013*.

titoli sovrani⁷⁷. Più precisamente, all'interno dei Paesi Piigs⁷⁸, per la Grecia e il Portogallo, l'elemento determinante fu lo squilibrio fiscale; per la Spagna e l'Irlanda, le banche furono le colpevoli della creazione di una bolla immobiliare, culminata con il cedimento di quel settore; in Italia, invece, l'elemento fondamentale che portò alla crisi fu, non solo un mix di scelte politiche errate, ma anche un esorbitante livello di debito pubblico. Tralasciando le singole situazioni interne dei Paesi sopra citati, è doveroso fare un richiamo alla teoria delle “*aree valutarie ottimali*”⁷⁹. Nata negli anni Sessanta nel contesto della macroeconomia internazionale, essa mirava allo studio della possibilità di adottare un'unica moneta, comune ai Paesi facenti parte di un'unica area geografica. Secondo la teoria, tali Paesi, per raggiungere l'obiettivo di una solida unione monetaria, dovevano soddisfare diverse caratteristiche: 1) una forte apertura al commercio e una diversificazione delle esportazioni, 2) una elevata mobilità e flessibilità delle remunerazione del fattore lavoro, 3) consistenti trasferimenti fiscali intra-area. Elencati i tre presupposti per la creazione di una forte AVO (area valutaria ottimale), appare chiaro che i Paesi dell'Unione Europea fossero in grado di rispettare unicamente il primo requisito, ed è per questo motivo che è riconosciuto che l'Unione Europea non avrebbe mai potuto costituire un'area valutaria ottimale: i presupposti per la creazione di una AVO non esistevano neanche nello scenario precedente all'introduzione dell'euro. Questa realtà fu evidenziata in letteratura come il “*peccato originale*”⁸⁰, del progetto politico di adozione dell'euro come moneta comune. Con l'avvento dell'Euro si realizzò una convergenza economica che, per i primi dieci anni, si dimostrò non solo capace di ridurre le differenze e gli squilibri tra i Paesi “core”

⁷⁷ M. Sarcinelli, *Debiti sovrani, banche e crisi dell'eurozona*, in L. Pagnetto, *Debiti sovrani, banche e crisi dell'Eurozona*, op. cit. p. 134.

⁷⁸ Nel 2013 si inserì nella “black list” dei Paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano anche la Repubblica di Cipro, il cui caso si caratterizzò per una forte dipendenza dell'intera economia del Paese dalla attività del settore bancario; cedendo quest'ultimo, l'intero sistema economico sprofondò.

⁷⁹ La così detta teoria Avo (aree valutarie ottimali) fu introdotta da R. Mundell all'inizio degli anni '60; nel 1963 fu poi modificata ed integrata da R. Mckinnor e nel 1969 da P. Kenen. La teoria si basava sull'assunzione che la moneta unica fosse tanto più utile, quanti più Paesi (quindi persone) ne facessero uso. La Avo fu interesse di studio per molti altri studiosi ed economisti come: J. K. Ingram, che si concentrò sull'integrazione dei mercati finanziari e M. Friedman, incentrato sulla flessibilità dei prezzi e dei salari. Fonte: www.treccani.it Paolo Guerrieri, *Aree Valutarie Ottimali*, Dizionario di Economia e Finanza (2012).

⁸⁰ Fonte: www.parlamento.it A cura di Franco Bruni, Antonio Villafranca, *La governance economica tra squilibri globali e prospettive dell'Unione Europea: l'interesse italiano*, Osservatorio di Politica Internazionale, ottobre 2011, op. cit. p. 50.

e i Paesi “periferici” dell’Eurozona, ma anche di riuscire a calmare le ondate inflazionistiche tramite la politica assunta dalla Banca Centrale di controllo della stabilità dei prezzi. Tutti questi buoni impulsi resero invisibile la situazione di assenza di crescita e di perdita di competitività dei Paesi periferici⁸¹. A fare da cornice a tutti questi elementi caratterizzanti la condizione economica dell’Unione Europea, fu, ovviamente, il crollo dei mercati finanziari (a partire appunto dalla crisi subprime del 2007) con tutte le conseguenze ricadute sull’economia reale. Fu proprio il crollo del terzo istituto mondiale per i volumi finanziari, Lehman Brothers, che mise in evidenza la fragilità del sistema finanziario che non era stato sufficientemente e adeguatamente regolamentato. Mancò totalmente una regolazione del sistema finanziario, capace di guidare i mercati nella giusta direzione, dimostrandosi invece del tutto impreparato di fronte al processo di globalizzazione⁸². Furono, perciò, proprio i mercati finanziari il punto di partenza della crisi; una crisi nata proprio a partire dal particolare comportamento ciclico di tali mercati: un ciclo che inizia con un situazione di apparente tranquillità, caratterizzata da una mancata percezione del rischio, seguita da un crescente “falso ottimismo”, fino all’arresto del processo di espansione, ovvero il momento in cui ci si accorge dell’insostenibilità di un eccessivo livello di rischio⁸³. Si può perciò affermare che uno dei maggiori elementi scatenanti della crisi, e di tutte le sue conseguenze, fu proprio la trasformazione dei mercati in finanziari in mercati non virtuosi.

2.1. Rimedi delle Istituzioni Europee alla Crisi del Debito Sovrano.

Gli sforzi dell’Unione Europea per combattere la Crisi del Debito Sovrano possono essere sintetizzati sotto due profili. Un primo profilo che assurge ad un profondo rafforzamento dell’intero *corpus normativo* regolante gli strumenti finanziari, e le tipologie di investitori (e altri enti) da cui dipende l’andamento dei mercati finanziari stessi. Sotto il secondo profilo, l’intenzione del Consiglio e della

⁸¹ Ibidem.

⁸² Fu in questo contesto che nacquero i principi di Basilea 3. www.bancaditalia.it, *L’attuazione in Europa delle regole di Basilea 3*

⁸³ M. Canonica e P.C. Padoan, *La diversità come ricchezza. Ovvero a che serve l’Europa?* Torino: Einaudi, 2014, op. cit. pp. 57-58.

Commissione Europea fu prettamente quella di rafforzare la disciplina sul controllo dei bilanci pubblici dei singoli Stati. Le risposte da parte delle istituzioni europee alla crisi del debito sovrano, seppur siano state varie e di diversa natura, ebbero come obiettivo ultimo la salvaguarda della stabilità finanziaria dell'Unione e soprattutto dell'Eurozona⁸⁴. Le istituzioni europee iniziarono ad occuparsi più concretamente della crisi incombente sui Paesi meridionali dell'Eurozona nel momento in cui la Grecia dimostrò di essere seriamente in rischio di default. Più che i problemi interni al Paese, quello che interessò, e preoccupò, maggiormente le istituzioni europee, fu l'effetto esterno che la crisi del Paese ellenico avrebbe causato, in quanto, sin dall'inizio, questa si era presentata come una crisi del debito estero. Infatti, i titoli greci erano detenuti soprattutto dalle banche tedesche e francesi, quindi una dichiarazione di default avrebbe non solo fatto collassare il sistema bancario di Francia⁸⁵ e Germania, ma avrebbe interessato tutta l'Eurozona, in particolar modo Portogallo, Spagna, Irlanda e Italia. Fu dal 2010 in poi che l'Unione, per mezzo delle sue istituzioni, iniziò a pensare a quali azioni servissero per arginare il crollo della Grecia, crollo che avrebbe rappresentato il preludio della dissoluzione della stessa Unione. Le misure intraprese furono dapprima "semplici", successivamente di più ampio raggio e di carattere composto. Si iniziò con dei semplici prestiti bilaterali ai singoli Paesi, poi con l'introduzione nel 2011 del Fondo Salva Stati europeo (i programmi di risanamento coinvolsero i Paesi europei in funzione delle loro quote di capitale della BCE⁸⁶), ed infine, nel 2012, con un'operazione di salvataggio da 200 milioni di euro in titoli⁸⁷, si realizzò un pacchetto che

⁸⁴ Giovanna Adinolfi, *Il sostegno congiunto UE-FMI: è necessario un ripensamento della politica della condizionalità?* In, *La crisi del Debito Sovrano degli Stati dell'Area Euro*. Profili Giuridici, Torino, 2013, op. cit. pp. 7-8.

⁸⁵ Fonte: www.ilsole24ore.com Vittorio Da Rold, Il debito greco, una lunga storia di errori, Il Sole 24 Ore, 2 luglio 2018. "Secondo fonti ben informate nel 2009 il direttore generale del Fmi Christine Lagarde e la cancelliera Merkel erano pronte a considerare un'uscita di Atene dall'euro ma vennero frenati dall'allora governatore della Bce, Jean Claude Trichet, e dal ministro delle Finanze di Berlino, Wolfgang Schäuble che temevano ripercussioni per le banche tedesche, francesi e olandesi piene di bond greci (più redditizi dei bund) e ritenuti senza pericolo perché nell'eurozona (moral hazard). Germania e Francia decisero di non applicare l'haircut (il taglio del debito) come chiedeva insistentemente il Fmi per evitare di dover poi salvare a proprie spese le rispettive banche nazionali pesantemente coinvolte. Ci si limitò all'austerità e ai prestiti statali (non c'era ancora il Fondo salva stati) e a consentire alla Bce di acquistare bond greci sul mercato secondario venduti dalle banche francesi, tedesche e olandesi a piene mani [...]".

⁸⁶ Fonte: www.corriere.it, *Vertice UE, nella notte accordo su fondo permanente salva-Stati*, Economia, 25 marzo 2011.

