

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**LE PEGGIORI CRISI FINANZIARIE:
DALLE CAUSE SOCIOECONOMICHE AI CONSEGUENTI
EQUILIBRI SOCIOPOLITICI**

RELATORE
Roberto Mazzei

CANDIDATO
Gabriele Martucci 238381

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

“ Dedico questa tesi alla LUISS Sport, che mi ha regalato l’opportunità di frequentare questa prestigiosa Università e di conciliare l’impegno accademico con la mia passione per la pallacanestro. In particolare un pensiero speciale va ai miei compagni di squadra, con i quali ho quotidianamente condiviso l’esperienza più bella ed istruttiva della mia vita.”

Indice

CAPITOLO 1	5
<i>Le maggiori crisi finanziarie nelle economie emergenti e avanzate</i>	5
<i>Introduzione</i>	5
1. <i>Le crisi finanziarie nei mercati emergenti</i>	7
1.1. Prima fase : cattiva gestione e squilibrio nei conti pubblici	7
1.1.1. La cattiva gestione	7
1.1.2. Squilibrio nei conti pubblici	9
1.2. Seconda fase : La crisi valutaria	11
1.2.1. Crisi valutarie per deterioramento bilanci bancari	11
1.2.2. Crisi valutarie per squilibri nei conti pubblici nazionali	12
1.3. Terza fase: La deflazione del debito	12
1.4. Le varie crisi finanziarie dei paesi emergenti	13
1.5. Le crisi finanziarie nelle economie avanzate	16
1.5.1. Prima fase: avvio della crisi finanziaria	17
1.5.2. Seconda fase: crisi bancaria	19
1.5.3. Terza fase : Deflazione del debito	20
1.6. Le bolle finanziarie	21
1.6.1. La prima bolla finanziaria: La crisi dei Tulipani	22
1.6.2. La crisi del 1929 e the Great Depression	24
1.6.3. La bolla finanziaria di Internet : la dot.com	28
1.7. Conclusione	30
CAPITOLO 2	31
<i>Ingegneria Finanziaria:</i>	31
<i>Dal boom dei sub-prime al crollo delle basi dell'economia</i>	31
<i>Introduzione - Dare fastidio al sistema -</i>	31
2.1. L'equilibrio del terrore finanziario	33
2.2. I nuovi attori del mercato finanziario	35
2.3. Il boom dei prestiti non convenzionali	42
2.4. L'impero dei mutui sub-prime e l'inversione della yield to maturity	45
2.5. La peggiore crisi finanziaria della storia globale	48
2.6. La crisi dei fondi comuni monetari	51

2.7. Piani di salvataggio.....	52
2.7.1. M&A All around the world	53
2.8. I piani TARP.....	55
2.9. La disordinata “non” risposta europea	59
CAPITOLO 3	62
<i>Dalla crisi dei sub-prime alla crisi del debito sovrano</i>	<i>62</i>
3.1. Verso il 2010 - La Grecia.....	62
3.2. Alla resa dei conti con il debito	67
3.3. Dalla crisi finanziaria a quella socio-politica	70
3.4. Come un circolo vizioso	75
3.5. Whatever it takes.....	79
CONCLUSIONI	86
BIBLIOGRAFIA.....	88
SITOGRAFIA.....	89
<i>https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.8.pdf.....</i>	<i>91</i>
<i>https://www.youtube.com/watch?v=hMBI50FXDps</i>	<i>91</i>
<i>https://www.wallstreetitalia.com/omt-bce-cos-e/.....</i>	<i>91</i>
GIORNALOGRAFIA	91

CAPITOLO 1

Le maggiori crisi finanziarie nelle economie emergenti e avanzate

Introduzione

E' l'estate del 2007 quando l'interazione della liberalizzazione dei movimenti di capitale, la trasformazione bancaria seguita dall'innovazione finanziaria e le politiche monetarie perseguite nel corso degli anni precedenti soprattutto dagli USA, seguendo il corso del laissez-faire , danno vita ad una crisi improvvisa ed inaspettata che mette l'intera economia mondiale sul punto del collasso.

Le immagini degli ex dipendenti della banca d'affari Lehman Brothers sui marciapiedi di Wall Street, risaltano ancora oggi agli occhi come simbolo di uno dei momenti più bui dell'intera economia americana e mondiale.

Ma per comprendere al meglio le cause di questa situazione e per apportare attraverso questa tesi una visione insiemistica e in controtendenza alla comune gestione dei rischi del sistema finanziario, dobbiamo fare qualche passo indietro ed analizzare le origini di una crisi finanziaria, le fasi di cui è costituita e quali possono essere i suoi vari segni premonitori e le sue conseguenze, distinguendo tra le varie condizioni di sviluppo dei paesi.

Basandoci su numerosissimi paper e trattati di economisti a disposizione, in questo capitolo impiegheremo la teoria dell'agenzia e l'analisi economica degli effetti dell'asimmetria informativa (selezione avversa e azzardo morale) sui sistemi finanziari e sui mercati, allo scopo di illustrare i motivi per cui accadono le crisi finanziarie e le ragioni per le quali provocano ripercussioni devastanti sull'economia.

Sulla scorta di questo impianto teorico generale, spiegheremo poi il corso degli eventi che hanno contraddistinto diverse crisi finanziarie (dalle meno recenti a quella del debito sovrano) in varie parti del mondo.

Le crisi finanziarie sono gravi perturbazioni dei mercati finanziari caratterizzate da brusche diminuzioni dei prezzi delle attività e da fallimenti di molte aziende.

Un sistema finanziario pienamente funzionante è decisivo per un'economia sana e vivace. Esso svolge la funzione essenziale di canalizzare i fondi verso gli individui o le imprese con opportunità di investimento produttivo. Se il capitale viene allocato per usi sbagliati o non viene mobilitato affatto, l'economia opererà in modo inefficiente o subirà un rallentamento.

Durante la storia moderna in Europa e negli Stati Uniti le crisi finanziarie sono state un evento comune nella maggior parte dei paesi ed hanno avuto un profondo impatto sull'evoluzione dei sistemi economici. Inoltre, molti paesi emergenti hanno riscontrato seri problemi bancari negli ultimi anni: circa tre quarti dei paesi del Fondo Monetario Internazionale (FMI) hanno subito qualche forma di crisi finanziaria tra il 1980 ed il 1996. Data quindi l'importanza storica delle crisi e la loro attuale rilevanza, è fondamentale, prima di sviluppare una accurata tesi, capire perché esse si verificano.

La teoria dell'agenzia fornisce le basi per una corretta definizione di crisi finanziaria.

Essa prende vita dall'analisi dei fenomeni di selezione avversa ed azzardo morale generati da asimmetrie informative. Questi problemi fungono da barriera al trasferimento efficiente di fondi dai risparmiatori agli operatori con opportunità di investimento produttivo, e sono spesso descritti dagli economisti con la locuzione di frizioni finanziarie.

Se queste frizioni finanziarie si intensificano diventa più difficile per i datori di fondi accertare la capacità di credito dei prenditori di fondi.

I creditori devono perciò richiedere un tasso di interesse più elevato per proteggersi contro la possibilità che i debitori non rimborsino il prestito; tutto ciò conduce ad un più alto spread creditizio, ossia la differenza tra i tassi di interesse sui prestiti alle imprese ed i tassi di interesse sulle attività totalmente prive di rischio, come i titoli di Stato.

Si verificherà quindi una crisi finanziaria quando i flussi informativi nei sistemi finanziari subiscono una forte perturbazione, in conseguenza della quale sia le frizioni finanziarie che gli spread creditizi aumentano bruscamente ed i mercati smettono di funzionare. A quel punto l'attività economica crollerà.

Per quanto clamorosa sia stata la più recente crisi finanziaria essa costituisce solamente una degli innumerevoli momenti bui che hanno colpito i paesi industrializzati, come in questo caso gli Stati Uniti, nel corso del tempo. Queste esperienze hanno aiutato gli economisti a qualificare le crisi come elementi endogeni ai sistemi finanziari e quindi a delinearne alcuni tratti tipici.

Basandoci in questo capitolo principalmente sul trattato "Istituzione e Mercati Finanziari" di Frederic S. Mishkin, iniziamo a sviluppare una dinamica di una crisi finanziaria, distinguendo tra economie in via di sviluppo ed economie avanzate."

1. Le crisi finanziarie nei mercati emergenti

La dinamica delle crisi finanziarie nelle economie dei mercati emergenti, ovvero economie in uno stadio iniziale di sviluppo del mercato che si sono aperte recentemente agli scambi di beni, servizi e capitali con il resto del mondo, presenta molti elementi comuni a quelli individuati per i paesi avanzati come Stati Uniti ed Unione Europea, ma anche alcune differenze importanti.

Iniziamo a delinearne le fasi chiave e la sequenza di eventi che le contraddistinguono.

Al contrario delle crisi tipiche delle economie avanzate, che possono essere scatenate da innumerevoli fattori, le crisi finanziarie nei mercati emergenti si sviluppano essenzialmente lungo due vie principali: da un lato una riguardante la cattiva gestione del processo di liberalizzazione e di globalizzazione finanziaria, l'altra concernente la presenza di gravi squilibri nei conti pubblici (fiscal imbalance).

Maggior responsabilità tuttavia ritengo debba esser data alla prima opzione.

1.1. Prima fase : cattiva gestione e squilibrio nei conti pubblici

1.1.1. La cattiva gestione

Possiamo per certo affermare che la cattiva gestione fu' la causa principale che fece precipitare le crisi in Messico nel 1994 ed in molti paesi dell'Asia Orientale nel 1997.

I semi di una crisi finanziaria sono spesso gettati, indipendentemente dallo sviluppo dell' economia del Paese, attraverso un processo chiamato globalizzazione finanziaria attraverso cui sono eliminate la maggior parte delle restrizioni sugli intermediari e sui mercati finanziari operanti a livello domestico, che aprono le loro economie a flussi di capitale provenienti da altre nazioni. I paesi di solito partono da una solida politica fiscale. Per esempio, negli anni precedenti lo scoppio delle loro crisi, i paesi dell'Asia Orientale

presentavano consistenti avanzi di bilancio ed il Messico possedeva un deficit pari allo 0,7% del PIL, una percentuale a cui aspirerebbe la maggior parte dei paesi avanzati.

Nei Paesi emergenti, tipicamente, le autorità di regolamentazione bancaria svolgono una debole attività di vigilanza ed alle istituzioni bancarie manca la competenza necessaria per selezionare e monitorare accuratamente i prenditori di fondi. Dagli economisti questa situazione è spesso descritta come “scarsa cultura del credito”.

Conseguentemente, il boom dei prestiti che si verifica dopo una liberalizzazione finanziaria sovente conduce all'erogazione di crediti ancor più rischiosi di quelli tipicamente diffusi nelle economie avanzate e quindi ad enormi perdite sui finanziamenti concessi nel caso questi non tornassero indietro.

Il processo di globalizzazione finanziaria da noi sopra descritto aggrava la situazione in quanto consente alle banche domestiche di raccogliere fondi all'estero.

Le banche pagano tassi di interesse elevati per attrarre capitale straniero e così aumentano rapidamente il loro volume di prestiti. L'afflusso di capitali viene ulteriormente stimolato da politiche governative che fissano il valore della valuta nazionale al dollaro, dando agli investitori la sensazione di dover fronteggiare un rischio minore.

Ad un certo punto però, quando solitamente tutto il credito altamente rischioso concesso comincia a generare ingenti perdite, queste provocano un deterioramento dei bilanci bancari e di conseguenza una riduzione dei prestiti erogati. Proprio come nei paesi avanzati, il credit boom rischia di terminare con un credit crunch. Rispetto alle economie occidentali, l'influenza esercitata dalle banche all'interno del sistema finanziario è maggiore poiché i mercati dei titoli e gli altri intermediari finanziari non sono ancora completamente sviluppati, e questo non è assolutamente un aspetto da sottovalutare.

Il declino dei prestiti bancari fa dunque sì che non esista realmente nessun altro soggetto in grado di assumersi il compito di risolvere i problemi di selezione avversa e di azzardo morale. Il deterioramento dei bilanci produce perciò un impatto ancora maggiormente superiore (di quello nelle economie avanzate) sul credito e sull'attività economica tutta.

Dalla nostra argomentazione si potrebbe evincere che quindi il processo di globalizzazione finanziaria è un processo nocivo e pericoloso per l'economia. Ma in realtà non è così; le brusche sanguinose strette del credito accadono soltanto in presenza di una debolezza istituzionale che impedisce ad una nazione di gestire con successo, attraverso un'organizzazione con competenze adatte alla situazione, il processo di liberalizzazione e di globalizzazione finanziaria.

Più nello specifico, se la regolamentazione prudenziale e la vigilanza, volte a limitare un'eccessiva assunzione del credito fossero sufficientemente forti, il boom and bust del credito non si verificherebbe.

Perché la regolamentazione e la vigilanza sono solitamente deboli? La risposta si potrebbe rintracciare nel problema del principal-agent, che incoraggia i più potenti gruppi di interessi economici nazionali a distorcere il processo di liberalizzazione finanziaria. L'obiettivo di politici e autorità di controllo è, o dovrebbe essere

almeno, quello di tutelare gli interessi dei contribuenti. Sono infatti quasi sempre essi a sostenere il costo del salvataggio del settore bancario in caso di perdite.

Tuttavia, una volta avvenuta la liberalizzazione dei mercati finanziari, i gruppi di interessi che detengono la proprietà delle banche vorranno ostacolare le autorità di vigilanza nello svolgimento appropriato del loro incarico, non facendole agire nell'interesse generale.