⁸⁷ F. Campriglione e G. Semeraro, *Crisi finanziaria e debiti sovrano*, UTET, 2013, in particolare *Il caso Grecia*, op. cit. p.

prevedeva la messa in atto di differenti tipologie di intervento⁸⁸. Osservando il quadro normativo vigente dell'Unione Europea dopo la richiesta di aiuto da parte dello Stato ellenico, è possibile riscontrare che questi, in realtà, non era in possesso dei giusti prerequisiti per avanzare tale tipo richiesta. Infatti, nel diritto dell'Unione circa la legittimazione di assistenza finanziaria agli Stati, esistevano due appositi articoli: l'articolo 122 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) ed il 143 TFUE. L'art. 122 TFUE, in base al quale *“qualora uno Stato membro si trovi in difficoltà, o sia seriamente minacciato da gravi difficoltà a causa di calamità naturali o di circostanze eccezionali che sfuggano al suo controllo, il Consiglio, su proposta della Commissione, può concedere a determinate condizioni un'assistenza finanziaria dell'Unione allo Stato membro interessato⁸⁹”*. Il secondo, l'art. 143 TFUE, stabiliva un meccanismo garante assistenza finanziaria ai Paesi membri, nei momenti in cui essi incontrassero *“difficoltà o grave minaccia di difficoltà nella bilancia dei pagamenti”* e che queste fossero *“capaci in particolare di compromettere il funzionamento del mercato interno o l'attuazione della politica commerciale comune⁹⁰”*. Inoltre nel 1988 era stato istituito dal Consiglio, il *Medium Term Financial Support⁹¹*, un meccanismo che attraverso prestiti sui mercati e da istituzioni finanziarie, permetteva l'erogazione di prestiti a lungo termine agli Stati membri per il sostegno delle bilance dei pagamenti; dal 2002, tale meccanismo divenne destinato unicamente ai Paesi esterni all'Unione Europea, sempre nell'ottica della protezione della stabilità dell'UE. Il caso della Grecia non rientrava né nelle fattispecie previste dall'art. 122 TFUE e 143 TFUE, né faceva parte del gruppo di Paesi su cui il Medium Term Financial Support operava. Inoltre, anche altre norme dell'ordinamento dell'Unione ponevano alcuni divieti circa un intervento in Grecia; ad esempio, gli articoli 123 TFUE e 125 TFUE prevedevano: il primo il divieto di concessione di facilitazioni creditizie ai Membri da parte della BCE, il secondo il divieto per gli

⁸⁸ Ibidem.

⁸⁹ Ugo Villani, *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Cacucci Editore, 2013, op. cit. p. 241.

⁹⁰ Ibidem.

⁹¹ Fonte: eur.lex.europa.eu, *Regolamento (CEE) n. 1969/88 del Consiglio del 24 giugno 1988 che istituisce un meccanismo unico di sostegno finanziario a medio termine delle bilance dei pagamenti degli Stati membri.*

Stati dell'Unione di acquistare titoli di debito di altri Stati membri. Un ulteriore freno all'intervento in Grecia era rappresentato dall'articolo 124 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, che vietava alle istituzioni finanziarie dell'UE l'acquisto diretto di titoli del debito Sovrano. È chiaro che l'intervento in Grecia fu difficile: vi erano ostacoli all'interno della stessa normativa dell'Unione Europea. Le manovre di salvataggio furono condotte dal Vertice dei Capi di Stato e di Governo dei Paesi dell'Eurozona, una volta realizzato che c'era il bisogno di creare una situazione normativa che, non solo, avrebbe favorito la ripresa dello Stato ellenico, ma di cui avrebbe beneficiato qualsiasi altro Paese europeo trovatosi in una condizione simile. Quando il 9 maggio 2010 la Grecia avanzò la richiesta ufficiale di aiuto alle istituzioni europee, il Vertice dispose un forte piano di salvataggio comprensivo di : 110 miliardi di euro, di cui 80 sotto forma di prestiti bilaterali da parte degli Stati dell'Eurozona raccolti e fatti circolare dalla Commissione Europea⁹² e 30 miliardi corrisposti dal FMI; 60 miliardi di euro furono destinati al sostegno dei Paesi con bilanci in sofferenza, operazione che necessitò della creazione del *Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria* (MESF)⁹³; ed infine la creazione di un *Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria*⁹⁴ (FESF) di 440 miliardi di euro, in

⁹² Fonte: op.europa.eu , *L'intervento della Commissione nella crisi finanziaria greca*, Corte dei Conti europea, Relazione speciale n.17, 2017.

⁹³ Fonte: eur.lex.europa.eu. *Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria*. Regolamento (UE) n. [407/2010](#) del Consiglio, dell'11 maggio 2010, che istituisce un meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria. Stabilisce le condizioni e le procedure per concedere l'assistenza finanziaria dell'UE a un paese dell'Unione che, a causa di eventi estranei al suo controllo, si trova o rischia di trovarsi in una situazione di grave disordine economico o finanziario. L'assistenza viene concessa sotto forma di un **prestito** o di una **linea di credito*** concessi al paese dell'UE interessato. A tal proposito, la [Commissione europea](#) può, per conto dell'UE, sottoscrivere prestiti sui mercati di capitali o da parte di istituzioni finanziarie, in linea con una decisione adottata dal [Consiglio dell'UE](#) a [maggioranza qualificata](#). Insieme alla Commissione, e in collegamento con la [Banca centrale europea](#) (BCE), il paese dell'UE che necessita di aiuto procede a una valutazione del suo fabbisogno di finanziamento. Sottopone poi alla Commissione una bozza di programma di aggiustamento economico e finanziario.

La decisione di concedere una linea di credito contiene le informazioni seguenti:

- le modalità dell'assistenza finanziaria;
- le condizioni generali di politica economica legate all'assistenza finanziaria dell'UE (ad esempio misure fiscali di consolidamento per ridurre il debito pubblico);
- l'approvazione del programma di aggiustamento predisposto dal paese destinatario.

La Commissione verifica a scadenze regolari se la politica economica del paese beneficiario è conforme al suo programma di aggiustamento e alle condizioni stabilite dal Consiglio per continuare a ricevere l'aiuto finanziario, che viene concesso a rate.

⁹⁴ Fonte: www.europarl.europa.eu Cristina Dias, *Assistenza Finanziaria agli Stati Membri dell'Unione Europea*, febbraio 2020.

favore dell'Eurozona, garantito dagli stessi Paesi membri, in funzione della loro quota di partecipazione al capitale della BCE. È così che ebbero inizio gli aiuti più consistenti alla Grecia, dietro i quali, l'obiettivo di fondo era di proteggere la stabilità⁹⁵ finanziaria dell'Unione. Però, dal momento che l'Unione non era provvista di un quadro normativo che imponesse stringenti regole sul rispetto del bilancio, fino a quel momento non aveva potuto operare più concretamente per far sì che questo venisse tassativamente rispettato; fu, per questo motivo, infatti, che fece ricorso a nuove norme, appunto per rendere la disciplina del bilancio maggiormente rigorosa ed efficace⁹⁶. All'interno della procedura di vigilanza dei disavanzi pubblici eccessivi (materia disciplinata dagli articoli 126 e 136 del Trattato su Funzionamento dell'Unione Europea), Commissione e Consiglio iniziarono così ad agire verso quei Paesi che non rispettavano i vincoli imposti dal Patto di Stabilità e Crescita⁹⁷. Nel rispetto del Patto, il Consiglio doveva approvare il programma di stabilità presentato dallo Stato membro e sulla base dell'analisi fornita dal singolo Stato emetteva poi un parere vincolante; l'Unione aveva solo potere di imposizione di obblighi procedurali. Per superare l'assenza di un vero potere vincolante nell'applicazione del Patto di Stabilità e Crescita vennero così intraprese diverse misure di coordinamento delle politiche economiche dei Paesi membri. Il primo passo in avanti verso un maggiore controllo e regolamentazione della materia del bilancio fu rappresentato dalla siglatura del "*Patto Euro Plus*", firmato nel 2011 dai Paesi della zona euro più Danimarca, Bulgaria,

⁹⁵ A tal proposito è rilevante precisare che la stabilità finanziaria rappresenta uno dei capisaldi dell'Unione Europea. Infatti, l'articolo 126 TFUE sancisce la "sana gestione del bilancio pubblico", motivo per cui è vietato ai singoli Stati membri un disavanzo pubblico eccessivo; su questo argomento si esprime anche l'art. 119 TFUE che impone come linee guida per gli Stati dell'UE: la stabilità dei prezzi, finanze pubbliche e condizioni monetarie sane, sostenibilità della bilancia dei pagamenti e l'attenzione ai bilanci pubblici posta a guardia della stabilità finanziaria dell'UE. Ugo Villani, *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Cacucci Editore, 2013.

⁹⁶ "Nel corso della seconda parte della XVI legislatura, in concomitanza con l'acuirsi delle tensioni sui debiti sovrani dell'area dell'Euro, è emersa a livello comunitario l'esigenza di prevedere negli ordinamenti nazionali ulteriori e più stringenti regole per il consolidamento fiscale e, in particolare, di introdurre, preferibilmente con norme di rango costituzionale, la "regola aurea" del pareggio di bilancio. Con legge costituzionale 20 aprile 2012, n. 1 è stato pertanto introdotto nella Costituzione, in coerenza anche con quanto disposto da accordi internazionali quali il c.d. Fiscal compact, il principio dell'equilibrio strutturale delle entrate e delle spese del bilancio". www.senato.it La Costituzione, art. 81.