I gruppi di interessi più influenti, soprattutto nei paesi conosciuti come i BRICS, possono porre limiti alle loro banche nell'intraprendere strategie ad alto rischio-payoff, persuadendo la classe politica nell'allentare la regolamentazione. Purtroppo, come sappiamo, la corruzione rappresenta una delle inefficienze più grandi che caratterizzano la maggior parte delle classi dirigenti, soprattutto in paesi in via di sviluppo. Questi potenti gruppi di interesse possono anche far in modo che le agenzie di controllo, pur in presenza di rigida normativa, siano private delle risorse necessarie per effettuare un monitoraggio efficace degli istituti bancari. Perciò gli effetti perversi della liberalizzazione finanziaria diventano semplicemente più acuti ed il potere dei gruppi economici più devastante quando si manifestano in un contesto sociale nel quale l'opinione pubblica responsabile e una libera stampa non esplicano a pieno la loro funzione di monitoraggio (e di censura) di politici e burocrati che non agiscono nell'interesse generale della popolazione.

1.1.2. Squilibrio nei conti pubblici

La seconda causa che può portare ad un'espansione in Paesi emergenti di una crisi finanziaria è quella di squilibri nei conti pubblici implicanti notevoli deficit di bilancio che i governi devono finanziare.

Le crisi finanziarie che ha interessato l'Argentina nel 2001-02, quella dell'Ecuador nel 1999 e quella della Turchia del 2001 ne sono un esempio e possiedono tutte dei tratti analoghi.

I governi dei paesi emergenti, allorché si trovano ad affrontare ampi squilibri nei conti pubblici e non possono finanziare il loro disavanzo esternamente, spesso persuadono o "costringono" le banche ad acquistare il loro debito pubblico.

Gli investitori, per lo più stranieri, che perdono fiducia nella capacità del governo di rimborsare il debito, si disfano delle obbligazioni e ne fanno crollare il prezzo. I rendimenti sui Bond Governativi devono allora schizzare alle stelle per convincere ancora ad investire (in un'Argentina sotto scacco dell'inflazione, ai tempi dell'ultima crisi i rendimenti sui titoli di Stato registravano rendimenti del 9%).

Le banche che detengono questo debito dello Stato si ritrovano con un buco molto importante sul lato delle attività del loro stato patrimoniale, che comporta un drastico abbassamento del capitale netto bancario.

Disponendo di meno capitale, o più comunemente equity, tali istituzioni avranno meno risorse da prestare ed il credito diminuirà sensibilmente.

La situazione può addirittura peggiorare se si genera un panico bancario, come quello avvenuto nel biennio 2007-2009 in USA che tratteremo nello specifico più in avanti, in cui molte banche falliscono o sono sul punto di farlo contemporaneamente.

Il risultato di sgravi squilibri nei conti pubblici è quello di un indebolimento complessivo del sistema bancario, che porta conseguentemente ad un aggravamento dei problemi di selezione avversa ed azzardo morale. Sembra perciò questo instaurare un circolo vizioso, dal quale è molto difficile uscire, se non attraverso aiuti esterni di una Banca Centrale che pompi ingenti quantità di denaro nel sistema.

Ci possono essere anche ulteriori fattori ad assumere una certa rilevanza nella prima fase della crisi.

Dal momento che nei paesi emergenti i mercati delle attività hanno una dimensione ridotta, essi svolgono un ruolo meno prominente nelle crisi finanziarie. Nondimeno, la caduta dei prezzi nei mercati azionari diminuisce il patrimonio netto delle imprese ed aumenta i problemi di selezione avversa. Per i prestatori di fondi esistono adesso meno garanzie cui affidarsi e maggiori problemi di azzardo morale poiché i proprietari delle aziende, data la riduzione del loro capitale netto, hanno meno da perdere se intraprendono progetti di investimento particolarmente rischiosi.

Il declino dei prezzi delle attività può quindi aggravare i problemi di selezione avversa ed azzardo morale sia direttamente che indirettamente, causando un deterioramento dei bilanci bancari in ragione della svalutazione delle attività.

Altro fattore di accelerazione di alcune crisi, come di quella messicana per esempio, è costituito dall'aumento dei tassi di interesse all'estero per via per esempio dell'adozione di una politica monetaria restrittiva da parte di leader di mercato come USA, nello specifico.

Quando i tassi di interesse salgono le imprese più rischiose sono maggiormente disposte ad indebitarsi e dunque il problema della selezione avversa si va a complicare.

Inoltre, i tassi elevati riducono i flussi di cassa delle aziende, obbligandole a reperire fondi in mercati dei capitali esterni nei quali i problemi di asimmetria informativa sono maggiori.

In sostanza, anche gli aumenti dei tassi di interesse all'estero che producono a loro volta aumenti dei tassi nazionali, possono acuire problemi di adverse selection e moral hazard.

Infine, come dicevamo prima ci si ritrova sempre in una spirale in quanto, in analogia con i paesi avanzati, se un mercato emergente cade in una recessione economica o una sua impresa di primo piano fallisce, la redditività di tutti i progetti di investimento diventa più incerta.

A ciò si somma anche un'altra fonte di incertezza, data dall'instabilità politica che caratterizza i paesi emergenti.

Quando sale l'incertezza risulta difficile separare per i finanziatori il rischio di credito "buono" da quello "cattivo" e monitorare correttamente le attività delle aziende cui si è prestato denaro.

Si viene a determinare quindi nuovamente un'accentuazione dei problemi di selezione avversa ed azzardo morale, che come vediamo restano sempre i principali problemi legati all'efficienza dei mercati finanziari mondiali.

1.2. Seconda fase : La crisi valutaria

Deterioramento dei bilanci delle istituzioni finanziarie , caduta del prezzo delle attività , incremento dei tassi di interesse , aumento dell'incertezza rappresentano i fattori scatenanti la prima fase di una crisi finanziaria . Un insieme di tutti questi eventi, come detto non fa altro che peggiorare i problemi di selezione avversa ed azzardo morale.

Man mano che questi effetti sopra citati si rafforzano a vicenda, i partecipanti attivi del mercato dei cambi intravedono un'opportunità : essi possono infatti realizzare profitti scommettendo sul deprezzamento della valuta.

Ovvero , una valuta fissata rispetto al dollaro statunitense diventa oggetto di un attacco speculativo nel quale gli short seller danno inizio a sue vendite massicce, qualora ne pronostichino la debolezza.

Quando tali vendite inondano il mercato, l'offerta va a superare di gran lunga la domanda , tanto che il valore della valuta crolla ed esplode in una crisi valutaria .

L'innalzamento dei tassi di interesse all'estero, l'aumento dell'incertezza e la caduta dei prezzi delle attività sono tutti elementi che svolgono un ruolo rilevante in tal senso.

I due fattori chiave che scatenano gli attacchi speculativi e fanno piombare le economie in una spirale discendente di crisi valutaria, finanziaria e nel collasso dell'attività economica sono però prevalentemente il deterioramento dei bilanci bancari e i gravi squilibri nei conti pubblici.

1.2.1. Crisi valutarie per deterioramento bilanci bancari

Quando le banche e le altre istituzioni finanziarie entrano in difficoltà, i governi dispongono di un numero limitato di opzioni. La difesa della valuta domestica tramite un innalzamento dei tassi di interesse incoraggerebbe gli afflussi di capitale.

Ma se un governo aumentasse i tassi di interesse, gli istituti bancari dovrebbero pagare di più per ottenere fondi. Questo incremento dei costi diminuirebbe la redditività, il ROE delle banche e questo potrebbe condurre all'insolvenza.

Sia il governo che la Banca Centrale, in queste situazioni si trovano in una posizione molto difficile, poiché se innalzano troppo i tassi di interesse indeboliranno l'economia, indebolendo a sua volta le fragili banche ; dall'altra parte, se non lo fanno , non potranno preservare la loro valuta dinanzi ad attacchi speculativi, che quasi sempre si verificano attraverso vendite allo scoperto(short selling)¹

Gli speculatori nei mercati dei cambi riconoscono i problemi attraversati dal settore finanziario di un paese e capiscono quando la capacità del governo di incrementare i tassi di interesse e difendere la valuta nazionale risulta talmente onerosa da indurlo con ogni probabilità ad arrendersi ed a lasciare accadere un

deprezzamento valutario. Gli speculatori, perciò, venderanno la loro valuta domestica prevedendone il declino e questo consentirà loro di ottenere ingenti profitti ricomprandola a tempo debito.

Tali vendite esauriscono rapidamente le riserve di valuta estera detenute dal paese in questione dal momento che lo Stato deve venderle per acquistare valuta domestica ed evitare il deprezzamento.

Quando le riserve di valuta estera però si esauriscono la Banca Centrale non ha più le risorse per intervenire sul mercato dei cambi e deve quindi procedere ad una dolorosa svalutazione.

1.2.2. Crisi valutarie per squilibri nei conti pubblici nazionali

Gli squilibri dei conti pubblici di un Paese sono molto rischiosi, in quanto, possono anche direttamente innescare una crisi valutaria.

Quando i disavanzi di bilancio di uno Stato restano fuori controllo per molto tempo, gli investitori sia internazionali che interni cominceranno a sospettare che il Paese non sarà in grado di rimborsare il proprio debito e dunque inizieranno a ritirare il denaro dal paese e vendere la valuta domestica.

La consapevolezza che la situazione dei conti pubblici è fuori controllo porta ad un attacco speculativo nei confronti della valuta nazionale , causandone infine il crollo.

Come possiamo vedere, il tema della fiducia sui mercati finanziari è di primaria importanza per il buon andamento di una valuta, di una corporate , così come di uno Stato Sovrano.

Inoltre, gli squilibri dei conti pubblici nazionali , che come vedremo colpiscono non solo le economie in via di sviluppo, ma anche quelle solide ed affermate (vedi la crisi del Debito sovrano del 2010), posso portare anche a crisi bancarie ,e quindi non solo direttamente ma anche indirettamente a crisi valutarie .

E' risaputo infatti che la maggior parte delle attività nei bilanci delle banche commerciali , sono costituite da bond governativi; questo significa che uno squilibrio dei conti pubblici, come avvenuto persino in Grecia nel 2010, può indurre gravi perdite alle banche, all'economia del Paese, e quindi indirettamente alla sua valuta.

1.3. Terza fase: La deflazione del debito

Vediamo ora come la struttura istituzionale dei mercati del debito nei paesi emergenti interagisca con le svalutazioni monetarie spingendo le economie verso il pieno dispiegamento delle crisi finanziarie.

Gli economisti sono soliti chiamare crisi gemelle quelle che coinvolgono contemporaneamente i mercati dei cambi ed i mercati finanziari.

Il debito di molte imprese dei paesi emergenti è emesso in valuta estera (come dollari, euro o yen).

Il deprezzamento delle valute nazionali conduce però ad un incremento dell'indebitamento delle aziende in termini di valuta domestica, sebbene il valore delle loro attività resti immutato.

Il crollo di una valuta può altresì comportare un aumento dell'inflazione, come accaduto recentemente in Argentina. Le banche centrali dei paesi emergenti sono poco credibili nell'azione di contrasto all'inflazione.

Così, un netto deprezzamento valutario dopo una crisi nel mercato dei cambi, provoca un'immediata pressione al rialzo sui prezzi delle importazioni, a cui seguirà con tutta probabilità una drammatica crescita dell'inflazione corrente e attesa.

Il conseguente aumento dei pagamenti per interessi causa una riduzione dei flussi di cassa delle imprese, acuendo ancora una volta i problemi di asimmetria informativa in quanto le imprese dipendono maggiormente da fondi esterni per finanziare i propri progetti di investimento.

Questo potrebbe portare come esito finale ad una contrazione degli investimenti e dell'intera attività economica.

L'economia inizia in sostanza a peggiorare; Il crollo dell'attività economica ed il deterioramento dei flussi di cassa e dei bilanci di imprese e famiglie implica che molti dei debitori non siano più in grado di rimborsare i prestiti e che quindi le banche siano prossime a subire perdite considerevoli.

I bruschi rialzi dei tassi di interesse producono inoltre un effetto negativo sulla redditività e sui bilanci delle banche. Questi ultimi vedono scendere il valore delle attività e salire quello delle passività, denominate in valuta estera in seguito alla svalutazione.

In queste complicatissime circostanze, il sistema bancario sperimenterà una crisi nella quale molte banche rischieranno di fallire (come accaduto ad un leader economico mondiale come gli USA durante la Grande Depressione). La crisi del sistema bancario e gli altri fattori influenti nell'ambito dei mercati creditizi spiegano un collasso ancora più accentuato dell'erogazione dei prestiti e dell'attività economica in seguito alla crisi.

1.4. Le varie crisi finanziarie dei paesi emergenti

La seguente tabella riporta le crisi finanziarie più grandi che hanno colpito le economie dei mercati emergenti negli anni recenti.

	Inizio	Fine	Variazione dei depositi (%)	Variazione del patrimonio netto (%)	Costi fiscali (%)	Esborso netto IMF (milioni di \$)
Messico	Dic 1994	1996	-15	-64	19,3	10,67
Venezuela	1994	1995	-43	-6	15	-0,66
Corea del sud	Lug 1997	1999	-6	15	31,3	6,07
Indonesia	Lug 1997	1999	13	-183	56,8	10,35
Tailandia	Lug 1997	1999	-2	58	43,8	3,21
Ecuador	1998	2001	-24	-59	21,7	0,3
Turchia	2000	2002	-27	97	30,5	13,42
Argentina	Dic 2001	2003	-4,8	-37	11,4	-16

Fonte : Lacoste(2004) pag.97

Quando i paesi emergenti aprirono i loro mercati al mondo esterno negli anni Novanta, nutrivano grandi speranze che la globalizzazione avrebbe stimolato lo sviluppo economico e alla fine avrebbe reso i paesi più ricchi.

Tuttavia molti di questi paesi subirono crisi finanziarie che risultarono internamente tanto devastanti quanto la Grande Depressione statunitense.

Prima delle crisi di cui sopra leggiamo, il Messico così come i paesi dell'Asia orientale avevano conseguito una solida politica di conti pubblici. I paesi asiatici viaggiavano con un deficit di bilancio inferiore all'1% del PIL.

Il fattore determinante che portò ad un'inevitabile crisi fu il deterioramento dei bilanci bancari a causa dell'aumento delle perdite sui prestiti concessi.