⁹⁷ Sulla stessa strada del Trattato di Maastricht (che prevedeva una serie di parametri ai quali gli Stati membri dovevano attenersi con il fine di portare avanti e completare il processo di integrazione europea), nel luglio del 1997 venne siglato il Patto di Stabilità e Crescita (PSC), che dettava le linee guida per una corretta sorveglianza dei bilanci pubblici e sull'ordinamento delle politiche economiche. Il PSC non solo stabiliva il tassativo rispetto dei parametri di Maastricht, ma fu soprattutto istitutivo della "procedura per deficit eccessivo" (PDE).

Lituania, Lettonia Romania e Polonia. Il Patto era “atipico”⁹⁸, (estraneo al diritto dell’Unione), e nonostante fosse molto dettagliato, aveva una natura meramente politica, in quanto consisteva in una dichiarazione di intenti, ergo, non vincolante per gli Stati membri⁹⁹. Nell’ottobre 2011 un’azione significativa fu, invece, l’emanazione del “Six-pack”¹⁰⁰: cinque regolamenti ed una Direttiva volti a rinforzare la disciplina fiscale già prevista dal Patto di Stabilità e Crescita e orientato all’obiettivo del pareggio del bilancio e riduzione del debito. In primo luogo, il Six-pack rafforzò il ruolo della Commissione affidandole il compito di sanzionare un determinato Paese che non rispettasse i vincoli di bilancio, ed allo stesso tempo di permettergli una deviazione temporanea dall’obiettivo fiscale (*Medium Term Objective*)¹⁰¹. In secondo luogo, si rivelò essere uno strumento efficace in quanto rafforzò ciò che era già stato stabilito nel Patto di Stabilità e Crescita: fu confermato, infatti, che il deficit non avrebbe dovuto superare il 3% del PIL e il debito non avrebbe dovuto superare il 60% del PIL. Una grossa novità introdotta dal Six-Pack fu l’automatismo del sistema di approvazione delle sanzioni: venne approvato infatti il sistema di “Reverse Qualified Majority Voting” (RMQV), per cui venne stabilito che le decisioni della Commissione dovevano essere considerate come “approvate” dal Consiglio, a meno che una maggioranza qualificata di Stati membri non avesse deciso la loro revoca. Nell’ambito del Six-Pack, nel 2011, la Commissione lanciò due pacchetti aggiuntivi, i “Two-

⁹⁸ Ugo Villani, *Istituzioni di Diritto dell’Unione Europea*, Cacucci, 2013, op. cit. pp. 297-298.

⁹⁹ Con la siglatura del Patto Euro Plus, ogni Stato si impegnava ad adottare principi di bilancio, secondo una formulazione propria, con alto carattere coercitivo. Il Patto in sé era privo di alcun effetto giuridico.

¹⁰⁰ Regolamento (UE) n. 1173/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, relativo all’effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro GU L 306 del 23/11/2011, pagg. 1–7; Regolamento (UE) n. 1174/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, sulle misure esecutive per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro GU L 306 del 23/11/2011, pagg. 8–11; Regolamento (UE) n. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, che modifica il regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche GU L 306 del 23/11/2011; Regolamento (UE) n. 1176/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici GU L 306 del 23/11/2011, pagg. 25–32; Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio, dell’ 8 novembre 2011, che modifica il regolamento (CE) n. 1467/97 per l’accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi GU L 306 del 23/11/2011, pagg. 33–40; Direttiva 2011/85/UE del Consiglio, dell’ 8 novembre 2011, relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri GU L 306 del 23/11/2011, pagg. 41–47

¹⁰¹ Il *Medium Term Objective* rappresenta l’obiettivo fiscale che ogni Paese si prefigge: è differente per ogni Paese, deve subire un aggiornamento triennale; nel caso in cui si superi la soglia dell’indebitamento, tale valore deve essere raggiunto nel minor tempo possibile.

Pack”, approvati nel 2013 dal Parlamento e dal Consiglio. Così come il Six-Pack, anche il Two-Pack¹⁰² aveva l’obiettivo di definire meglio ed ulteriormente la materia del bilancio: esso stabiliva infatti che i Membri della zona euro erano obbligati ad adottare regole di bilancio precise e concernenti il saldo del bilancio, il quale ai sensi dell’art.2 bis del regolamento (CE) 1466/97, si inseriva nel procedimento nazionale di bilancio. Quindi, entro il 15 ottobre di ogni anno, venne deciso, che ciascuno Stato avrebbe dovuto presentare alla Commissione e all’Eurogruppo il proprio progetto per il piano di bilancio dell’anno a venire, il quale sarebbe stato giudicato adeguato o meno dalla Commissione. Molte delle disposizioni contenute nel Two-Pack sono state inserite dagli Stati membri in un trattato internazionale: il “*Trattato sulla Stabilità, sul Coordinamento e sulla Governance nell’Unione economica e monetaria*”, conosciuto anche come “*Fiscal Compact*”.

Obiettivo del Fiscal Compact era quello di rafforzare la stabilità economica degli Stati dell’Eurozona; perciò era previsto che i Membri mantenessero un disavanzo strutturale non eccedente lo 0,5% del PIL, con la possibilità di deroghe in casi eccezionali, come disciplinato dall’art. 3 del trattato. Inoltre, il Fiscal Compact conferiva potere alla Corte di Giustizia Europea di comminare sanzioni, entro lo 0,1% del PIL, a quegli Stati che non immettevano nei loro principi costituzionali il principio di bilancio¹⁰³. Con tali strumenti a disposizione, l’Unione fu in grado di controllare la condotta degli Stati membri mediante due procedure di monitoraggio. La prima era già prevista all’interno del Patto di Stabilità e Crescita, vedeva protagonista il Consiglio che si doveva esprimere nel momento finale

¹⁰² Di principio l’Unione Europea non aveva competenza, secondo il suo diritto, nell’imporre la regola del pareggio di bilancio per gli Stati membri; ciò poteva valere solo nei confronti degli Stati della zona euro. Infatti, l’art. 136 TFUE stabiliva che il Consiglio potesse emanare misure più specifiche con il fine di rendere la disciplina del bilancio più forte in Europa. Questo è il motivo per cui fu pensato il Two-Pack: per rafforzare il potere decisionale dell’Unione nei confronti degli ordinamenti nazionali, in materia di bilancio. F. MARTUCCI, *Six Pack, Two pack, TSCG: la discipline budgétaire au service de la stabilité financière dans l’union monétaire*, in R. HERTZOG, C. MESTRE, Y. PETIT (a cura di), *La crise financière et budgétaire en Europe: un moment de vérité pour la construction européenne*, Editions universitaires de Lorraine, 2013, o. cit. p. 169.,

¹⁰³ Per quanto riguarda il caso italiano, nella nostra Costituzione il principio dell’equilibrio del bilancio è sancito dall’art. 81 che recita: “*Lo Stato assicura l’equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle fasi avverse e delle fasi favorevoli del ciclo economico. Il ricorso all’indebitamento è consentito solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali*”. Giuseppe di Gaspare, *Diritto dell’Economia e dinamiche istituzionali. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Roma: CEDAM, 2017.

di tutto un iter che vedeva coinvolti nella fase decisionale sia la Commissione che il Comitato Economico e Finanziario, nei confronti dello Stato membro. La seconda procedura invece era quella che prendeva il nome di “*Procedura per gli squilibri macroeconomici*”¹⁰⁴, introdotta dal Six-Pack. Tramite tale procedura la Commissione¹⁰⁵ aveva il dovere di individuare gli squilibri macroeconomici presenti in un determinato Stato membro, e, una volta apportati tutti gli accertamenti del caso e dopo la consultazione con il Consiglio, doveva porlo nelle condizioni di rimediarsi.

Ecco che, seppur in modo sintetico, abbiamo analizzato le principali misure adottate come risoluzione alla crisi (prima) finanziaria, (poi) del debito sovrano: il MESF, FESF, MES¹⁰⁶, i Six-Pack e Two-Pack, ed infine il Fiscal Compact.

¹⁰⁴ Fonte: op.europa.eu *Audit della procedura per gli squilibri macroeconomici*, Relazione Speciale n.02, 2018, Corte dei Conti Europea. Tale procedura fu concepita per fronteggiare gli squilibri macroeconomici nell’UE data l’assenza, prima del 2008, di strumenti di intervento che ne impedissero l’accumulo. La procedura opera per cicli annuali e si divide in due fasi, una preventiva ed una correttiva: inizia con la pubblicazione da parte della Commissione di una valutazione economica e finanziaria, anche detta relazione sul meccanismo di allerta, che individua gli Stati membri a rischio di squilibri macroeconomici. Sulla base di tale esame approfondito, la Commissione dovrebbe proporre raccomandazioni specifiche per Paese, raccomandazioni che verranno in ultima istanza adottate dal Consiglio e indirizzate ai singoli Stati membri affinché sanino i propri squilibri.

¹⁰⁵ Regolamento (UE) 1174/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio, 16 novembre 2011, sulle misure per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro, Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea.

¹⁰⁶ Parleremmo più approfonditamente nel seguente capitolo quarto.

CAPITOLO QUARTO:

IL MES: DALLE ORIGINI AL DIBATTITO ODIERNO.

SOMMARIO: 1. Il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). - 1.2. Il capitale. - 1.3. Le operazioni. - 1.4. Il primo intervento del MES: il caso Cipro. – 2. Il rapporto tra il MES e l’attuale crisi globale. - 2.1. Le risorse a disposizione del MES. - 2.2. Le condizioni del MES. - 2.3. Il dibattito circa l’effettiva necessità circa la revisione e l’attivazione del MES oggi.