Quando i mercati finanziari di questi paesi furono liberalizzati e si aprirono ai mercati di capitali esteri nei primi anni novanta, si assistette ad un boom del valore dei prestiti ed il credito bancario si espanse in maniera impressionante, soprattutto verso il settore industriale.

La crescita delle perdite su crediti, che ridusse di tantissimo l'equity delle banche fu la conseguenza di una limitata azione di controllo delle autorità di vigilanza, di corrotti interessi politici e di una reale inesperienza ed incompetenza da parte delle banche nelle fasi di selezione(screening) e di monitoraggio (monitoring) di debitori.

Contrariamente al Messico ed ai paesi dell'Asia Orientale, l'Argentina invece poteva contare su un sistema bancario regolamentato e non aveva conosciuto una forte espansione del volume dei prestiti antecedente alla crisi.

La severa recessione che iniziò nel 1998 però determinò un calo delle entrate a livello fiscale ed un divario importante tra spese sostenute e prelievo fiscale.

Questo squilibrio dei conti pubblici, una delle possibili cause di crisi finanziarie che citavamo prima, fu talmente ampio che il Governo incontrò seri problemi nel reperire investitori sia nazionali che stranieri disposti ad acquistare quantità sufficienti di titoli di Stato e quindi costrinse le banche ad essere acquirenti di consistenti somme di debito pubblico nazionale.

Come ben possiamo immaginare, questa situazione aggravò la fiducia che gli investitori riponevano nel sistema economico argentino sul rimborso del debito contratto. Il suo valore crollò, causando pesanti perdite nei bilanci delle banche commerciali : questo portò ad una contrazione dell'attività economica, proprio come in Messico e nell'Asia orientale.

Un altro elemento che acuì sia la crisi messicana che quella argentina fu l'aumento dei tassi di interesse all'estero . Prima di queste due crisi la Federal Reserve, al fine di ridurre spinte inflazionistiche, aveva dato avvio ad una serie di innalzamenti del tasso sui fondi federali.

Questo aumentò la pressione sui tassi messicani ed argentini.

Coincise con un aumento della selezione avversa nei mercati finanziari di questi paesi e con una riduzione dei flussi di cassa delle imprese a causa dei più elevati pagamenti per interessi.

In linea con l'esperienza statunitense, un minimo comune denominatore allo sviluppo delle crisi sopra in tabella riportate fu il declino del mercato azionario e l'aumento dell'incertezza.

Questi fattori provocarono un inasprimento dei problemi di asimmetria informativa esponendo il sistema economico dinanzi ad una grave emergenza finanziaria.

Infatti da una parte diventava più complesso individuare quali, tra i richiedenti di fondi, avessero più probabilità di essere insolventi. Dall'altra, insieme al ridursi delle garanzie che le aziende potevano fornire, aumentava l'incentivo di debitori a investire in progetti rischiosi, per via del minor capitale da perdere qualora gli investimenti non fossero andati a buon fine.

Arrivati a questo punto, le forti speculazioni sul mercato forex (mercato dei cambi) fecero sprofondare i paesi coinvolti in una crisi di proporzioni enormi.

La valuta messicana, colpita ancor più duramente da rivolte interne causate dai cosiddetti Chiapas si trovò sotto attacco e nel 1994 la Banca centrale fu' costretta alla svalutazione, in quanto non fu in grado di difendersi da attacchi speculativi.

Stessa sorte subì la Thailandia , quando nel 1997 la banca centrale svalutò il bath.

Subito dopo, analoghe speculazioni sui mercati dei cambi di altri paesi della regione determinarono il crollo del peso filippino, della rupia indonesiana, del ringgit malese e del won sudcoreano.

Il crollo della valuta argentina avvenne invece nel 2002, dopo che alla consapevolezza che il governo sarebbe stato dichiarato insolvente sul debito pubblico si aggiunse ad un fenomeno di panico bancario di ingenti proporzioni.

Il crollo delle valute di questi paesi comportò un aumento dell'inflazione corrente ed attesa ed i tassi di interesse raggiunsero livelli eccezionalmente alti (intorno al 100% sia in Messico che in Argentina).

Per via degli elevatissimi interessi la liquidità a disposizione di aziende e famiglie si ridusse vertiginosamente ed i loro bilanci furono ulteriormente deteriorati.

Per via di questo deterioramento i problemi di selezione avversa ed azzardo morale nel mercato del credito furono accentuati, rendendo i potenziali investitori nazionali e stranieri ancora meno propensi a concedere qualsiasi tipo di finanziamento.

Come conseguenza logica, il marcato declino dei finanziamenti contribuì al crollo dell'attività economica ed alla forte riduzione della crescita reale del PIL.

La crisi bancaria si aggravò ancor di più, per via delle difficoltà in cui oramai versavano aziende e famiglie, rendendo più probabile l'insolvenza degli istituti di credito e ancora meno forte la fiducia degli investitori.

Le banche detenevano molte passività a breve termine denominate in valuta estera: il forte incremento di queste passività a seguito della svalutazione delle valute nazionali determinò un ulteriore declino dei bilanci bancari. In queste gravose circostanze, il sistema bancario sarebbe collassato in assenza di una rete di sicurezza alternativa – com'era accaduto agli Stati Uniti durante la Grande Depressione – ma grazie all'assistenza del Fondo Monetario Internazionale i paesi coinvolti riuscirono in alcuni casi a tutelare i depositanti ed a contenere il rischio bancario.

Tuttavia, in considerazione delle perdite subite dalle banche e della necessità per i governi di intervenire a loro sostegno, il volume di prestiti concessi tramite il circuito bancario si ridusse considerevolmente.

Come ovvio che sia, una crisi bancaria di vasta portata riduce la capacità di credito del settore; quando le banche faticano a svolgere il ruolo istituzionale di intermediari finanziari, si aggravano i famosi problemi di asimmetria informativa nei sistemi finanziari.

La crisi bancaria e tutti gli altri fattori che in Messico, nell'Asia orientale ed in Argentina hanno accentuato questi problemi spiegano la forte flessione dei prestiti e degli investimenti nonché il rallentamento dell'attività economica nei momenti successivi alla crisi.

In reazione alla crisi, il Messico ha dato segnali di recupero nel 1996, i paesi dell'Asia orientale nel 1999, mentre l'Argentina ha cominciato la ripresa soltanto nel 2003 anche se, come sappiamo non è ahimè ancora uscita del tutto dal vortice sanguinoso del troppo debito pubblico.

Ovunque le difficoltà economiche sono state immense, la disoccupazione ha raggiunto livelli altissimi, la povertà è aumentata in modo notevole e persino il tessuto sociale ne ha risentito: città come Città del Messico e Buenos Aires sono state oggetto di un forte incremento della criminalità e l'Indonesia è stata colpita da un'ondata di violenza etnica.

1.5. Le crisi finanziarie nelle economie avanzate

Dopo aver analizzato le varie dinamiche relative ad una crisi finanziaria che colpisce un'economia di un paese in via di sviluppo, analizziamo la dinamica delle crisi finanziarie endogene ad economie avanzate, a partire dagli USA fino ad arrivare all'Europa.

1.5.1. Prima fase: avvio della crisi finanziaria

Le crisi finanziarie all'interno di economie avanzate possono presentare tratti comuni a quelli già sopra citati per le economie emergenti, ma anche tratti differenti.

Una crisi finanziaria può avere inizio in diversi modi:

Od una rapida ascesa ed un conseguente crollo dell'erogazione del credito e dei prezzi dell'attività od un incremento generale dell'incertezza causato dai fallimenti di importanti istituzioni finanziarie; queste cause, del resto, le avevamo riconosciute anche come probabili cause di crisi finanziarie colpite economie emergenti.

Come abbiamo già avuto occasione di constatare, i semi di una crisi finanziaria sono spesso gettati quando un'economia introduce nuove tipologie di prestiti o di altri prodotti finanziari, avviando un processo di innovazione finanziaria, oppure quando i paesi iniziano ad eliminare le restrizioni su intermediari e mercati finanziari dando inizio al fenomeno di liberalizzazione finanziaria.

Questa, nel lungo periodo promuove lo sviluppo economico e stimola la corretta gestione di un sistema finanziario dotato di efficienza allocativa del capitale. Tuttavia questo processo presenta anche un lato oscuro: quello di spingere le istituzioni finanziarie verso una troppo veloce espansione del processo del credito, chiamato credit boom.

In queste circostanze, normalmente si verificano degli allontanamenti dai valori economici fondamentali (cioè di valori basati su aspettative realistiche circa i flussi futuri di reddito delle attività) e si viene a creare una vera e propria bolla dei prezzi delle attività.

Prezzi di attività come i titoli azionari e gli immobili possono essere spinti molto al di sopra di quanto essi in realtà valgano sulla base dell'attualizzazione dei loro cash-flows.

Esempi a riguardo si possono trovare nella bolla delle azioni tecnologiche dei primi anni duemila e nella bolla immobiliare, evento protagonista di questa tesi, che discuteremo accuratamente più avanti.

Nei credit boom, perciò, il notevole incremento del credito viene utilizzato per finanziare acquisti di attività che ne fanno aumentare i prezzi.

Quando poi queste bolle scoppiano, per via perlopiù di eventi esogeni, i prezzi delle attività si riavvicinano ai loro fondamentali, i prezzi azionari ed/o immobiliari crollano e le società si trovano con il loro capitale netto (differenza tra attività e passività) diminuito, insieme al valore delle garanzie reali che sono in grado di offrire ai creditori.

Anche in presenza di un management adeguato, i credit boom finiscono per superare l'abilità di istituzioni finanziarie ed autorità di regolamentazione nel vagliare e monitorare il rischio di credito, facendo sì che prestiti estremamente rischiosi circolino all'interno del mercato liberamente.

E' necessaria una riflessione attenta sulle strutture di safety net messe in campo dal governo per garantire maggiore liquidità del sistema finanziario.

Queste strutture possono essere per esempio l'assicurazione sui depositi che assicura i creditori, fino ad un importo molto alto (In Italia il fondo interbancario di tutela dei depositi garantisce una copertura massima dei depositi nominativi fino a 100.000 euro), dal rischio di controparte, e quindi induce questi, sapendo che l'assicurazione garantita dal governo li protegge da eventuali perdite, a fornire fondi anche alle banche più indisciplinate e meno stabili.

In questo caso, le banche e gli altri intermediari finanziari possono concedere prestiti rischiosi a tassi di interesse elevati alle unità in deficit (debitori) sapendo che otterranno ingenti profitti al rimborso del debito e si affideranno all'assicurazione sui depositi, finanziata dai contribuenti, qualora i debitori fallissero.

E' facile comprendere quindi, che senza un adeguato monitoraggio il risk taking, soprattutto in periodi di crescita e liberalizzazione finanziaria, cresce incontrollatamente.

Perciò, la politica monetaria espansiva, che cerca di immettere tanta liquidità nel sistema, anche con aiuti governativi, va sempre incontro a problemi di carattere sociologico come il moral hazard e l'adverse selection, che senza un adeguato e rigido controllo possono intrappolare il sistema in una crisi lunga e sanguinosa.

Alla fine di questo processo di credit boom, le perdite sui prestiti rischiosi ma proficui iniziano ad aumentare ed il valore dei prestiti (sul lato sinistro delle attività dello stato patrimoniale) cala relativamente alle passività, riducendo il capitale netto delle banche e delle altre istituzioni finanziarie coinvolte.

Disponendo di meno capitale, anche per via di sistema di regolamentazione e vigilanza di cui discuteremo dopo, le banche sono costrette ad un processo di drastico rientro dei loro prestiti ai debitori, chiamato deleveraging. Avendo poco equity a disposizione le banche possono adesso prestare denaro e trarre profitto sulla curva dei rendimenti, solo agli istituti che possiedono le adeguate garanzie di solvibilità e stabilità finanziaria; questo procedimento, mediante il quale si finanziano in periodi difficili solo i migliori è chiamato "Flight to Quality".

Minori fondi a disposizione significa quindi minori prestiti e di conseguenza una stretta creditizia che trasforma il benvoluto e redditizio sistema del credit boom in una spirale lunga e tortuosa chiamata credit crunch.

Nel momento in cui i prestiti diventano scarsi, i prenditori di fondi non sono più in grado di finanziare le loro attraenti opportunità di investimento. Perciò, diminuiscono le spese, aumenta il risparmio pro capite e l'economia intera si contrae.

E' automatico in questo tipo di situazione immaginare che, con l'aumento delle frizioni finanziarie, il sistema finanziario non è più perfettamente capace di affrontare i problemi di asimmetria informativa e questo, già in situazioni complicate riduce ancor di più la fiducia degli investitori nel mercato.

In pochi passaggi ,abbiamo constatato quanto sia labile il confine tra un'economia produttiva e redditizia ed un'economia in preda al panico, frenata dalla paura, in cui diminuiscono gli investimenti e la produzione si contrae. Il ruolo dell'innovazione e liberalizzazione finanziaria è importantissimo nel passaggio tra i due confini, ma ancor più rilevante è il potere decisorio che le autorità di vigilanza e regolamentazione assumono in questi casi.

Nella maggior parte delle situazioni, e sicuramente nello scorso decennio, queste istituzioni che dovrebbero garantire il corretto comportamento dei mercati finanziari sono state a guardare, mentre l'avidità dei forti interessi economici e politici dei pochi, nel Settembre 2008, metteva in ginocchio tre quarti della popolazione americana¹.

1.5.2. Seconda fase: crisi bancaria

Il deterioramento dei bilanci ed il peggioramento delle condizioni di operatività portano alcune istituzioni finanziarie all'insolvenza, allorché il capitale netto diventa negativo.

Incapaci quindi di rimborsare i depositanti od altri creditori, certe banche finiscono con il dichiarare fallimento .

Se assumono forma sufficientemente severe, questi fattori possono condurre ad un panico bancario, nel quale molteplici banche falliscono contemporaneamente.

La fonte di questo contagio risale nella sempre responsabile asimmetria informativa.

Infatti, durante un panico bancario, i depositanti, temendo per la sicurezza dei loro risparmi (in assenza di un'assicurazione sui depositi o in presenza di una copertura limitata) chiedono in massa la restituzione dei propri fondi. Questa, definita come “corsa agli sportelli” , è per antonomasia l'unica situazione che può portare direttamente le banche al fallimento nel giro di pochi minuti. Infatti, le banche traggono la loro principale fonte di guadagno (circa il 70% dei loro guadagni !!Fonte bilanci Unicredit 2019!!) posizionandosi su due punti diversi della curva delle scadenze, prestando (facendo credito) a lungo termine e prendendo (indebitandosi) a breve termine .

I soldi dei depositi vengono utilizzati quindi da queste istituzioni per fare maggiori guadagni, trasformando rischi e scadenze differenti, ma soprattutto tassi bassi in tassi più elevati per via della lunga durata dei prestiti intrapresi.

¹ Istituzioni e mercati finanziari, Pearson, nona edizione

E' quindi facile comprendere come , una situazione in cui tutti i depositanti vadano a ritirare i propri soldi dalla banca, metta quest'ultima dinanzi ad un'inaspettata crisi di liquidità , alla quale non potrebbe rispondere in nessun altro modo se non dichiarando il fallimento.

L'incertezza circa la salute dell'intero sistema bancario in generale costringe le banche a liquidare le proprie attività per raccogliere i fondi necessari a fronteggiare una situazione di corsa agli sportelli. Avendo urgente necessità di questi fondi, le banche sono disposti a cederli a prezzi minori del loro valore di mercato (Fire Sale), in modo qualche volta così accentuato da condurre all'insolvenza anche una banca che altrimenti, in circostanze normali, sarebbe sopravvissuta.

Il peggior effetto di una crisi bancaria è che questa va ad intaccare subito la fiducia dei mercati determinando quindi un effetto a catena ed un panico bancario generalizzato.

Con meno banche operanti nel settore, essendoci meno disponibilità di informazioni sul merito di credito dei prenditori sul mercato, i problemi di selezione avversa e azzardo morale aumentano le frizioni inasprendo la crisi finanziaria.

Questo provoca importanti flessioni nei prezzi delle attività ed il fallimento di numerose imprese in tutto il sistema economico, che così si trova in carenza di fondi da impiegare in opportunità di investimento produttivo.

I panici bancari sono stati una caratteristica tipica di tutte le crisi finanziarie statunitensi durante il XIX e il XX secolo fino alla Seconda Guerra Mondiale, verificandosi a cadenze di circa venti anni l'una dall'altra. L'introduzione però nel 1933 dell'assicurazione dei depositi, dei quali pregi e difetti abbiamo discusso prima, ha impedito il verificarsi di ulteriori panici bancari negli Stati Uniti, fornendo maggiore stabilità ai mercati e maggiore fiducia nell'organizzazione governativa americana.

Alla fine, le autorità pubbliche e private impongono l'uscita dal mercato delle imprese insolventi e le mettono in liquidazione. L'incertezza nei mercati finanziari si riduce, i mercati azionari recuperano terreno ed i bilanci aziendali migliorano. Quando i sistemi finanziari tornano a funzionare bene può avviarsi un processo di ripresa economica. Questo però ovviamente richiede diversi anni².

1.5.3. Terza fase : Deflazione del debito

Se tuttavia la contrazione economica porta ad un netto calo dei prezzi, il processo di ripresa può andare in "cortocircuito". In questa fase può manifestarsi un fenomeno chiamato deflazione del debito, che abbiamo studiato anche per le economie emergenti, nel quale sopraggiunge un forte ed improvviso calo dei prezzi che comporta un ulteriore deterioramento del capitale netto delle aziende dovuto all'aumento del peso dell'indebitamento.

² Istituzioni e Mercati Finanziari, Pearson, nona edizione

Nelle economie dove l'inflazione è contenuta, come nella maggior parte dei paesi industrializzati, molti contratti di debito con tassi di interesse fissi hanno scadenze piuttosto lunghe, pari a 10 anni o più. Dal momento che i pagamenti dei debiti sono stabiliti contrattualmente in termini nominali, un calo inatteso del livello dei prezzi accresce il valore delle passività delle imprese, che hanno bisogno di più denaro per ripagare le loro passività con interessi fissi, ma non il valore reale delle loro attività. Perciò, aumenta il loro grado di indebitamento ed il capitale netto diminuisce.

Questo abbassamento marcato del livello dei prezzi causa perciò un aggravamento dei problemi di selezione avversa e azzardo morale per gli investitori. I prestiti e l'attività economica potrebbero così subire un ridimensionamento ed un rallentamento per un lungo periodo di tempo.

La più significativa crisi finanziaria che ha dispiegato il fenomeno della deflazione del debito è stata la Grande Depressione, considerata da molti ancora oggi la peggior recessione economica nella storia degli Stati Uniti. E' vero anche che, però, negli anni 30' del 900' non si disponeva delle manovre economiche a disposizione delle politiche monetarie di cui si dispone ora e questo ha contribuito ad accrescere la crisi finanziaria in questione. L'aspetto sconvolgente della crisi più recente del 2008, invece, oltre che la causa endogena della complessa ingegneria finanziaria, è la vastità della sua portata, nonostante gli immensi interventi di politica monetaria ultra-espansiva zero-lower-bound delle Banche centrali di tutto il mondo³.

Dopo aver analizzato i tratti distintivi di una crisi finanziaria, distinguendo tra paesi facenti parte di economie emergenti e paesi appartenenti ad economie avanzate, proviamo a fare una panoramica delle maggiori e più importanti crisi finanziarie che hanno investito questi ultimi.

Avendo prima realizzato una panoramica delle crisi finanziarie che hanno colpito i paesi emergenti con economie in via di sviluppo, proviamo a fare la stessa cosa per i paesi con economie avanzate, vedendo come questi ultimi hanno reagito ai diversi periodi di difficoltà e come il mercato si è adeguato alle loro risposte, modificandosi reagendo di conseguenza.

1.6. Le bolle finanziarie

Le crisi finanziarie spesso si verificano successivamente a bolle dei prezzi degli asset.

Queste bolle generalmente attraversano tre fasi distinte, che abbiamo già ampiamente descritto in precedenza, seppur decontestualizzandole dal concetto di bolla finanziaria, in quanto possono essere eventi anche a sé stanti, causati da problemi endogeni del sistema⁴ :

³ <https://icebergfinanza.finanza.com/2014/10/03/deflazione-da-debiti-cosa-potrebbe-accadere/>

⁴ <https://it.businessinsider.com/come-si-formano-e-come-scoppiano-le-bolle-finanziarie-spiega-warren-buffett/>

- Una liberalizzazione finanziaria che genera l'espansione del credito, accompagnata da un aumento dei prezzi di asset quali immobili ed azioni, ove i prezzi salgono mentre la bolla si gonfia.
- La bolla scoppia ed i prezzi crollano (spesso in un breve periodo di tempo)
- Si verifica il fallimento di molte imprese e di altri agenti che hanno acceso prestiti per acquistare asset a prezzi inflazionati.
- estrema fiducia da parte degli investitori nelle potenzialità di un prodotto/azienda

Un elemento tipico delle bolle speculative è costituito dall'attitudine degli individui a mettere in atto comportamenti imitativi (*herding behaviour*) ispirati all'agire comune e alle prassi maggiormente diffuse tra gli altri investitori. Sia nella fase della crescita sia nella fase dello scoppio della bolla, gli operatori di mercato, infatti, tendono a operare scelte di investimento e, rispettivamente, disinvestimento indotte dall'euforia del momento e dalla paura diffusa di perdere in pochi istanti l'intero valore dei titoli in portafoglio (il cosiddetto *panic selling*), piuttosto che da valutazioni oggettive sulle prospettive di futuri rendimenti.

1.6.1. La prima bolla finanziaria: La crisi dei Tulipani

La prima delle bolle finanziarie ad essere ricordata è la famosa “ Bolla dei Tulipani”⁵. Questa, prese forma in Olanda nei primi decenni del XVII secolo, e si gonfiò ampiamente fino a scoppiare del tutto precisamente nel Febbraio del 1637’.

La Bolla dei Tulipani fu caratterizzata da una lunga sequenza di eventi.

Il tulipano, introdotto in Europa a metà del sedicesimo secolo, divenne molto popolare in Olanda, favorito da un’accesa competizione per assicurarsi gli esemplari più rari.

La competizione prese sempre più piede fin quando i prezzi raggiunsero livelli molto alti. Il bulbo del fiore divenne rapidamente un bene di lusso ed uno status symbol, tanto che , nel 1623, un singolo bulbo di una famosa varietà di tulipani poteva costare varie migliaia di fiorini, l’equivalente di una grande, sfarzosa e confortevole villa olandese nel centro della capitale.

I tulipani, infatti, venivano ceduti anche in cambio di terreni od immobili. Nel 1636 erano scambiati nelle borse valori di numerose città olandesi tanto che tante persone incominciarono a vendere altre proprietà per speculare sul mercato dei tulipani. Si vendevano bulbi appena piantati od addirittura contratti futures sui tulipani, consistenti nella promessa di piantare questi ultimi. Fu’ in quell’occasione che prese definitivamente piede l’utilizzo di strumenti finanziari derivati nel mercato azionario che, come poi

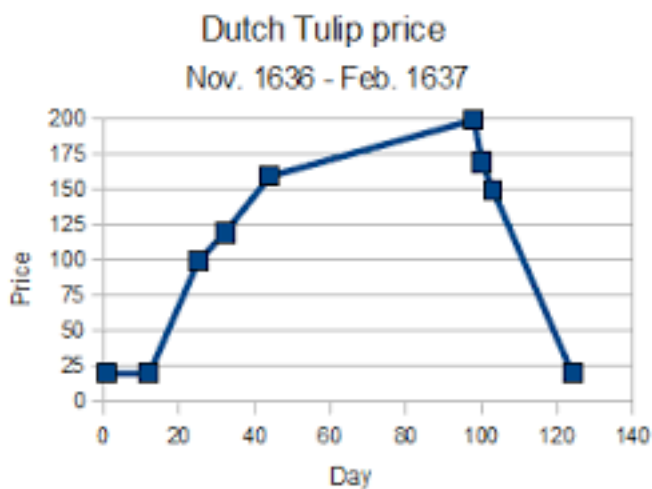
⁵ <http://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-dei-tulipani>

vedremo, assumono un ruolo fondamentale ancora oggi, soprattutto per fini speculativi e di copertura (hedging) .

Il mercato dei tulipani cresceva esponenzialmente finché, nel Febbraio del 1637, gli operatori sul mercato non riuscirono più a vendere i loro bulbi a prezzi inflazionati e cominciarono così a mettere in atto vendite massive. La bolla scoppiò. Le persone cominciarono a sospettare che la domanda di tulipani non potesse resistere a livelli così elevati e questo produsse una situazione di panico.

Si tentò di risolvere la situazione con la soddisfazione di tutte le parti, ma i tentavi furono infruttuosi. Alla fine, molti rimasero con in mano i bulbi che non erano riusciti a vendere.

I maggiori banchieri, dai quali dipendeva l'economia del paese, non ne vennero però toccati e solo la parte occidentale della Repubblica ne sentì qualche riflesso. La floricoltura non venne compromessa e, anzi, anche grazie a questa corsa è oggi una delle industrie più floride del paese. A seguito della tulipanomania vennero poi sviluppate nuove tecniche di copertura dei rischi connessi allo svolgimento delle attività finanziarie; alla Borsa di Amsterdam si poterono così trattare azioni semplicemente accendendo un deposito parziale, oppure acquistando opzioni di vendita o di acquisto (put and call); attraverso queste ultime (opsie) i venditori e i compratori potevano scegliere se soddisfare il contratto oppure rescinderlo, in questo caso mediante il pagamento di un premium; vennero anche introdotti contratti a termine che potevano essere risolti trimestralmente, mediante compensazioni oppure con pagamenti in contanti dei saldi (Fornasari, 2006: 39).



https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/thumb/a/ac/Tulip_price_index1.svg/260px-Tulip_price_index1.svg.png

Altre versioni meno gravi della bolla dei tulipani si verificarono in altre parti di Europa, come in Inghilterra, anche se nessuna arrivò ai livelli di quella olandese.

Questa bolla è considerata la prima sia per ordine cronologico che per importanza. Dopo di questa altri esempi possono essere la bolla dei mari del Sud in Inghilterra e la bolla del Mississippi in Francia.

Esempi più recenti sono invece le bolle in Giappone verso la fine degli anni 80' ,del Messico tra il 94-95' , la bolla di Internet avvenuta verso la fine degli anni 90' e la famosa bolla dei sub-prime del 2008' di cui tanto parleremo in seguito, in quanto oggetto di studio principale della nostra tesi.

Sulla scorta del quadro generale delineato per comprendere le crisi finanziarie , possiamo ora analizzare il modo in cui si sviluppò la crisi specifica che diede origine alla Grande Depressione e che condusse alla più grave contrazione economica, forse, di tutta la storia statunitense a detta di molti.

1.6.2. La crisi del 1929 e the Great Depression

La crisi del 1929, e la Grande Depressione che ne seguì, segnarono un punto di svolta epocale nella storia e nella teoria economica del mondo occidentale, mostrando tutti i limiti delle ortodossie e degli automatismi che avevano governato il sistema economico fino allo scoppio del primo conflitto mondiale. Colpì tutte le maggiori economie produttrici di beni manufatti, così come di materie prime, ed ebbe una scala mondiale, anche se con due focolai principali, uno nelle Americhe – gli Stati Uniti – e uno nel vecchio continente – la Germania.

La crisi finanziaria si combinò con una crisi di sovrapproduzione, che aveva le sue radici nella dislocazione dell'economia globale prodottasi in seguito al conflitto; durante la Grande Guerra, la capacità produttiva agricola ed industriale extraeuropea era cresciuta e quando anche l'Europa, dopo il conflitto, riprese a produrre, si manifestò un potenziale produttivo in eccesso che trascinò verso il basso i prezzi dei beni primari ben in anticipo rispetto al 1929.