1. Il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES)

Una volta resisi conto che il MESF ed il FESF si erano rivelati strumenti totalmente inadatti alla gestione della crisi del Debito Sovrano in Europa, si giunse alla conclusione che era necessario un meccanismo efficace e definitivo che potesse assicurare la giusta stabilità alle finanze degli Stati Europei¹⁰⁷. Così, il 25 marzo 2011 il Consiglio Europeo adottò una decisione tramite l’integrazione di un paragrafo all’art. 136 TFUE, con cui si conferiva agli Stati membri la possibilità di istituire un meccanismo permanente volto alla salvaguarda della stabilità finanziaria della zona euro¹⁰⁸. Venne così, tramite la stipulazione del trattato internazionale, istituito il *Meccanismo Europeo di Stabilità*¹⁰⁹ (MES)¹¹⁰. L’obiettivo del MES era quello di intervenire, tramite la mobilitazione di risorse finanziarie, in soccorso degli Stati membri (i firmatari del Trattato istitutivo) che presentassero situazioni finanziarie problematiche o che rischiarono di trovarvisi; l’intervento era però limitato a

¹⁰⁷ Fonte: www.forumcostituzionale.it, F. Nunges, *L’Europa e la crisi. Gli interventi della Banca centrale europea e la creazione del Meccanismo europeo di stabilità*, settembre 2012, op. cit. p. 7.

¹⁰⁸ Fonte: eur.lex.europa.eu, Consiglio Europeo, Decisione 2011/199/UE. “Nella riunione del Consiglio europeo del 28 e 29 ottobre 2010, i capi di Stato o di governo hanno convenuto sulla necessità che gli Stati membri istituiscano un meccanismo permanente di gestione delle crisi per salvaguardare la stabilità finanziaria della zona euro nel suo insieme e hanno invitato il presidente del Consiglio europeo ad avviare consultazioni con i membri del Consiglio europeo su una modifica limitata del trattato necessaria a tal fine” [...]

¹⁰⁹ Il Trattato istitutivo del MES lo connotava come istituzione finanziaria internazionale, in quanto stipulato al di fuori del diritto dell’Unione Europea; perciò aveva una natura intergovernativa.

¹¹⁰ Fonte: www.esm.europa.eu, Trattato, il MES. “TRATTATO CHE ISTITUISCE IL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ TRA IL REGNO DEL BELGIO, LA REPUBBLICA FEDERALE DI GERMANIA LA REPUBBLICA DI ESTONIA, L’IRLANDA, LA REPUBBLICA ELLENICA, IL REGNO DI SPAGNA, LA REPUBBLICA FRANCESE, LA REPUBBLICA ITALIANA, LA REPUBBLICA DI CIPRO, LA REPUBBLICA DI LETTONIA, LA REPUBBLICA DI LITUANIA, IL GRANDUCATO DI LUSSEMBURGO, MALTA, IL REGNO DEI PAESI BASSI, LA REPUBBLICA D’AUSTRIA, LA REPUBBLICA PORTOGHESE, LA REPUBBLICA DI SLOVENIA, LA REPUBBLICA SLOVACCA E LA REPUBBLICA DI FINLANDIA”

quei casi la cui situazione avrebbe messo a rischio l'integrità finanziaria di tutta l'Eurozona. Volendo essere più precisi, il MES poteva essere attivato solo per salvaguardare la stabilità di tutta la zona euro, nonché del Paese in questione, ed era sottoposto ad una severa condizionalità commisurata allo strumento di assistenza che era stato scelto¹¹¹. Una delle caratteristiche più importanti del MES è che questo segnò un punto di svolta per l'interdipendenza tra banche e governi nazionali. Infatti, prima dell'attivazione di questo strumento, i salvataggi delle banche europee erano sempre ricaduti sui singoli Stati membri, andando così ad aggravare i loro bilanci. Con l'entrata in vigore del MES, invece, le banche potevano essere direttamente ricapitalizzate, attraverso la messa a disposizione di fondi pubblici, senza così gravare sulle finanze nazionali¹¹². L'approvazione del MES fu il primo caso in cui l'Unione Europea acconsentì di dotarsi di un fondo unico volto a sostenere, in caso di bisogno, gli Stati europei.

1.1. Il capitale

Per quanto riguarda la cifra a cui dovesse ammontare il MES, i Paesi firmatari del Trattato, la fissarono a 704 798, 7¹¹³ milioni di euro, suddiviso in quote da 100 000 euro. L'ammontare del capitale non doveva essere versato immediatamente e nella sua interezza al momento della sottoscrizione: infatti, era il Consiglio dei Governatori a decidere quando alcune o tutte le quote dovessero essere pagate. Ogni Stato membro era responsabile unicamente della sua quota di capitale, e preso l'impegno al momento della sottoscrizione, perdeva il diritto di tirarsi indietro.¹¹⁴ Nel momento in cui il capitale si fosse ridotto a 80 000 euro, il Consiglio di Amministrazione avrebbe potuto chiedere a chi di dovere il versamento del capitale dovuto; era facoltà anche del Direttore Generale richiedere i pagamenti, e a tale richiesta gli Stati dovevano rispondere entro un massimo di sette giorni. Ogni cinque anni era compito del Consiglio di Amministrazione valutare l'adeguatezza

¹¹¹ Fonte: www.esm.europa.eu , Trattato, il MES, art.3.

¹¹² Fonte: www.lavoce.info , Silvia Merler, *ESM, cronaca di una delusione annunciata*. Luglio 2014.

¹¹³Fonte: www.esm.europa.eu Trattato, il Mes, art. 8.

¹¹⁴ Ibidem.

del capitale e, nell'eventualità decidere per una sua modifica; anche nel caso di ingresso di un nuovo Stato membro, si sarebbe dovuta applicare la procedura di revisione dell'ammontare del capitale, procedendo con un aggiornamento del modello di contribuzione previsto nel trattato istitutivo¹¹⁵.

1.2. Le operazioni.

L'articolo 12 del Trattato specifica: *“Ove indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria della zona euro nel suo complesso e dei suoi Stati membri, il MES può fornire a un proprio membro un sostegno alla stabilità, sulla base di condizioni rigorose commisurate allo strumento di assistenza finanziaria scelto. Tali condizioni possono spaziare da un programma di correzioni macroeconomiche al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite”*¹¹⁶. La prima modalità di intervento prevista dal Trattato è la *“procedura di concessione del sostegno alla stabilità”*, la quale prendeva luogo su iniziativa dello Stato in difficoltà. Il singolo Paese iniziava l'iter con una richiesta di sostegno alla stabilità direttamente al Consiglio dei governatori; in secondo luogo il Consiglio richiedeva alla Commissione, d'accordo con la BCE, di valutare innanzitutto se la situazione finanziaria del Paese domandante fosse effettivamente critica e se il debito sovrano dello Stato in questione risultasse essere realmente sostenibile. Solo dopo tutte queste valutazioni avrebbe avuto luogo il negoziato tra lo Stato interessato e la Commissione (d'accordo con BCE e FMI) circa un programma di rifinanziamento. Durante l'intero iter è compito della Commissione assicurarsi che lo Stato in questione rispetti le condizioni concordate per la concessione dei sussidi di assistenza finanziaria¹¹⁷.

Una diversa forma di assistenza prevista dal MES, è l'assistenza finanziaria per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie di un membro del MES, ovvero quella che va a contrastare il principio del *“vicious circle between banks and sovereign”*¹¹⁸; questo tipo di assistenza aveva l'obiettivo di

¹¹⁵ Ivi, art.10.

¹¹⁶ Ivi, art. 12.

¹¹⁷ Ivi, art. 13.

¹¹⁸ Fonte: vox.eu.org , Isabel Schnabel, Nicola Veron, *Completing Europe's Banking Union means breaking the bank-sovereign vicious circle*, 16 may 2018. *“Several euro area leaders have recently referred to the need to “complete the*

ricapitalizzare gli istituti finanziari del Paese membro richiedente, permettendo di evitare l'iter che prevedeva il passaggio per le finanze pubbliche. Come nella procedura di sostegno alla stabilità finanziaria, anche in questo caso doveva essere il Direttore generale a firmare l'accordo definitivo sul dispositivo finanziario¹¹⁹. In ultima istanza, il MES poteva decidere di operare in aiuto dei Paesi membri, sia sul mercato primario che sul mercato secondario. Per quanto riguarda le operazioni sul mercato primario, il MES aveva la facoltà di acquistare titoli del debito sovrano emessi da uno Stato membro; tale operazione era anche essa sottoposta alla “*procedura di concessione*”, prevista per qualsiasi operazione del MES, e doveva, anche essa, essere mirata ad ottimizzare l'efficienza dei costi dell'assistenza finanziaria¹²⁰. Come prima accennato, il MES ha facoltà di operare acquisti del debito sovrano di un Membro anche sul mercato secondario: il tutto deve ovviamente essere finalizzato al contrasto del contagio finanziario e del rischio sistemico. Anche tale operazione prende luogo in seguito alla procedura di concessione, e ad una pronuncia della Banca Centrale Europea, che riconosca la situazione di eccezionale urgenza¹²¹.

1.3. Il primo intervento del MES: il caso Cipro.

Cipro¹²², una ex colonia britannica, entrò a far parte dell'Unione Europea nel 2004; nel 2008, invece, aderì alla zona euro, proprio nel momento in cui questa fu coinvolta nella grave crisi finanziaria dei subprime americana. L'intera economia cipriota, già di per sé in bilico¹²³, entrò totalmente in crisi il

Banking Union". This column, part of VoxEU's Euro Area Reform debate, asks what would be required for Banking Union to be considered "complete", and makes the case for a modest approach to breaking the vicious circle between banks and sovereigns".