In questa situazione, per i paesi che avevano contratto debiti di guerra, e in particolare per la Germania, soffocata dalle richieste di riparazioni, diventava difficile procurarsi la valuta pregiata necessaria per pagare gli interessi ai creditori esteri; il rafforzamento delle organizzazioni dei lavoratori rendeva poi difficile per i datori di lavoro tagliare i salari in risposta alla diminuzione dei prezzi, e così in molti casi la contrazione dei profitti, causata dall'aumento dei salari reali, costrinse le imprese a licenziare, con l'effetto di ridurre ulteriormente la domanda di beni.

Di fronte alle difficoltà di ripresa del vecchio continente, gli Stati Uniti – che dal 1913 erano la prima potenza economica e finanziaria mondiale – stavano vivendo una fase di intensa prosperità, cominciata, nel 1924, con l'elezione del presidente Calvin Coolidge; l'estensione del libero commercio, il calo dell'inflazione, i progressi nella produttività industriale e un metodo più scientifico nella gestione delle società stavano determinando un "rinascimento industriale"; ad osservatori professionisti, come Irving Fisher, sembrava che il cielo fosse l'unico limite a questa espansione; nel 1928, durante il discorso di accettazione della candidatura per le presidenziali, Herbert Hoover dichiarò che la fine della povertà era alle porte e che una nuova era stava cominciando (Chancellor, 2000: 183-187).

Un numero crescente di famiglie americane desiderava dotarsi di automobili e di altri beni di consumo durevole; radio, frigoriferi, macchine e abiti potevano tutti essere acquistati a credito. I titoli delle imprese

produttrici di questi beni registrarono degli aumenti stupefacenti: la quotazione della RCA, la società tecnologica per eccellenza degli anni '20, crebbe del 939% tra il 1925 e il 1929. L'euforia incoraggiò la corsa all'emissione di nuove azioni e nel 1929 furono lanciati sul mercato titoli per 6 miliardi di dollari; società di brokeraggio si ingrandirono rapidamente e proliferarono nuove istituzioni finanziarie, note come investment trust, progettate per capitalizzare sul boom del mercato borsistico. Allo stesso tempo, molti piccoli investitori si affidavano alla leva finanziaria per potenziare la propria esposizione al mercato azionario, ricorrendo ai prestiti concessi dagli intermediari per comprare azioni al margine, sborsando così di tasca propria solo una frazione del prezzo di acquisto. Gli scambi arrivarono ad essere trenta volte il PIL. «Gli americani trovarono nel mercato azionario dei ruggenti anni Venti una religione secolare, le qualità ludiche, il cinismo e il materialismo», che riflettono lo spirito dell'età del jazz. Il grande Gatsby di F. Scott Fitzgerald (che vide la stampa nel 1925), in cui si intrecciano speranza e disillusione, è una parabola dell'epoca (Chancellor, 2000: 194-195).

Ignorando le cattive notizie, la maggior parte degli investitori mantenevano un comportamento di dissonanza cognitiva, perché desideravano ardentemente i rapidi profitti delle speculazioni.

Nell'estate del 1929, l'americano medio era caduto in una sorta di trance, da cui si risvegliò bruscamente giovedì 24 ottobre 1929, quando, mezz'ora dopo l'apertura di Wall Street, molte azioni persero dieci punti e molte altre restarono senza offerta. Senza un evidente detonatore, era scoppiato il panico; il martedì successivo, passato alla storia come "il Martedì nero" il mercato azionario venne travolto da un'ulteriore ondata di ordini di vendita, poiché i prestiti garantiti da azioni costringevano gli speculatori a recuperare le proprie azioni. A Giugno del 1930 i titoli azionari avevano recuperato quasi la metà delle loro perdite e le condizioni del mercato creditizio si erano stabilizzate. Tuttavia, quella che sarebbe potuta essere una recessione fisiologica si trasformò in qualcosa di molto peggiore quando le drammatiche siccità che colpirono le regioni del Midwest determinarono un brusco ed inaspettato calo della produzione agricola, con il risultato che gli agricoltori non poterono rimborsare i prestiti contratti con le banche. Le insolvenze originate dai mutui concessi alle aziende agricole provocarono vaste perdite nei bilanci delle banche locali del Midwest.

Nei mesi che seguirono il crollo di borsa, la debolezza dell'economia e delle banche in quell'area degli Stati Uniti scatenò imponenti "corse agli sportelli" che sfociarono in un vero e proprio panico bancario verso la fine del 1930 ed in una netta flessione del mercato azionario.

I depositanti prendevano d'assalto gli sportelli delle banche, perché temevano un loro coinvolgimento nella crisi e perché avevano realmente bisogno di fondi per rimborsare i debiti giunti a scadenza e a cui non potevano far fronte con la liquidazione rovinosa dei valori mobiliari in loro possesso. La banca centrale americana, la Federal Reserve, non fece che aggravare la situazione, restringendo la quantità di credito disponibile e spingendo così le banche a vendere i propri titoli alla ricerca spasmodica di liquidità, con l'effetto di fare precipitare il loro valore e di peggiorare la situazione del sistema creditizio. Vennero proclamate diverse vacanze bancarie per frenare la corsa agli sportelli, ma tra il 1931 e il 1933 fallirono oltre

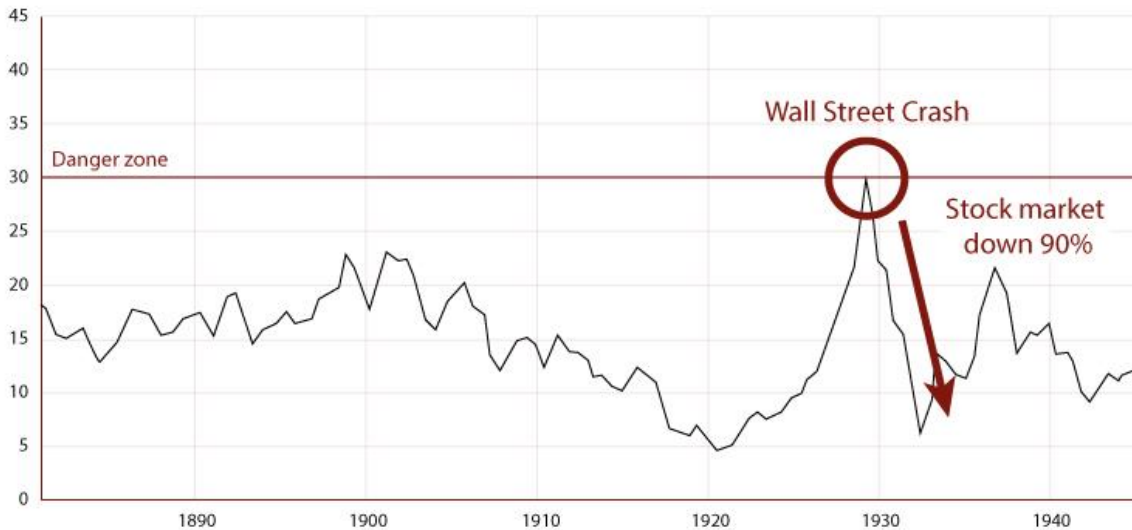
11.000 aziende di credito, nonostante le famose fireside chats del successore di Hoover per rassicurare gli americani sulla loro solidità.

Come mai in precedenza, i contemporanei furono ben consapevoli della dimensione psicologica della crisi. Nel suo discorso inaugurale, il presidente Roosevelt dichiarò: «The only thing we have to fear, is fear itself» (Akerlof, Shiller, 2009: 11-12). John Maynard Keynes parlò di un «fallimento nelle articolazioni immateriali della mente». Ma entrambi erano anche convinti che una parte della responsabilità della crisi fosse da ricondurre alla scorrettezza di alcuni comportamenti finanziari: il presidente puntò il dito contro «i trafficanti di denaro senza scrupoli» di Wall Street, mentre Keynes nella sua Teoria generale paragonò il mercato azionario ad un casinò (Galimberti, 2008).

I prezzi azionari continuarono a scendere e l'aumento dell'incertezza causata dalla contrazione economica aggravò i problemi di azzardo morale e di selezione avversa nei mercati finanziari. Tali problemi di asimmetria informativa si intensificarono ulteriormente a causa della forte riduzione del numero di intermediari ancora in attività tanto che i sistemi finanziari facevano sempre più fatica a trasferire i fondi alle imprese con opportunità di investimento produttivo. Come previsto dalla nostra analisi, dal 1929 al 1933 l'ammontare dei prestiti commerciali in circolazione si dimezzò e la spesa per investimenti crollò, diminuendo del 90% dai suoi livelli del 1929.

La crescita delle frizioni finanziarie si manifestò quando i datori di fondi incominciarono a richiedere tassi di interesse molto più elevati sui prestiti allo scopo di proteggersi dalle perdite originate dai crediti concessi. Il conseguente ampliamento degli spread creditizi (la differenza tra i tassi di interesse sui prestiti alle famiglie e tassi sulle attività su cui esiste la relativa certezza che verranno rimborsate) evidenziò il differenziale tra i tassi sulle obbligazioni societarie di rating Baa (qualità media) e quelli sulle poco rischiose obbligazioni del Tesoro con analoga scadenza.

La perdurante deflazione incominciata nel 1930 alla fine portò ad una diminuzione del 25% nel livello dei prezzi, creando un "cortocircuito" nel normale processo di recupero che si verifica in gran parte delle recessioni. La riduzione dei prezzi innescò una deflazione del debito, a seguito della quale il grado di indebitamento delle aziende aumentò ed il capitale netto si ridusse vertiginosamente. La contrazione di quest'ultimo e l'aggravarsi di fenomeni di azzardo morale e di selezione avversa fece perdurare la fase recessiva, durante la quale il 25% della forza lavoro si trovò disoccupata.



<https://www.capitalandconflict.com/wp-content/uploads/2018/04/LIA-Wall-Street-graph-1.jpg>

Nel 1931, poi, il panico finanziario si scatenò anche in Europa. Tra il maggio e il luglio cadde in dissesto il Credit Anstalt, la principale banca austriaca. Il contagio si estese nel mese successivo alle banche tedesche, ma la chiusura temporanea degli sportelli evitò il peggio per l'intero sistema. I pochi capitali esteri (in gran parte a breve termine) rimasti dopo la prima ondata di fuga dell'autunno 1930 abbandonarono senza altre esitazioni i due paesi in conseguenza dell'esito delle elezioni favorevole al partito nazista. Le banche centrali, al di là di errori tecnici, non intervennero in maniera risolutiva con un'espansione monetaria, perché ciò avrebbe minacciato la convertibilità aurea, già compromessa dai deflussi valutari. La perdita di fiducia riguardò così tutti i paesi con bilance dei pagamenti in deficit che, ora, non potevano ottenere nuovi crediti dalle banche americane. Le banche inglesi, che vantavano crediti consistenti verso la Germania subirono ritiri di fondi a livello internazionale, ritiri che comportarono la svalutazione della sterlina e l'abbandono della convertibilità attraverso l'abbandono definitivo del Gold Standard⁶ da parte della Gran Bretagna, avvenuto il 21 settembre 1931. Altri paesi seguirono l'esempio, per ridare competitività alle proprie esportazioni e tentare di raddrizzare i propri conti sull'estero. Anche gli Stati Uniti, nella primavera del 1933, svalutarono il dollaro del 33%, ma queste manovre competitive annullavano a vicenda gli effetti desiderati, per ridare slancio alle singole economie nazionali. In pochi anni il Gold Exchange Standard internazionale, faticosamente ricostruito attorno alla metà degli anni 20, era definitivamente cancellato.

⁶ Gold Standard : Sistema di monometallismo aureo, per cui la circolazione è composta di monete d'oro e di biglietti di banca pienamente convertibili in monete d'oro e viceversa, e vige libertà di coniazione e di fusione nonché di importazione e di esportazione del metallo. Un sistema del genere ha regolato le relazioni economiche internazionali dal 1870 alla Prima guerra mondiale.

La nuova potenza egemone sul piano economico e finanziario (USA) non si assunse la responsabilità di organizzare forme di cooperazione internazionale che potessero arginare la depressione prima che questa dilagasse, aggravata dagli effetti della crisi finanziaria. Sul piano interno, la depressione investì le varie categorie sociali e, specialmente, i settori più deboli della popolazione, le cui fila di sottoproletari e diseredati furono ingrossate non solo da salariati senza lavoro, contadini e proprietari terrieri medi e piccoli, ma anche da un gran numero di borghesi agiati gettati sul lastrico e sradicati di netto dalla loro posizione economica, abitudini, stili di vita, relazioni sociali e umane. La disoccupazione raggiunse punte altissime sia negli Stati Uniti che in alcuni paesi europei. Sul piano politico, tutto ciò alimentò l'affermazione del nazismo, esasperò i nazionalismi economici e politici che, a loro volta, fecero precipitare l'Europa nella Seconda Guerra Mondiale. Le politiche utilizzate fino ad allora dettero una pessima prova in una congiuntura in cui la sincronia quasi generale privò l'economia interna e internazionale di fattori di compensazione e della possibile azione di un prestatore di ultima istanza. I meccanismi di aggiustamento spontaneo – sui quali si confidava per riportare l'economia al pieno impiego – non funzionarono e le ricette teoriche prevalenti non furono in grado di fornire risposte efficaci.

1.6.3. La bolla finanziaria di Internet : la dot.com

Prima di arrivare al Settembre del 2007, quando l'intera economia americana e mondiale rivisse una nuova Grande Depressione e furono scardinati i principi base dell'élite politica monetaria, è necessario citare ed analizzare in breve un'altra precedente crisi finanziaria : la crisi della fine degli anni 90', meglio conosciuta anche come la Bolla di Internet.