¹¹⁹Fonte: www.ems.europa.eu, Trattato, il MES, art. 15.

¹²⁰ IVI, art. 17

¹²¹ Ivi, art. 18.

¹²² La Repubblica di Cipro era una ex colonia britannica dalla situazione politica e sociale al quanto complicata; ottenne l'indipendenza dalla Gran Bretagna nel 1960, e successivamente dovette far fronte ad un colpo di Stato, realizzato dalla Turchia, in seguito al quale la popolazione dell'isola si divise la Repubblica di Cipro (greco-cipriota) e la Repubblica turca di Cipro del Nord (turco-cipriota). Tale situazione era maggiormente aggravata dalla presenza, sull'isola, di due basi militari britanniche.

¹²³ Un elemento peculiare che caratterizzava l'economia di Cipro era la forte dipendenza del sistema bancario: se questo non era solvibile, non lo era l'intera isola. M Vellano, *Il caso Cipro come epilogo, ovvero prologo, dell'ultima fase della crisi dell'area euro*, in G. ADINOLFI, M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'Area euro*. Profili Giuridici, Torino: Giappichelli, 2013, op. cit. p. 232.

25 giugno 2012, giorno in cui il governo presentò la prima richiesta di sostegno al Presidente dell'Eurogruppo. L'anno successivo fu siglato, infatti, un “*Memorandum d'intesa*”¹²⁴, per il quale il MES avrebbe esborsato a favore di Cipro una cifra pari a nove miliardi di euro, e il FMI avrebbe assicurato un'assistenza per un ulteriore miliardo. L'operazione, riportando le parole dell'allora direttore del MES, Klaus Regling, consistette nel “*first fully fledged macro-economic adjustment programme financed by the MES*”¹²⁵. Tale operazione si divise in diversi momenti: in primo luogo furono stanziati finanziamenti in contanti al settore pubblico (i finanziamenti ammontarono a 3 miliardi di euro erogati in due volte), successivamente si passò alla ricapitalizzazione del settore bancario (fu ricapitalizzata la Bank of Cyprus, e si operò la risoluzione della Laiki Bank), e, in ultima istanza, vennero erogate somme di minore importo successivamente a diverse revisioni del Memorandum d'intesa iniziale. È rilevante parlare del caso di Cipro, in quanto questo presenta delle particolarità circa le condizioni a cui furono concordati i sostegni finanziari dal MES. Due delle condizioni più rilevanti per questa ricerca, furono la riforma del settore creditizio e il *prelievo forzoso* sui depositi delle maggiori banche del Paese. L'operazione del prelievo forzoso¹²⁶ non era mai stata realizzata prima di allora: la chiusura delle banche durò ben dieci giorni, furono impediti i bonifici bancari, e l'accesso ai bancomat fu fortemente limitato¹²⁷. La “politica del rigore e della ristrettezza” non fu applicata unicamente agli ambiti finanziari, ma anche in molti altri settori dell'economia reale. Vennero infatti alzate le tasse su beni di consumo come alcool e tabacco, così come si alzarono i livelli delle imposte sui consumi, sui capitali e sulle imprese. Tutte queste misure ebbero delle forti ripercussioni sulla vita quotidiana della popolazione, e i settori che soffrirono di più furono quelli dell'istruzione, della sanità e del lavoro. Fu innalzata l'età consentita per accedere alla pensione,

¹²⁴ Fonte: www.esm.europa.eu European Economy. The Economic Adjustment Programme for Cyprus, Occasional Papers, May 2013.

¹²⁵ Fonte: www.esm.europa.eu

¹²⁶ M. Vellano, *Il caso Cipro come epilogo, ovvero prologo, dell'ultima fase della crisi dell'area euro*, op. cit. p. 233.

¹²⁷ Era lo stesso Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) che concedeva agli Stati membri la possibilità “di adottare misure giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza” in deroga alla libertà di circolazione dei capitali prevista dall'articolo 63 TFUE. Nel caso di Cipro, la stabilità dei mercati finanziari, aveva costituito una giusta motivazione per il ricorso al prelievo forzoso. Fonte: www.esm.europa.eu , FAQ-Financial Assistance for Cyprus.

vennero effettuati incisivi tagli sugli stipendi pubblici¹²⁸, fu riorganizzato l'orario di lavoro dei docenti e di tutti gli impiegati del settore pubblico, e furono persino disincentivati gli acquisti per medicinali non estremamente necessari. Strette condizioni riguardarono anche delicati settori dell'economia cipriota: l'energetico e il turistico. In primo luogo, nel settore energetico, fu operata una “*comprehensive strategy for the rearrangement of the Cypriot energy sector*”¹²⁹, da sviluppare sotto l'autorità del Governo cipriota, prevedente l'inclusione di alcuni nodi cruciali inseriti nel Memorandum. Per quanto riguarda il settore turistico, settore cruciale dell'economia del Paese, fu richiesto di effettuare un'analisi più approfondita volta al miglioramento delle condizioni di concorrenza nel settore stesso, aumentando il turismo residenziale, promuovendo la costruzione di nuove strutture recettive ed allungando la stagione turistica. Oltre ad aver accettato la riprogrammazione degli obiettivi in questo settore da parte del MES, è giusto parlare di un vero e proprio “*commissariamento*”¹³⁰ del Governo di Cipro nel settore del turismo. Il caso di Cipro fu emblematico e particolare in quanto fu l'esempio della messa in atto della “*politica del rigore*”, utilizzata come principale mezzo per combattere la crisi (finanziaria e poi del debito) degli Stati che richiesero assistenza. Eppure, una politica del rigore così stringente, non fu neanche essa capace di far uscire l'isola di Cipro dalla crisi: infatti, testimonianza del cattivo stato di salute dell'economia cipriota erano le variazioni percentuali del PIL degli anni precedenti, rapportati, invece, alle variazioni dell'ultimo anno (+0,4%), dal quale confronto si poteva certo comprendere che la situazione non avesse subito dei cambiamenti significativi rispetto agli anni di crisi più violenta.

2. Rapporto tra il MES e la odierna situazione di crisi globale.

Oggi giorno, considerata la situazione di crisi sanitaria legata al diffondersi del virus Covid-19, il dibattito circa la bontà ed efficacia del MES, si è riaperto, portando allo scontro le diverse forze

¹²⁸ Fonte: www.esm.europa.eu, European Economy. The economic adjustment Programme for Cyprus, Fifth Review-Summer 2014.

¹²⁹ Ivi, p. 97.

¹³⁰ M. Vellano, *Il caso Cipro come epilogo, ovvero prologo, dell'ultima fase della crisi dell'area euro*, op. cit. p. 235

politiche; l'Europa si è infatti ritrovata spaccata di fronte alle possibili soluzioni da operare per fronteggiare tale crisi. I paesi del Nord sostengono che l'attuazione del MES costituisca l'unica strada percorribile, e che esso sia l'unico strumento capace di fronteggiare la crisi innescata dall'epidemia. I Paesi del Sud, invece, non solo non lo considerano efficiente, ma anche non accettabile per via delle condizioni da rispettare. Come abbiamo precedentemente spiegato, il MES è un'organizzazione intergovernativa nata successivamente allo scoppio della crisi del Debito Sovrano in Europa (è lo stesso meccanismo che entrò in gioco nel salvataggio di Cipro, Grecia, Irlanda e Portogallo), fondata per fornire assistenza finanziaria ai Paesi europei sull'orlo del default. Ogni Stato membro contribuisce al MES con una quota proporzionata al suo peso economico, finanziando una dotazione che può arrivare fino a 700 miliardi di euro. L'argomento e il dibattito sul MES sono ritornati a rappresentare un tema di attualità dopo la manifestazione di intento di riforma dell'organizzazione, avviata in sede europea nel 2019, con il via libera dei ministri delle Finanze presso l'Eurogruppo del 13 giugno 2019. Infatti, prima che la pandemia rivoluzionasse le agende di tutti i governi mondiali, la riforma del MES avrebbe dovuto acquisire nuove funzioni e nuovi poteri. Tra le varie novità era previsto che il MES fungesse da “*backstop*” al Fondo di Risoluzione Unico, un fondo finanziato dalle banche degli Stati dell'Eurozona, avente l'obiettivo di “risolvere le crisi bancarie”. Se il Fondo avesse esaurito i fondi a disposizione, con una cifra pari o inferiore a 55 miliardi di euro, sarebbe potuto intervenire il MES, prestando le risorse necessarie. Inoltre, in vista delle modifiche al Trattato in programma, il MES avrebbe assunto un ruolo più forte nel futuro, per l'assistenza agli Stati in difficoltà. Oggi il MES e la sua possibile entrata in campo sta facendo molto dibattere, in quanto il “nuovo MES” o “*MES light*”¹³¹ includerebbe novità sostanziali come l'introduzione di un

¹³¹ Il dibattito sulla possibilità di creare un “*MES light*” ha avuto inizio nei primi tempi del 2020. Gli Stati, oggi, data l'emergenza Coronavirus, stanno provando a ridurre al minimo indispensabile le condizioni di ammissibilità agli aiuti del MES. Se ne lascerebbe solo una: gli aiuti del MES dovranno essere unicamente utilizzati come soluzione ai danni economici legati all'epidemia. Ovviamente resta aperta la discussione circa “chi” controllerà il giusto indirizzamento di tali fondi ed in che modo. La linea di credito sarebbe pari ad un ammontare di 240 miliardi di euro, da cui tutti gli Stati potrebbero attingere fino al 2% del Pil nazionale. <https://tg24.sky.it/economia/approfondimenti/mes-cosa-e->

“paracadute” da 70 miliardi di euro per aiutare i paesi nella risoluzione delle proprie crisi bancarie, nel caso di carenze di fondi.