Nel 1994, con la quotazione di *Netscape* – la società che sviluppò il primo *browser* commerciale per *internet* – prese il via un nuovo ciclo economico, definito *New Economy*. La *New Economy* si contrapponeva alla *Old Economy* basata prevalentemente sul settore manifatturiero. In pochi anni si assistette al sorprendente sviluppo di aziende operanti nel settore Internet o, più in generale, nel settore informatico, chiamate *Dot-com companies* (dal suffisso '.com' dei siti attraverso i quali tipicamente tali società operavano), agevolate anche dal basso costo del capitale in un contesto di bassi tassi di interesse (tra il 1995 e il 1999 la Banca Centrale degli Stati Uniti ridusse il tasso ufficiale dal 6% al 4,75%).

L'euforia generale derivante dai concetti di 'sviluppo', 'progresso' e 'crescita', associati a un settore all'avanguardia come quello della *new economy*, alimentò le aspettative di futuri e continui aumenti del valore dei titoli emessi dalle aziende del comparto, a prescindere dalle informazioni espresse dai tradizionali indicatori di redditività (quali utili prodotti, indebitamento, beni materiali, disponibilità liquide, previsioni di crescita).

Nel caso della bolla del *Dot-com*, inaspettatamente, a marzo 2000, i bilanci pubblicati da diverse aziende mostrarono risultati deludenti, fornendo evidenza che l'investimento nelle società del comparto poteva

rivelarsi non profittevole. Le quotazioni cominciarono a calare, per effetto delle vendite da parte di coloro che intendevano disinvestire prima che i titoli in portafoglio si svalutassero ulteriormente. Il Nasdaq, l'indice azionario di riferimento, perse in tre giorni quasi il 9%.

Nel corso del 2001 molte *Dot-com companies* chiusero o furono oggetto di operazioni di acquisizione e fusione. Nel 2004, solo il 50% delle società quotate nel 2000 erano ancora attive a quotazioni infinitesimali rispetto ai loro massimi. Poche le aziende solide che negli anni successivi riuscirono a crescere (*Amazon, eBay, Apple*).

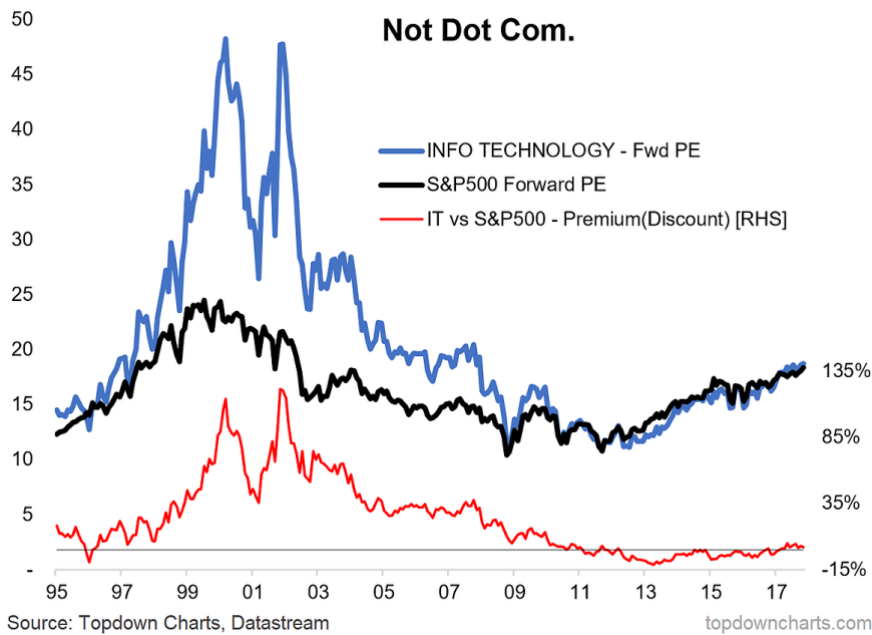
Durante la fine degli anni Novanta, il notevole valore di mercato assegnato alle società che si occupavano di Internet ed alla tecnologia sembrava non corrispondere a valutazioni razionali.

Le valutazioni delle azioni si basavano su previsioni future incerte. Anche se tutti i partecipanti al mercato valutavano razionalmente il prezzo delle azioni come valore attuale di tutti i flussi di cassa attesi in futuro, potevano comunque generarsi eccessi di prezzo, spiegabili con due motivi principali: da un lato affermazioni non supportate da fatti reali in relazione alla crescita di Internet (e dell'infrastruttura di telecomunicazioni necessaria per sostenerla) e, dall'altro, proiezioni inaffidabili in merito a tassi e durata della crescita per le società della new economy.

Tuttavia, in quegli anni i professionisti degli investimenti finanziari sostenevano che le valutazioni delle società high-tech fossero corrette ed i manager di fondi pensioni e di investimento sovrappesarono le percentuali di titoli di società high-tech nei loro portafogli . Oggi appare piuttosto chiaro, in retrospettiva, che quei professionisti si sbagliavano, ma non vi erano certamente opportunità di arbitraggio. Negli Stati Uniti l'indice di mercato del settore di Internet superò 1.000 nel Febbraio del 2000' e scese a 200 soltanto nell'Ottobre dello stesso anno. Inoltre, benchè le società del settore di Internet rappresentassero soltanto il 6% del mercato delle azioni nel Febbraio 2000', l'intero settore puro rappresentava il 19% del volume giornaliero degli scambi in borsa.

Questo offre evidenza dell'irrazionalità dei mercati finanziari. Vi fu un eccesso di nuovi capitali fluiti verso le società di Internet e delle telecomunicazioni, perciò il mercato azionario aveva temporaneamente fallito nel suo ruolo riguardante l'efficienza allocativa di capitali.⁷

⁷ <http://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>



https://static.seekingalpha.com/uploads/2017/12/11/saupload_542496_fdb6d90d90eb48c1b59c79adc1302af7_mv2.png

1.7. Conclusione

Sulla scorta dell'analisi delle diverse crisi finanziarie effettuata distinguendo tra stadi di sviluppo di economie e differenti collocazioni temporale, siamo adesso in grado di parlare della crisi più recente che ha colpito il sistema finanziario, e che, a mio modesto parere, lo ha stravolto per sempre.

Infatti, la crisi del 2008, mossa dai processi di deregolamentazione bancaria e globalizzazione mondiale iniziati già negli anni Novanta, ha causato innumerevoli fallimenti di importanti istituzioni finanziarie, portando alla disperazione milioni di risparmiatori mondiali ed alla bancarotta addirittura consolidati sistemi statali.

Partendo dalla normale narrazione dei fatti ci concentreremo sulle cose che più non hanno funzionato e che hanno fatto rendere conto di quanto, il sistema finanziario, solo un decennio scorso, fosse "malato".

Partendo dalla descrizione delle basi di ingegneria finanziaria sulle quali si reggeva ed ahimè si regge ancora la finanza strutturata moderna, analizzeremo gli aiuti messi in campo dalle banche centrali europee ed americane ed il ruolo di estrema importanza svolto dalle agenzie di rating nel corso di questa catastrofe economica.

E' di assoluta attualità inoltre una discussione sul ruolo che ancora oggi queste istituzioni assumono all'interno del sistema finanziario e di come l'attendibilità dei loro resoconti, non soggetta a controlli esterni,

stia venendo progressivamente sminuita dall'introduzione dei CDS nell'ordine di un più efficace risk monitoring.

CAPITOLO 2

Ingegneria Finanziaria: Dal boom dei sub-prime al crollo delle basi dell'economia

Introduzione - Dare fastidio al sistema -

*“Developments in the financial sector have led to an expansion in its ability to **spread risks**. The increase in the risk bearing capacity of economies, as well as in actual risk taking, has led to a range of financial transactions that hitherto were not possible, and has created much **greater access to finance for firms and households**. On net, this has made the world much better off. Concurrently, however, we have also seen the emergence of a whole range of intermediaries, whose **size and appetite for risk may expand over the cycle**. Not only can these intermediaries **accentuate real fluctuations**, they can also leave themselves exposed to certain small probability risks that their own **collective behaviour** makes more*

likely. As a result, under some conditions, economies may be more exposed to financial-sector-induced turmoil than in the past. The paper discusses the implications for monetary policy and prudential supervision. In particular, it suggests market-friendly policies that would reduce the incentive of intermediary managers to take excessive risk⁸.

Ogni anno, ad Agosto, l'élite del mondo delle banche centrali e dell'economia monetaria si riunisce nella località turistica di Jackson Hole, nel Wyoming. Nella riunione del 2005, il tema dell'importante convegno non era però la crisi immobiliare che si stava sempre più preparando, bensì il festeggiamento nei confronti del leggendario presidente uscente della Fed, Alan Greenspan. La maggior parte degli interventi era ottimista, come si conveniva. Tuttavia, tutto ad un tratto una nota stonata venne suonata. Raghuram G.Rajan, indiano di nascita, affermato docente della Chicago Booth School of Business e capo economista dell'FMI, che era oramai un membro a pieno titolo dell'élite economica americana, pronunciò le parole poi riprese nell'estratto del suo paper riportato sopra.

Il titolo del suo intervento suonava ai molti come eretico :” Lo sviluppo finanziario ha reso il mondo più rischioso? ”

L'economista indiano temeva che la spettacolare espansione della moderna intermediazione finanziaria stesse creando una pericolosa e travolgente attrazione per il rischio.

Era come se Rajan avesse rovinato la festa di addio ed il tributo al longevo Presidente della Fed, successore di Paul Volker; il suo intervento non fu ben accolto dall'importante e vasta platea presente in sala quella sera.

Larry Summers, politico, economista e accademico statunitense, che in quegli anni ricopriva il ruolo di rettore della prestigiosissima Università di Harvard, brandì tutta la sua autorità di ex Segretario del Tesoro interrompendo il coraggioso intervento di Rajan, e definendo le premesse della sua tesi leggermente luddiste ed assai maldestre.

Evidenziare i rischi di un sistema finanziario complesso e moderno, basato su una ricercata ingegneria finanziaria, come stava facendo senza troppo tatto Rajan, significava invitare a “ restrizioni” ed “ altri interventi politici sbagliati “.

La replica di Summers, sostenente l'avvertimento per cui anche il semplice parlare di rischi all'interno del sistema finanziario significava istigare pericolose reazioni politiche, equivaleva resistere al grande progresso tecnologico ed andare perfettamente incontro alla visione emblematica di Alan Greenspan riguardo il laissez-faire del sistema economico-finanziario che aveva spinto verso una deregolamentazione lunga quarant'anni.

⁸ Rajan G.R., 2006, Has finance made the world riskier?, European Financial Management, Vol. 12, No. 4, pp. 499-533

Ma da quali argomentazioni teoriche nascevano le perplessità di Raghuram G.Rajan? Come mai aveva voluto pronunciare dinanzi ad una platea così importante affermazioni nettamente in controtendenza con i maggiori leader dell'economia statunitense e mondiale?

Il nostro obiettivo, attraverso la stesura di questo capitolo, è quello di definire un quadro completo e dettagliato della cause endogene ed esogene che portarono l'America in primis ed il mondo di conseguenza, sull'orlo del precipizio economico-finanziario, soffermandoci sulle manovre di politica economica dei maggiori stati (in particolare USA) dall'avvento della crisi delle dot.com e dall'attacco terroristico dell'11 Settembre fino all'effettivo scoppio della crisi.

2.1. L'equilibrio del terrore finanziario

Come prima abbiamo accennato, le cause che hanno preparato il terreno perfetto per l'aumento sconsiderato della deregolamentazione e la crisi associata all'anno 2008 sono innumerevoli, di natura sia endogena che esogena.

L'economia americana, apparentemente rinforzata da una politica influenzata in modo considerevole dal processo di globalizzazione dei primi anni '90, era, agli inizi del primo decennio degli anni 2000, drasticamente ed evidentemente indebolita dall'amministrazione repubblicana sotto il controllo del presidente George W.Bush.

Era esattamente questa la tesi sostenuta da quello che sarebbe stato poi il futuro presidente USA Barack Obama, quando presenziò al convegno della Brookings Institution per sostenere un'iniziativa varata dal democratico Robert Rubin, nota come Progetto Hamilton.

Questo movimento dipingeva una panoramica della visione del mondo da parte dei maggiori registi del Partito Democratico allora in minoranza, basata sui problemi dell'America legata al debito sovrano ed alla sua dipendenza dai finanziamenti di Paesi esteri, evidente conseguenza negativa del processo di globalizzazione significativamente entrato in vigore con l'ammissione della Cina al WTO(Organizzazione mondiale del commercio) da parte dell'amministrazione Clinton nel 1995⁹.

Robert Rubin, protagonista del Progetto Hamilton assieme ad un giovane economista di nome Peter Orszag, aveva assistito Bill Clinton come segretario al Tesoro prima di diventare presidente non esecutivo del consiglio di amministrazione di Citigroup.

Della sua precedente esperienza al governo vantava soprattutto il fatto di aver trasformato il deficit di bilancio dell'era Reagan (alla presidenza dal 1980 al 1988) in un'importante eccedenza di bilancio che nel 2000 ammontava a 86,4 miliardi.

Dal momento in cui Bush fu eletto presidente gli Stati Uniti di America iniziarono invece a prendere una direzione sbagliata.

⁹ Wikipedia, Progetto Hamilton

Infatti, sulla scia della crisi delle dot.com, di un'elezione controversa e degli attacchi terroristici dell'11 settembre, l'amministrazione repubblicana Bush aveva deciso una significativa riduzione delle tasse che secondo le stime a posteriori sarebbe costata al governo federale circa 1,35 trilioni di dollari nell'arco di un decennio.

Secondo i dogmi di politica monetaria ai tagli fiscali dovrebbero seguire i tagli alla spesa pubblica, nell'ordine di perseguire una politica monetaria restrittiva, ma, a seguito del disastroso attacco alle Torri Gemelle, l'America fu costretta ad entrare sul piede di guerra, con un enorme aumento delle spese per la difesa e la sicurezza. Nel 2008, stime a posteriori sul pantano iracheno e dell'Afghanistan collocavano le spese pubbliche militari degli USA tra i 900 miliardi ed i 3 trilioni di dollari.

Tutti questi sgravi fiscali contribuirono a trasformare il famoso avanzo commerciale di Rubin in un insidioso deficit che aveva urgente necessità di essere finanziato. Un deficit considerevole, proiettato nel futuro, seguendo le parole dei registi del Progetto Hamilton, avrebbe potuto portare ad un cambiamento radicale nelle aspettative del mercato ed ad una relativa perdita di fiducia degli investitori sia nazionali che esteri, innescando un ciclo negativo e capace di autorafforzarsi tra il deficit fiscale sottostante, i mercati finanziari e l'economia reale. La possibilità che l'America fosse rivolta verso un caos fiscale-finanziario era concreta e da non sottovalutare.

In quel momento non vi era alcun timore di un default dello Stato o di un improvviso aumento dell'inflazione, ma lo scenario che terrorizzava Obama, Rubin e Orszag era quello di un ipotetico futuro nel quale gli investitori stranieri avrebbero perso fiducia nei Treasury Bond americani e smesso di acquistare titoli, in cui il dollaro sarebbe crollato e l'inflazione aumentata portando ad un crollo dei mercati azionari assieme a quello dei consumi nell'economia reale.

L'"equilibrio del terrore finanziario", titolo di questo paragrafo, era in bilico tra il rischio di un possibile arresto del finanziamento esterno e tra l'identità dei fautori di quest'ultimo. Infatti a differenza degli anni Ottanta, i principali investitori stranieri in America non erano più gli europei, bensì gli abitanti giapponesi e cinesi, che con le loro spropositate e gonfiate eccedenze commerciali avevano preso il sopravvento della scena.

Durante questo periodo di impasse sulla politica fiscale e di evidenti squilibri dell'economia statunitense, acquisì molta importanza il ruolo della Federal Reserve tanto che la sua autorevolezza aumentò sensibilmente.

In termini di sicurezza, prestigio e posizione decisionale arrivò a competere anche con gli organi di sicurezza statunitensi.

Lo strumento più potente che la Fed possedeva era senz'altro il tasso di interesse che però stava sempre più perdendo efficacia come battistrada per il resto dell'economia. Alan Greenspan aveva significativamente ridotto i tassi di interesse dal 2001 in poi per stimolare la spesa ed i consumi. Poi, invece, dal 2004, al fine di incrementare il risparmio privato e limitare gli investimenti, decise di rialzare i tassi di interesse. Tuttavia, per via di un eccesso di risparmio globale causato dalla Cina, la disponibilità di valuta straniera all'interno

del sistema vanificava lo sforzo della Fed di alzare i tassi; mentre affluivano capitali, questo spingeva al ribasso i tassi di interesse americani alimentando la ripresa economica ed aumentando le importazioni soprattutto dalla Cina.

Alla fine, possiamo dire che lo scenario che tanto preoccupava i fautori del Progetto Hamilton, quale l'equilibrio del terrore finanziario tra continente americano ed asiatico tenne. La crisi che sarebbe stata associata in futuro al 2008, infatti, non sarebbe stata causata da un eccesso di debito sovrano e da ingenti svendite cinesi di asset americani, bensì dal sistema finanziario stesso, identificandosi come crisi organica al capitalismo occidentale. Come vedremo tra poco, sarebbe stata causata dalla compravendita di mutui ipotecari sub-prime¹⁰ tossici e dalla costruzione di un intero mercato a parte basato su questi.

2.2. I nuovi attori del mercato finanziario

Ciò che a mio avviso i sostenitori delle idee del Progetto Hamilton non avevano considerato, era il funzionamento di fondo dell'economia statunitense, delle sue banche e dei mercati finanziari.

Dall'inizio del nuovo millennio l'economia americana non era solo sostenuta da enormi deficit fiscali ma da un'impennata continua dei prezzi delle case.

Secondo alcune stime l'aumento dei prezzi delle abitazioni aggiunse tra il 2000 ed il 2007 circa 937 miliardi alla domanda globale¹¹.

Tuttavia, l'importanza degli immobili all'interno dell'economia americana non si fermava solo a questo; le case, infatti, non sono solo la più grande singola forma di ricchezza ma sono anche la forma più importante di collaterale per il prestito. E' il debito ipotecario infatti quello che amplifica il ciclo economico generale ed al tempo stesso collega l'andamento dei prezzi delle abitazioni alla crisi finanziaria; ritengo questo un concetto fondamentale per comprendere al meglio le ragioni dell'espansione di questo mercato.

Tra gli anni Novanta e lo scoppio della crisi del 2007, la finanza immobiliare americana si trasformò in una forza dinamica e destabilizzante per l'interazione di 4 fattori:

- il fenomeno della cartolarizzazione
- le strategie di crescita bancaria espansive con alto rischio
- la mobilitazione di nuove fonti di finanziamento
- l'internazionalizzazione

A partire dagli anni Trenta, la finanza immobiliare americana era basata sulle banche commerciali e le casse di risparmio locali che concedevano prestiti a tasso fisso ed a lungo termine.

¹⁰ Sono quei prestiti che vengono concessi ad un soggetto che non può accedere ai tassi di interesse di mercato in quanto ha avuto problemi nella sua storia pregressa di debitore

¹¹ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

Era usanza concedere, soprattutto dagli inizi degli anni Sessanta prestiti trentennali a tasso fisso.

Questi finanziamenti erano concessi da istituti di deposito, che offrivano conti di risparmio garantiti dal governo con tassi di interesse piuttosto bassi.

Seguendo questa scia, la proprietà degli immobili si era allargata fino a comprendere quasi il 66% delle famiglie. Gli anni seguenti gli accordi di Bretton Woods furono piuttosto duri per le banche. Queste infatti da un lato incontravano difficoltà nel trattenere i loro depositanti, dall'altro facevano fatica ad attrarne di nuovi per via della crescente inflazione.

Per prendere a prestito dai mercati monetari od emettere obbligazioni, le banche dovevano affrontare i tassi di interesse fissati dalla Fed mentre i portafogli di mutui in loro pancia venivano svalutati e i tassi di interesse sui nuovi prestiti schizzavano all'impazzata.

Per via di questa situazione, si verificarono molti fallimenti di casse di risparmio americane, che a differenza delle banche non riuscirono a sopravvivere.

Qualcosa, in seguito alla fine degli accordi di Bretton Woods stava cambiando nei metodi di finanziamento e concessione dei prestiti, per via della flessibilità negli accordi monetari; era necessario adottare un nuovo modello di finanziamento basato sul mercato e collocare delle istituzioni pubbliche al centro del sistema. Fu in questo contesto macroeconomico che acquisirono molta importanza all'interno del sistema dei mutui americani, all'indomani della crisi delle casse di risparmio le cosiddette GSE (government sponsored enterprise), imprese private sostenute dal Governo.

Tra queste, la madre di tutte era Fannie Mae¹². Questa, non concedeva mutui, ma li acquistava perlopiù da banche commerciali statunitensi specializzate nell'emissione di mutui garantiti dal governo federale tramite la Federal Housing Authority (FHA).

Fannie Mae contribuiva ad unificare l'America attraverso il debito ipotecario, riuscendo a finanziare a buon mercato l'acquisto di questi mutui standardizzati attraverso un rating di primissimo livello, che rispecchiava probabilità di default vicino allo 0%.

Infatti, questa GSE godeva di un agency debt (obbligazioni garantite da enti pubblici) equivalente a quello del tesoro americano, tanto che i debiti di Fannie Mae figuravano sul bilancio del governo federale.

In seguito alla guerra americana in Vietnam si assistette alla nascita della "nuova Fannie Mae" in quanto fù privatizzata dal governo; godendo di maggiore autonomia la nuova Fannie Mae poteva acquistare qualsiasi tipologia di mutuo, anche non garantito dal governo, purché conforme a certi standard di qualità.¹³

Nel 1970, il Congresso fondò Freddie Mac, una terza agenzia GSE, per giocare ad armi pari comprando i prestiti emessi dalle casse di risparmio.

¹²Tutta la descrizione sulle GSE da qui in poi è stata estrapolata da: Richard K.Green, The Rise and Fall of Fannie Mae e Freddie Mac, trad.ita. 2009.

¹³ crediti conformi proprio per questo

La manovra del presidente della Fed Paul Volker degli anni Ottanta con aumento dei tassi di interesse e regole rigide riguardo le riserve bancarie per fronteggiare l'ondata di inflazione che stava minacciando l'economia americana, colpì duramente le GSE, portandole quasi all'immediato default.

Ma il mercato immobiliare, sempre più solido, si fortificò e con esso anche le imprese private sostenute dal governo, tanto che alla fine del secolo, Fannie Mae e Freddie Mac insieme garantivano almeno il 50% del mercato nazionale dei mutui.

La creazione di crediti conformi che potessero essere protetti dalle GSE era diventato la base del sistema dei mutui immobiliari americano.

Le GSE costruirono una delle lobby più influenti di Washington, con una potenza di fuoco leggendaria, suscitando le ire di molti rappresentanti di destra che rivendicavano a queste imprese private i numerosi vantaggi nei finanziamenti di cui godevano attraverso resti governati, che erano tali da falsare il mercato, portando quindi ad un'inevitabile crisi.

Tuttavia, le due maggiori GSE avevano definito una standard piuttosto elevato riguardo la qualità dei prestiti che potevano comprare; non era loro interesse trattenere quindi mutui "sub-prime" di bassa qualità che nel primo decennio degli anni Duemila erano diventati molto comuni, in particolare nelle minoranze etniche di città come Cleveland e Cincinnati.

Questi prestiti tossici erano il prodotto di un nuovo sistema di finanza ipotecaria guidati da istituti di credito privati, che spinti dalla ricerca del profitto, erano assai più avventurosi nel concedere prestiti alle comunità malservite rispetto alle ormai note e famose Freddie Mac e Fannie Mae.

In questo senso, le GSE non contribuirono allo sviluppo per i presupposti di una crisi inevitabile, ma il loro, anche di notevole importanza contributo fu quello di introdurre due innovazioni senza le quali è difficile immaginare la crisi:

- il modello *originate-to-distribute* di creazione ed immediato trasferimento del credito
- la cartolarizzazione (securitization) dei mutui

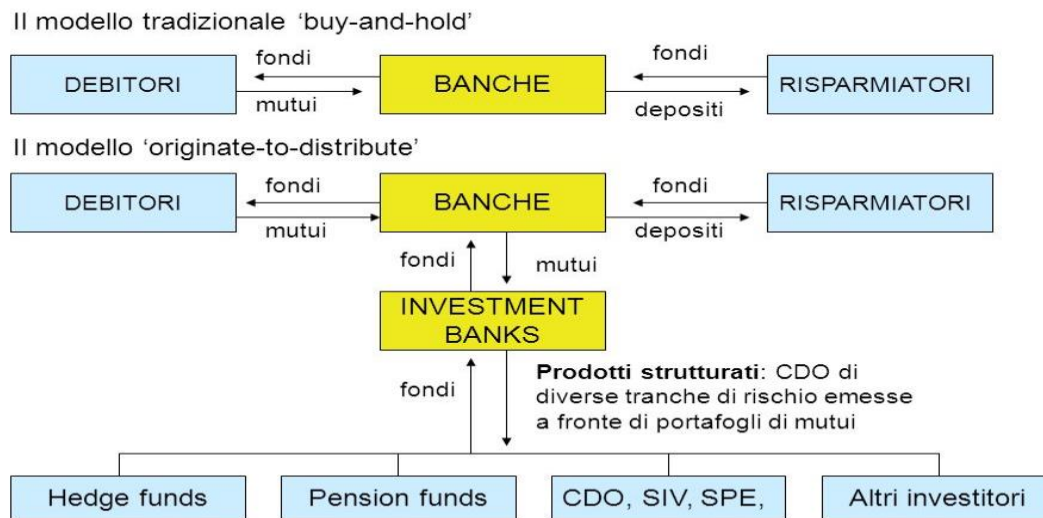
Il modello *originate-to-distribute*¹⁴ aveva preso piede già negli anni Trenta e separava la creazione di un mutuo dal suo finanziamento. Le banche commerciali che in origine concedevano i prestiti alle famiglie americane venivano rimborsate quando vendevano i mutui a Fannie Mae. Questo permetteva loro di concedere altri prestiti. Era il debito emesso dalle GSE per finanziarie i mutui che detenevano nei loro bilanci che, alla fine, provvedeva ai fondi per il prestito. Chi concedeva mutui non aveva più bisogno di inserirli nel proprio bilancio ma diventava quasi un broker operante dietro compenso. Ciò che teneva in piedi

¹⁴ La tecnica finanziaria è definita nel **modello originate-to-distribute**, antitetico al concetto stesso di banca che invece si basa sul **modello originate-to-hold**. In sostanza con la cartolarizzazione il rischio di credito viene trasferito dalla banca agli obbligazionisti e la banca libera risorse di capitale. Fonte Wikipedia

e faceva funzionare il sistema originate-to-distribute come una macchina perfetta era il rating posseduto dalle GSE, sostenuto dal governo, funzionante come rete di sicurezza dell'intero sistema.



DAL 'BUY-AND-HOLD' AL 'ORIGINATE-TO-DISTRIBUTE'



17

<https://slideplayer.it/slide/554131/1/images/17/DAL+'BUY-AND-HOLD'+AL+'ORIGINATE-TO-DISTRIBUTE'.jpg>

A partire dagli anni Settanta le GSE fecero un altro passo in avanti molto importante. Lavorando a stretto contatto con le banche di investimento aprirono alla strada al fenomeno della cartolarizzazione¹⁵. Anziché mantenere i mutui creati localmente nei propri bilanci e finanziarli emettendo obbligazioni, cominciarono a vendere direttamente i mutui agli investitori. Per far ciò accorparono questi mutui in pool, e vendettero le partecipazioni agli utili di questi pool emettendo titoli.

In questo modo le imprese private sostenute dal governo riuscivano ad eliminare anche il rischio idiosincratico non sistematico, annullabile attraverso la diversificazione derivante dall'accorpamento di tanti mutui.

Gli investitori interessati a detenere proprietà immobiliari potevano acquistare un portafoglio di esposizione su base ampia senza dover costruire la rete necessaria per concedere prestiti in un'economia vasta come quella degli Stati Uniti, cosa che facevano nella piena consapevolezza dei rischi e dei profitti generati dalla fluttuazione dei tassi di interesse.