2.1. Le risorse a disposizione del MES.

Oggi il MES prevede un fondo da 410 miliardi di euro, messi a disposizione di qualsiasi Stato dell'Eurozona che ne faccia richiesta. Per superare i limiti e le condizioni previste dal MES, l'Eurogruppo ha proposto l'aggiunta di una clausola *ad hoc*, la *Pandemic Crisis Support*, con l'obiettivo di fornire ad ogni Stato in difficoltà un prestito pari al 2% del Pil dello stesso¹³². Tale operazione sembra oggi essere insufficiente per sanare i deficit con i quali i Paesi europei si sono dovuti scontrare in questo ultimo periodo, eppure aumentare la capacità di azione del MES non è facile; i Paesi, infatti, dovrebbero versare una cifra pari, se non maggiore, a quella che versarono nel 2012, anno della siglatura del Trattato, in tutto 80 miliardi di euro¹³³. Eppure, esiste il modo di aumentare la “forza” del Meccanismo europeo di Stabilità: attivandolo si sbloccherebbe l'OMT della Banca Centrale Europea¹³⁴, cioè l'acquisto illimitato di titoli di un Paese. Questa potrebbe rappresentare una soluzione al problema di carenza di liquidità di un Paese, ma non aiuterebbe certo nel contenimento dei livelli di debito.

¹³² Per l'Italia il prestito pari al 2% del Pil ammonterebbe a 35 miliardi di euro. Fonte: sky.tg24.it, *Cosa è il Mes, come è nato e come funziona il fondo salva-Stati*.

¹³³ L'Italia nel 2012 versò 14 miliardi di euro.

¹³⁴ Le OMT (*Outright Monetary Transactions*) sono uno strumento di politica monetaria di cui la BCE dispone dal 2012. Con queste operazioni la BCE venne investita della facoltà di acquistare illimitatamente sul mercato secondario il debito pubblico di un Paese membro in situazione di grave crisi finanziaria, fornendo così una soluzione contro la crescita dello spread. Lo scopo dell'introduzione di queste operazioni era quello di evitare il ripresentarsi di situazioni di fortissime tensioni sul costo del finanziamento del debito pubblico dei Paesi europei. Inoltre, l'introduzione delle OMT, ha anche permesso il completamento del processo di trasformazione della BCE in “prestatore di ultima istanza”. Ai tempi dell'istituzione delle OMT vennero stabilite delle condizioni per accedervi; la più importante: il Paese in questione doveva già essere inserito all'interno del programma del Meccanismo Europeo di Stabilità (il MES). La logica sottostante alla combinazione di MES e OMT era quella di garantire, in primo luogo, la sostenibilità del debito pubblico, in secondo luogo, il contenimento del costo di finanziamento del debito pubblico, nonché di un equo accesso al mercato. Fonte: www.econopoly.ilsole24ore.com, *MES e OMT: è sempre l'ora di un bazooka della BCE*, Il Sole 24 Ore, 25 maggio 2020.

2.2. Le condizioni del MES.

Così come era nel 2012, le richieste di aiuto al MES, sono subordinate alla decisione del board del Consiglio dei governatori del MES stesso, ovvero dai ministri dell'economia dei Paesi dell'Eurozona. Oggi, gli Stati del Sud Europa vorrebbero evitare le condizioni legate all'aggiustamento dei conti pubblici, mentre gli Stati del Nord Europa propendono per l'elaborazione di un'unica condizione, da applicare a tutti, sufficientemente generica perché possa valere per tutti i Paesi interessati, senza entrare nel merito di particolari problemi dei singoli.

2.3. Il dibattito circa l'effettiva necessità circa la revisione e l'attivazione del MES oggi.

Lo scorso 9 aprile, l'Eurogruppo ha trovato un accordo su un pacchetto di 1000 miliardi a sostegno dei Paesi europei colpiti dall'emergenza sanitaria. Tra le diverse misure approvate, la prima è quella che prevede l'intervento del MES a sostegno di chi ne faccia richiesta, tramite la concessione di una ECCL ("*Enhanced conditions credit line*", una nuova linea di credito che prevede la concessione del prestito ad un Paese di ammontare pari al 2% del Pil del medesimo), volta al sostegno delle spese e dei costi direttamente legati al settore della salute pubblica. È palese la differenza rispetto alle "usuali" linee di credito concesse dal MES: innanzitutto la principale differenza riguarda la specificità dei settori entro i quali l'utilizzo del prestito è consentito, in secondo luogo, un elemento di novità consiste nella "mancanza di condizionalità". Infatti, non sono previsti piani di aggiustamento macroeconomico: viene perciò lasciata piena discrezionalità sulla politica economica a tutti i Paesi che dovessero usufruire dell'intervento del MES nel contesto di crisi da COVID-19. Tra i sostenitori del MES, sin dal momento in cui si aprì il dibattito circa una sua riforma, figura il Giampaolo Galli, docente di Economia Politica presso l'Università Cattolica di Roma. Galli, portavoce dei sostenitori del "sì" in Italia, afferma che il MES costituisca una "*lending of last resort*" nell'Unione Monetaria. Il solo fatto che questo esista è un fattore che tranquillizza i mercati e rende meno probabile che si verifichino ulteriori situazioni di crisi. Contro coloro che parlano di "inutilità" del MES, dal momento che l'Italia non vi ha mai fatto ricorso, egli afferma che il fatto che il nostro Paese non vi abbia mai

fatto accesso non significa che tale assicurazione sia “inutile”, significa solo che, per fortuna (o per merito), l’Italia non ne ha mai avuto un imperativo bisogno. Infatti, imparando le lezioni dal caso della Grecia dopo lo scoppio della crisi del Debito Sovrano, l’Italia ha attuato una politica economica all’insegna della “sicurezza”, una sicurezza che tuttavia oggi non si è dimostrata sufficiente per la salvaguardia dei conti pubblici del Paese, motivo per cui il funzionamento del MES, e le sue prospettive, devono tornare al centro del dibattito. Inoltre, il MES rappresenta una forte manifestazione di solidarietà dei Paesi più forti dell’Eurozona; la solidarietà è presente nel fatto che i contributi al capitale del MES non sono commisurati alla rischiosità di ogni assicurato, ma dipendono unicamente dalle dimensioni del Paese in termini di popolazione e Pil. Perciò, la Germania, in Europa, contribuisce al MES con la quota più elevata (pari al 26,9%)¹³⁵, anche se la sua rischiosità, misurata dallo spread, è la più bassa della zona euro. Elencati gli aspetti positivi (il più importante risiede nell’approvazione del backstop, ovvero la rete di sicurezza finanziaria, per il Fondo di Risoluzione delle Banche, da utilizzare per fronteggiare eventuali crisi bancarie e nel caso in cui non siano sufficienti le risorse del Fondo stesso) dell’attivazione del MES e circa una sua riforma, passiamo all’analisi delle sue criticità. Il nodo principale che scaturisce dalla riforma è l’idea che un Paese che richiede finanziamenti al MES debba prima ristrutturare il proprio debito, se giudicato troppo eccessivo dallo stesso MES. La novità non sta tanto nel fatto stesso della ristrutturazione del debito (come avvenne per il caso della Grecia nel 2012), ma nel fatto che essa costituisca una condizione per l’accesso ai finanziamenti. Tale proposta è stata sostenuta soprattutto dall’*establishment* tedesco e da altri Paesi del Nord Europa, come ad esempio il governatore della Bundesbank Jens Weidemann. La proposta nasce essenzialmente dalla consapevolezza di alcune autorità in sede europea, che le regole formali (Patto di Stabilità e Crescita, Fiscal Compact) non abbiano funzionato, e che molti Paesi hanno continuato ad accumulare e far crescere il proprio debito, sino al punto che questo è divenuto insostenibile. Porre il risanamento del debito pubblico come condizione per l’accesso ai

¹³⁵ L’Italia invece contribuisce con una quota del 17,8%, che corrisponde a 14 miliardi di capitale versato e 125 miliardi di capitale autorizzato.

fondi del MES, secondo i Paesi del Nord, eviterebbe l'incappare nell'effetto di *moral hazard* che, secondo alcuni, costituirebbe il motivo di fondo per cui politici di alcuni Paesi non hanno badato all'aggiustamento del bilancio. L'idea è dunque che, prima di intraprendere operazioni che prevedono la condivisione del rischio, tutti i Paesi coinvolti debbano essere al riparo da ulteriori situazioni economiche rischiose. La condizione circa la necessità di una ristrutturazione *ex ante* dei debiti sovrani, non è unicamente professata dall'*establishment* "ordo-liberale" dei Paesi del Nord Europa, ma anche da alcuni economisti, tra cui il premio Nobel per l'economia, Joseph Stiglitz. Stiglitz, infatti, sostiene che le ristrutturazione dei debiti debbano essere "*early and deep*"¹³⁶, quindi devono avvenire ancor prima che si manifesti il problema e devono essere profonde abbastanza per essere risolutive¹³⁷. Ma la ristrutturazione "*early and deep*" può avere senso per l'Italia di oggi? Bisogna considerare che in Italia il 70% del debito è detenuto da operatori residenti, tramite banche e fondi di investimento. In queste condizioni, perciò, una ristrutturazione del debito si tradurrebbe in un'immensa calamità, generando la distruzione del risparmio, fallimenti di banche e imprese, ed una generalizzata condizione di impoverimento della popolazione¹³⁸. Possiamo tirare le somme di quanto precedentemente affermato, ammettendo che il MES è un'istituzione molto utile, che deve continuare

¹³⁶ Di particolare rilevanza per il sostegno di questa tesi risulta l'opinione dello stesso Joseph Stiglitz circa il caso odierno dell'Argentina. Stiglitz reputa "ragionevole" la ristrutturazione del debito argentino, e ritiene che l'Argentina potrebbe proporre ai suoi creditori un'operazione di "alleggerimento" del debito intervenendo con tagli significativi sia sul capitale che sugli interessi. Stiglitz aggiunge, inoltre, che l'Argentina ha bisogno di tempo per una ripresa dell'economia nazionale, ed attribuisce un ruolo anche agli investitori stranieri, i quali avrebbero dovuto prevedere che stavano per effettuare un'operazione rischiosa, quando hanno deciso di acquistare i titoli del Paese durante il governo Macri. Fonte: www.gauchonews.it, Maximiliano Debito Argentina, Stiglitz da Davos: "Necessario tagliare capitali e interessi".

¹³⁷ A sostegno della tesi "*early and deep*" circa la ristrutturazione *ex ante* dei debiti sovrani, viene riportato come esempio quello della Grecia. Secondo molti economisti, Stiglitz in primo luogo, la ristrutturazione del debito dello stato ellenico sarebbe dovuta avvenire stesso nel 2010, appena emerse il problema del grande imbroglio contabile sul bilancio e deficit. Non considerando la contrarietà delle autorità greche (ed alcun tipo di intervento sarebbe avrebbe potuto prendere luogo in contrasto con la sovranità statale), la tesi è quella che gli interventi dei fondi salva-Stati (EFSF, MES, BCE e FMI), hanno salvato i creditori della Grecia, in particolar modo le banche tedesche e francesi, è che solo una piccola quota degli aiuti fu destinata alla popolazione greca. Se si vuole che gli aiuti destinati ad uno Stato (in quel caso, lo stato greco) non vadano unicamente ai suoi creditori, bisogna definire preventivamente di quanto viene tagliato il debito. Il punto che vale la pena sottolineare è che non vi è molta coerenza in chi sostiene parimenti che gli aiuti alla Grecia siano serviti per salvare le banche estere e, allo stesso tempo, rifiuta di considerare uno schema preventivo di ristrutturazione del debito sovrano.

¹³⁸ Gianpaolo Galli, *Collective Action Clauses and Sovereign Debt Restructuring Frameworks: Why and When is Restructuring Appropriate*, Paper, April 2019, EUROPEAN FINANCIAL INFRASTRUCTURE IN THE FACE OF NEW CHALLENGES, ed. by Franklin A., Carletti E., Gulati M. and Zettelmeyer J.

ad avere il pieno sostegno dell'Italia; ma affinché possa essere utilizzato come strumento nel combattere la crisi economica derivante dal diffondersi dell'epidemia COVID-19, le proposte di riforma del MES devono essere riviste e devono essere scrupolosamente analizzati gli effetti che queste comporterebbero. Infatti, in Italia in particolar modo, rappresenta una forte preoccupazione la possibilità che la ristrutturazione del debito pubblico diventi una condizione di accesso al MES. Occorre, perciò, rafforzare il ruolo della Commissione rispetto al MES e sottolineare che un'eventuale necessità di ristrutturazione del debito pubblico non può essere decisa sulla base di valutazioni meccaniche, ma va valutata con grande attenzione, coinvolgendo tutte le autorità nazionali, in quanto questa potrebbe non solo comportare un peggioramento delle condizioni del singolo Stato da un punto di vista economico e sociale, ma potrebbe comportare un effetto di contagio negativo sull'intera zona euro.

CONCLUSIONE

L'intento di questo elaborato voleva essere quello di analizzare da un punto di vista diverso le crisi che hanno segnato la storia americana ed europea negli ultimi novanta anni. L'obiettivo era, attraverso la narrazione degli eventi, quello di rimarcare il filo conduttore di tutte le crisi: la propensione alla deregolamentazione e il conseguente sentimento di pentimento che si sviluppa a seguito dello scoppio di ciascuna di esse. Prima dello scoppio della crisi di Wall Street nel 1929, in America vi era un diffuso senso di ottimismo (in letteratura ci si riferisce a quegli anni come i "*The Roaring Twenties*", gli "Anni Ruggenti"), diffuso sia tra la popolazione che tra gli stessi operatori finanziari. Questo senso di positività portò al così detto "boom azionario" degli anni Venti, consacrato dalla diffusione della pratica del "*branch banking*" (la pratica che autorizzava l'apertura di sedi distaccate alle banche) legalizzato in seguito all'approvazione del *Mc Fadden Act* del 1927. L'intento primario dell'atto era quello di estendere alcuni privilegi delle *state banks* anche alle *national banks*, di modo che queste potessero operare con maggiore libertà nel settore dell'investimento. Fu proprio in questo modo che, evolvendo il sistema bancario in una direzione di minore regolamentazione, si giunse alla crisi del 1929 e alla successiva Grande Depressione. Quello che in questa sede ci interessa evidenziare non sono tanto le dinamiche proprie dello scoppio della bolla speculativa, quanto quello che era successo prima e quello che accadde dopo. Come abbiamo precedentemente affermato fu il clima di euforia, di eccessiva positività e fiducia nel mercato che portò allo scoppio della crisi: una crisi che era stata preannunciata, ma alla quale nessuno aveva voluto credere in quanto la strada della deregolamentazione era già stata intrapresa. Successivamente allo scoppio della crisi, le autorità finanziarie si resero conto che si era andati troppo oltre i limiti, e, sopraffatti dal quel senso sopracitato di "pentimento", decisero di fare un passo indietro: vennero, perciò, approvati, prima l'*Emergency Banking Act*, poi il *Glass Steagall Act*. I due atti erano entrambi volti al ristabilimento della trasparenza e del rigore nel settore finanziario, e imponevano (in particolar modo il *Glass Steagall*

Act) la tassativa separazione tra le *investment banks* e le *commercial banks*, di modo che queste ultime non potessero operare nel settore dell'investimento. I risultati furono immediati: il 15 marzo 1933 il *Dow Jones* riacquistò in un'unica giornata 8.26 punti (più del 15%), e i singoli individui iniziarono a riacquisire fiducia nel sistema finanziario americano, quello stesso senso di fiducia che avevano provato prima della crisi e che poi era stato tradito successivamente allo scoppio della bolla nel 1929. Ma evidentemente la storia non è maestra, e, quando vi sono interessi economici molto più grandi, le persone tendono a compiere nuovamente gli stessi errori. Notiamo, infatti, che prima dello scoppio della crisi americana dei *mutui subprime* nel 2007, si era sviluppato lo stesso sentimento di fiducia nel mercato, parimenti alla volontà di uscire dai rigidi limiti all'attività speculativa che erano stati imposti dalla legislazione *Glass Steagall*. A partire dagli anni '70 infatti iniziò il lento processo di smantellamento del *Glass Steagall Act*, culminato con la sua abrogazione per via legislativa e con l'approvazione del *Graham-Leach Bliley Act* (anche noto come il *Financial Modernization Act*) del 1999. Smantellata la legislazione *Steagall* e approvati il *Financial Modernization Act* del 1999 e il *Commodity Futures Modernization Act* del 2000, il sistema bancario si trasformò, passando dalla forma “*generate to hold*” a “*generate to distribute*”. La metamorfosi del sistema bancario costituì l'elemento fondamentale per l'inizio della speculazione incontrollata: infatti, le banche, non dovendosi più occupare del rischio derivante da titoli poco consistenti, iniziarono a concedere prestiti senza chiedere alcun tipo di solida garanzia. Si venne a creare un contesto in cui c'era troppo ottimismo (proprio come negli anni Venti) e in cui chiunque era convinto di poter arrivare ad ottenere alti rendimenti, con il minimo sforzo. Ma il risultato di tutta questa esuberanza e, da un certo punto di vista, “megalomania”, fu proprio lo scoppio di una seconda bolla, questa volta nel settore immobiliare, conosciuta come la bolla dei *mutui subprime*. Questa crisi, a differenza di quella di Wall Street del 1929, ebbe una portata molto maggiore: non fu solamente l'economia americana a sentirne le gravi conseguenze, ma i suoi effetti arrivarono anche oltre oceano, in Europa, dove la ripresa non fu assolutamente così facile ed immediata. Il modello di crisi che si è verificò potrebbe essere definito come “*credit-boom-and burst*”; un modello che descrive un andamento ciclico della crisi, in cui vi è

un momento iniziale di pura euforia dovuta alla facilità di accesso al credito, seguito da un boom del mercato azionario, che però è destinato unicamente ad implodere su sé stesso, portando così all'effetto di *default*. Ciò che fa pensare, e quindi l'intento dell'elaborato, è come sia possibile che le autorità competenti, ed anche gli stessi cittadini, abbiano permesso che una catastrofe del genere si verificasse nuovamente, forti dell'esperienza del 1929. Nessuno ha avuto la lungimiranza di affermare che la deregolamentazione, o l'aggiramento delle regole, non potesse essere la strada da seguire (o è stato pensato, ma nessuno ha avuto il coraggio di mettere un freno a questa macchina, grande produttrice di ricchezza). Il nostro lavoro giunge alla fine con la narrazione delle ultime due crisi interessate. Quella del Debito Sovrano, e quella che tutt'ora il mondo sta attraversando, la crisi economica causata dallo stop delle economie mondiali a causa del diffondersi del virus COVID-19. Per quel che concerne la crisi del Debito Sovrano, come abbiamo precedentemente analizzato ed affermato, questa fu il risultato della crisi dei *mutui subprime*, giunta in Europa. In questo caso, prima di entrare nel merito della crisi, occorre a nostro avviso fare una riflessione circa "l'imprudenza" dei mercati finanziari, e sulle conseguenze di quel senso di onnipotenza che ha pervaso per anni il mondo della finanza. La crisi del Debito Sovrano è stata prettamente causata dall'esportazione della crisi del 2007 in Europa. Nessuno ne può avere certezza matematica, ma forse, se non si fosse scatenata una crisi di tale portata in America, l'Europa si sarebbe riuscita a salvare dalla crisi del debito che tutt'ora fa sentire i suoi effetti. Oggi, alcuni Paesi Europei (quali ad esempio Italia, Spagna, Portogallo o Grecia, gli stessi colpiti in modo più significativo dalla crisi del Debito Sovrano) continuano ad avere livelli troppo alti di debito pubblico, un debito pubblico che aumentò esponenzialmente in seguito agli interventi della BCE nel 2012. Quindi, se riflettiamo sulla concatenazione degli eventi, e su quanto tutte queste crisi abbiano elementi, e comportamenti in comune, ci possiamo rendere conto che molte situazioni deficitarie in Europa trovano origine nella lontana crisi del 2007. È in questo elemento che si deve trovare la risposta quando ci si interroga sulle scelte di politica economica da intraprendere. A nostro avviso dovrebbe essere ristabilito un contesto di regolamentazione forse anche più stringente, in modo tale da bloccare sul nascere atteggiamenti volti al rischio e all'imprudenza, che

nel corso della storia hanno solo portato a risultati catastrofici. Per concludere vorremmo concentrarci sul dibattito odierno circa la possibilità di attivare il Meccanismo Europeo di Stabilità, il MES, come mezzo per fronteggiare la grave crisi economica che i Paesi Europei (e non) stanno attraversando, causata dalla diffusione del virus COVID-19, iniziata lo scorso Dicembre. Il MES, come abbiamo precedentemente affermato, è uno strumento che venne istituito nel 2012 in sede europea per il sostegno degli Stati in deficit di liquidità, causata dalla diffusione della crisi del Debito Sovrano. Le opinioni circa l'efficacia del MES oggi sono tra le più disparate: alcuni (prettamente l'*establishment* del Paesi del Nord Europa) sostengono che sia necessario ricorrervi per fronteggiare l'odierna crisi, ed allo stesso tempo sostengono che vada istituita come preconditione all'accesso al Meccanismo, la ristrutturazione del debito pubblico; altri invece sostengono che, soprattutto conseguentemente al tentativo di riforma del MES, il ricorso a quest'ultimo porterebbe solamente ad un maggiore indebitamento, e che questo non sia uno strumento efficace per combattere la crisi economica. A tal proposito, perciò, abbiamo voluto concludere questo elaborato con l'opinione del professore di Economia Politica presso l'Università Cattolica di Roma, Gianpaolo Galli, che sostiene, per quel che concerne in particolar modo l'Italia, che il caso (fortunato o meritato che sia) che l'Italia non abbia mai avuto una stretta necessità di ricorrere al MES, non sia indicativo della sua poca efficacia. Il nostro Paese ha avuto la "fortuna" di non arrivare ad un punto tale da richiedere finanziamenti al Meccanismo di Stabilità Europea, ma ciò non significa che nella situazione attuale non ne necessiti.

Infine, è doveroso precisare che l'intento di questo elaborato è stato quello di sottolineare, attraverso la narrazione dei fatti, e tramite i dati numerici riportati, in quale misura l'elemento scatenante di ogni crisi non sia stato tanto la mancanza di liquidità, o una carenza di domanda e dell'offerta, quanto la propensione al rischio, talvolta eccessiva, propria delle autorità finanziarie, degli operatori di mercato e degli stessi cittadini. La storia di queste crisi, infatti, è corniciata da una generalizzata miopia verso le reali condizioni del mercato; il vero problema sta però nel fatto che, per quanto l'uomo abbia volutamente ignorato i segnali provenienti dal mondo della finanza, con l'obiettivo

dell'arricchimento facile", il mercato detta comunque le proprie regole, e quando queste non vengono rispettate, e i limiti vengono eccessivamente superati, si arriva alla sua esplosione.

BIBLIOGRAFIA

Giovanna Adinolfi, *Il sostegno congiunto EU-FMI: è necessario un ripensamento della politica della condizionalità?* In, *La Crisi del Debito Sovrano degli Stati dell'Area Euro*, Torino, Profili Giuridici, 2013

M. Canonica e P.C. Padoan, *La diversità come ricchezza. Ovvero a che serve l'Europa?* Torino: Einaudi, 2014.

E. Capriglione e G. Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, UTET Giuridica, 2012

Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America, a history*, Cambridge: Harvard University Press, 1970

Vincent P. Carosso, *Washington and Wall Street: the New Deal and Investment Bankers*, Cambridge University Press, 2012

Michele Frattianni e Francesco Marchionne, *Il ruolo delle banche nella crisi finanziaria dei mutui subprime*, Economia Italiana, N.1, 2009

Milton Friedman e Anna J. Schwarz, *Il dollaro. Storia monetaria degli Stati Uniti*, UTET, 2009

John K. Galbraith, *Il Grande Crollo*, R.c.s. Milano Libri, 2002

Giuseppe di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, 2012

Gianpaolo Galli, *Collective Action Clauses and Sovereign Debt Restructuring Frameworks: Why and When is Restructuring Appropriate*, Paper, April 2019, EUROPEAN FINANCIAL INFRASTRUCTURE IN THE FACE OF NEW CHALLENGES, ed. by Franklin A., Carletti E., Gulati M. and Zettelmeyer J.

- George R. Hall, *Bank Holding Company Regulation*, Southern Economic Journal, Vol. 31, N. 4, 1965
- George G. Kaufman e Larry R. Mote, *Glass Steagall: Repeal by Regulatory and Judicial Reinterpretation*, Banking Law Journal, Settembre-Ottobre 1990
- Susan E. Kennedy, *The Banking Crisis of 1933*, University Press of Kentucky, 1973
- John M. Keynes, *Come uscire dalla crisi*, Laterza Editori, 2004
- John M. Keynes, *The New Deal (Lettera a Roosevelt)*, The New York Times, 31-12-1933
- George G. Kaufman e Larry R. Mote, *Glass Steagall: Repeal by Regulatory and Judicial Reinterpretation*, Banking Law Journal, settembre-ottobre 1990
- Luca Paolazzi, *Storia dei mercati e delle crisi finanziarie*, nel Tomo “Finanza”, l’Universale Enciclopedia, Garzanti Libri, S. p. a. 2005
- Giorgio Raviolo, *La crisi globale: da Bretton Woods ai mutui subprime*, Roma: EUR, 2009
- Robert J. Shiller, *The Subprime Solution*, Princeton University Press, 2008
- Mario Vellone, *Il caso Cipro come epilogo, ovvero prologo, dell’ultima fase della crisi dell’area Euro*, In G. Adinolfi e M. Vellone, *La Crisi del Debito Sovrano degli Stati dell’Area Euro*, Profili Giuridici, Torino: Giappicheli, 2013
- Ugo Villani, *Istituzioni di Diritto dell’Unione Europea*, Cacucci Editore, 2013
- Arthur E. Wilmarth Jr., *The transformation of the U. S. Financial Services Industry*, University of Illinois, Law Review, N.2, 2002
- Luigi Zingales, *Banche USA: c’era una volta il senatore Glass*, Il Sole 24 Ore, 8 ottobre 2009.

SITOGRAFIA

U. S. Department of Commerce, Statistical Abstract of the U.S. (1944-1945):

<https://www.census.gov/library/publications/1945/compendia/statab/66ed.html>

<https://www.bankrate.com/glossary/n/national-bank/>

<https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/State+bank>

Banking Act of 1933, Glass-Steagall:

https://www.federalreservehistory.org/essays/glass_steagall_act

Bank Holding Company Act of 1956:

https://www.federalreservehistory.org/essays/bank_holding_company_act_of_1956

La crisi dei mutui subprime, Osservatorio Monetario, 3 gennaio 2008: www.assbb.it

Marcello Pierini, *Crisi e ripresa economica*, Urbino, luglio 2014: www.europedirectmache.it

Relazione per l'anno 2012: www.consob.it

Interventi dei governi nazionali a favore delle banche e degli istituti finanziari in Europa e negli Stati

Uniti. Dal settembre 2007 al dicembre 2013: www.mbres.it

Paolo Guerrieri, *Aree Valutarie Ottimali*, Dizionario di economia e finanza, 2012: www.treccani.it

Osservatorio di Politica Internazionale: www.parlamento.it

Vertice UE, nella notte accordo sul fondo permanente salva-Stati: www.corriere.it

Cristina Dias, *Assistenza Finanziaria agli Stati membri dell'Unione Europea*:

www.europarl.europa.eu

F. Nunges, *L'Europa e la crisi. Gli interventi della Banca Centrale Europea e la creazione del*

Meccanismo europeo di Stabilità: www.forumcostituzionale.it

Trattato, il MES: www.esm.europa.eu

. <https://tg24.sky.it/economia/approfondimenti/mes-cosa-e->

www.econopoly.ilsole24ore.com

REGOLAMENTI CITATI

Regolamento (CEE) n. 1969/88 del Consiglio del 24 giugno 1988.

Regolamento (UE) n.1173/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011

Regolamento (UE) n. 1174/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011

Regolamento (UE) n. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011

Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio, dell'8 novembre 2011

Direttiva 2011/85/UE del Consiglio, dell'8 novembre 2011