Invece di costringere le piccole casse di risparmio a scommettere sulla redditività di un prestito, la cartolarizzazione avrebbe lasciato al processo collettivo della contrattazione di mercato il compito di determinare i costi del finanziamento.

¹⁵ Tecnica finanziaria progettata per trasformare strumenti finanziari non trasferibili in altri strumenti finanziari, negoziabili e liquidi.

La prima operazione di cartolarizzazione di mutui fu realizzata da Ginnie Mae, la vecchia Fannie Mae, nel 1970.

Ma il vero passo in avanti possiamo dire fu fatto nel 1977 quando Lewis Ranieri e la sua squadra di investimenti della Salomon Brothers avviarono la prima cartolarizzazione privata di mutui per la Bank of America¹⁶.

In seguito allo shock dei tassi di interesse messo in atto dalla Fed chi aveva concesso prestiti ed era rimasto arenato con portafogli di mutui a basso tasso di interesse si rivolse al mercato per recuperare qualunque valore residuo dalla loro cartolarizzazione e svendita.

La cooperazione tra le GSE e le banche di investimento, che non godevano ancora di grande fama a Wall Street, iniziava a farsi sempre più forte ed ad essere sempre più coesa ed efficace.

Infatti, le due istituzioni non crearono soltanto titoli garantiti da mutui (mortgage backed securities, MBS¹⁷) secondo il modello del pass-through, ma anche le cosiddette CMO¹⁸ (collateralized mortgage obligations), obbligazioni garantite anch'esse da mutui, che permettevano di suddividere un pool di MBS in tranche con diversi profili di rischio. Questo segnò la nascita della cosiddetta finanza strutturata.

Le tranche che si trovavano più in alto nell'ordine gerarchico, vantando un reddito più alto sul livello delle entrate, erano protette sia da un rischio default che da quello di un'estinzione anticipata.

Le tranche situate più in basso invece, potevano essere svendute ad investitori in cerca di operazioni più rischiose.

Le tranche senior di alto livello avrebbero ripagato l'investimento, tranne nel caso altamente improbabile di un massiccio default collettivo.

A giocare un ruolo di primaria importanza nella circolazione di queste CMO erano senz'altro le agenzie di rating, che diventarono, con l'avvento della finanza strutturata, tra gli interpreti più importanti nel panorama dei mercati finanziari da La City a Wall Street¹⁹.

Di natura diversa delle CMO erano gli MBS.

Questi, raccoglievano migliaia di quelli che si supponeva fossero asset prevedibili come i mutui ipotecari. Le agenzie di rating, tuttavia, non dovevano calcolare i rischi di default sulla base di valutazione più o meno soggettive delle prospettive economiche di una società, ma soltanto applicare consueti principi di matematica finanziaria. L'idea di queste, sulla scia della casse di risparmio, fu spalmare il rischio verso l'esterno rispetto a chi era immediatamente coinvolto nel prestito ai titolari di mutui ed attrarre gli investitori trasformando i mutui in titoli che offrirono un'ampia gamma di profili di rischio/rendimento.

¹⁶ Michael Lewis, *Liar's Poker*, trad.ita.2010

¹⁷ MBS è un titolo garantito da un insieme di mutui ipotecari, fonte Wikipedia

¹⁸ CMO è un titolo di debito complesso che riconfeziona e dirige i pagamenti di capitale e interessi da un pool di agenzie a diversi tipi e scadenze di titoli, fonte Wikipedia

¹⁹ Kia Dennis, *the Ratings Game*, trad.ita. 2009

Alla fine degli anni Novanta, i rischi connessi al sistema americano di mutui a lungo termine, a tasso fisso e facili da estinguere erano stati cartolarizzati e si erano diffusi in un sistema finanziario molto ampio. Erano andati alle GSE, alle banche, ai fondi pensione ed alle casse di previdenza.

La cartolarizzazione quindi, se da una parte riuscì nel suo compito di spalmare il rischio, dall'altro, aveva ridotto l'incentivo a monitorare attentamente i prestiti sottostanti, attraverso la separazione della creazione dei mutui dal loro finanziamento. La situazione era totalmente differente da quella previgente.

Se un istituto di credito locale prima deteneva un mutuo per la sua intera durata trentennale, aveva tutte le ragioni per monitorare attentamente il cliente.

Invece, già negli anni Novanta, prima di essere finalmente vendute ad un investitore, le ipoteche americane passavano per almeno 5 istituzioni differenti: gli originatori, i grossisti di pacchetti di mutui, i sottoscrittori che valutavano i rischi, le imprese e gli altri servicer sostenuti dal governo che gestivano il flusso dei proventi generati dagli interessi.

E' quindi ragionevole già da adesso pensare che le cause dell'espansione enorme dei crediti inesigibili e della conseguente crisi del 2007-2008 siano da attribuire a codesti incentivi talvolta perversi, piuttosto che a sovvenzioni governative guidate dall'avidità delle istituzioni.

Quando la Salomon Brothers aiutò le GSE ad ideare il modello di cartolarizzazione ed a lanciare ogni nuovo quantitativo di MBS, l'intero settore finanziario fu costretto a ripensare il suo modello di business, comprese anche le banche commerciali.

Nello specifico, il nuovo mondo della finanza americana e internazionale all'insegna della deregolamentazione era fatto apposta per le banche d'affari, che iniziarono a lavorare duramente per comprendere come proteggersi dalle fluttuazioni delle valute e dei tassi di interesse.

Ad esempio, crearono strumenti che consentivano ad un certo cliente di assumersi il rischio di fluttuazioni delle valute e dei tassi di interesse, mentre un altro invece optava per i tassi fissi.

Questo tipo di strumento che permetteva sostanzialmente ai clienti di operare con esposizioni in valuta eccessive prendeva il nome di contratto swap, o scambio di crediti.

Negli anni Novanta invece, una squadra della J.P Morgan, una delle più importanti banche di investimento, ideò il Credit Default Swap.

Questo strumento finanziario offriva protezione contro il rischio di mancato pagamento o di default, fungendo come una vera e propria assicurazione sul fallimento, e permetteva a chi concedeva prestiti di mettere a punto il rischio di credito.

Con il proliferare dell'utilizzo di questi strumenti ciò che consentì alle banche di affari di aumentare esponenzialmente i loro profitti e rendimenti incrementando le loro attività di trading, fu l'utilizzo della leva finanziaria²⁰.

²⁰ La leva finanziaria è un indicatore utilizzato per misurare l'indebitamento di un'azienda, anche conosciuto come rapporto di indebitamento

Tuttavia, la costante crescita di dimensioni dell'attività delle banche, poneva il problema del reperimento di fondi. Le banche di affari, infatti, non hanno depositi, ma prendono a prestito da altre banche, o da fondi istituzionali, il denaro che prestano a loro volta sui mercati all'ingrosso.

Trovarono perciò, dagli inizi degli anni Novanta, il carburante per la loro ascesa nella liquidità che i cosiddetti cash pool istituzionali portavano ai mercati del finanziamento all'ingrosso.

Questi cash pool istituzionali, che alla fine degli anni Novanta gestivano circa una somma pari ad un trilione di dollari erano soprattutto costituiti da fondi comuni di investimento del mercato monetario (MMF), che tratteremo nel dettaglio in futuro, che offrivano conti immediatamente accessibili senza garanzie governative ufficiali, e da fondi e società di servizi noti come family office.

La fiducia che queste banche di affari acquisivano nella capacità di gestire i rischi ispirata dai nuovi strumenti derivati, insieme all'accesso ai cash pool istituzionali, permise a queste di crescere fino a creare la nuova Wall Street, costruita su un modello di business che aveva come colonna principale la gestione dell'incertezza.

Accanto alle banche d'affari, protagoniste assolute della nuova scena finanziaria, vi erano le banche commerciali, per le quali, l'era del post Volker fu più difficile. Avendo perso il mercato dei mutui, con l'avvento del nuovo millennio queste si cimentarono in un nuovo modello di business. Avevano sempre concesso mutui le banche commerciali, ma in genere li avevano venduti alle GSE.

Invece, adesso, il loro mercato si era evoluto, grazie ai molteplici livelli di creazione, cartolarizzazione, vendita e fornitura di servizi, offrendo un ponte naturale tra l'attività bancaria tradizionale e le aspirazioni di queste banche commerciali all'alta finanza.

Ma ciò che diede loro veramente la spinta per questo importante cambiamento nell'offerta di servizi fu la politica di deregolamentazione seguita dall'amministrazione Clinton con Robert Rubin al tesoro e Larry Summers.

Quando oramai le vecchie norme risalenti al New Deal, che separavano l'attività bancaria tradizionale da quella delle banche d'affari furono abbandonate, a gridare l'inno per la nuova era del sistema bancario universale americano furono soprattutto Citigroup e Bank of America.

Tra i responsabili del boom dei mutui privati degli anni Duemila in America vi erano anche istituti di credito ipotecario come Countrywide e Washington Mutual, che anziché organizzare il business dei mutui attorno alle GSE decisero, proprio come le banche di investimento e le banche commerciali di creare un'attività integrata di cartolarizzazione di mutui.

Nei primi anni Duemila le strategie societarie incentrate sulla cartolarizzazione dei mutui privati erano ormai in piena attività.

Fannie Mae e Freddie Mac, godevano ancora tuttavia di una posizione dominante sul mercato grazie ai loro vantaggi in termini di raccolta fondi.

Ma le GSE non sembrava avessero fatto tutto secondo le regole, accumulando numerose violazioni contabili e regolamentari e gli organismi di controllo le imposero di contrarre i propri bilanci.

All'inizio del 2004, quando i tassi di interesse avevano ormai toccato il fondo seguendo la scia della bolla delle dot.com e del trauma dell'11 Settembre, il boom dei rifinanziamenti aveva fatto il suo corso e le GSE si erano ormai fermate. Queste erano le condizioni ideali perché l'industria dei mutui privati prendesse il sopravvento. Ai mutui conformi facenti perno sulle GSE iniziarono ad essere preferiti i prestiti non convenzionali dei marchi privati, come i sub-prime, i "prestiti jumbo" ed i leggermente migliori "Alt-A". In questo momento, molto delicato, gli operatori privati scoprirono che se il controllo accurato dei mutui convenzionali era redditizio, quello dei sub-prime lo era molto di più in quanto la parte finanziaria sottostante era più elaborata e si potevano chiedere tariffe più alte per i vari servizi.

Per gestire i rischi, la produzione di CDS, una volta solo riservata a banche d'affari fu di fatto industrializzata. Grandi compagnie assicurative come AIG offrirono assicurazioni CDS su molteplici prodotti cartolarizzati, convinte di realizzare un profitto gratis, immediato e certo, assicurando un settore che non sarebbe mai apparentemente fallito.

Ovviamente la crescita imponente del sistema delle assicurazioni sui titoli cartolarizzati stimolò ampiamente l'espansione delle attività legate a CDO ed ad obbligazioni garantite da debito.

I CDO erano strumenti finanziari derivati basati su tranche di nuova confezione e di livello intermedio che provenivano da altri mutui cartolarizzati. Combinandoli tra loro e dividendoli in numerose tranche, diventava possibile ricavare da un congruo pool di attività tripla B ulteriori tranche di titoli tripla A.

Inoltre, era possibile anche un ulteriore passo in avanti; infatti, prendendo le porzioni di livello più basso dei CDO, potevano essere costruiti nuovi pool e nuove tranche che sarebbero andate a formare i cosiddetti CDO-squared (obbligazioni al quadrato). Per la logica dei rischi indipendenti, e con i favori concessi dalle "corrotte" agenzie di rating, perfino una parte di quei titoli avrebbe ottenuto un rating tripla A.

2.3. Il boom dei prestiti non convenzionali

Nei primi anni Duemila, l'industria dei mutui privati aveva acquisito una grandissima importanza e la fine del boom dei rifinanziamenti dei mutui convenzionali aveva dato una importante spinta verso i prestiti non convenzionali. Tuttavia, per scatenare la fase finale del boom vi era bisogno di attori interessati ad acquistare le centinaia di miliardi di dollari in titoli che venivano prodotti.

Per comprendere questo punto di cruciale importanza per la trasformazione storica che portò al vero boom degli anni Novanta, deve essere una volta per tutte chiaro il ruolo rivestito dalle agenzie di rating e la loro

stretta correlazione con la crescente richiesta di asset sicuri e con la mobilitazione di cash pool istituzionali per la finanza ipotecaria²¹.

L'etichetta tripla A collocava i titoli nella stessa classe di asset dei Buoni del Tesoro, che attiravano gli investitori alla ricerca di attività con probabilità di default prossime allo zero.

E' fondamentale però collocare questa situazione nel contesto storico - temporale di quegli anni, dove molteplici attori erano alla ricerca di asset sicuri, incrementandone la domanda.

Prime tra tutti erano le economie emergenti, che a causa delle eccedenze commerciali e nel desiderio di assicurarsi contro il rischio di una ripetizione delle crisi del 1994-1998, erano alla costante ricerca di asset di riserva da liquidare in caso di emergenza.

Gli investitori dei mercati emergenti, senza prestare notevole attenzione, acquistarono prima buoni del Tesoro e poi obbligazioni emesse dalle GSE.

Contrariamente però alla logica dichiarata della cartolarizzazione, centinaia di miliardi in MBS a marchio privato non erano diffusi al di fuori del sistema bancario, ma immagazzinati nei bilanci degli stessi creatori e cartolarizzatori di mutui.

La cartolarizzazione produceva tranche in parte interessanti ed in parti decisamente meno ed inoltre le banche credevano nella loro proposta commerciale. Detenere MBS, inoltre, era molto redditizio, ai costi di finanziamento prevalenti, ma si trattava di una scelta interna che dall'altro lato comportava anche rischi. Per questa ragione, non tutte le banche decisero di detenere questi titoli in pancia. Ma detenere ingenti quantità di titoli targati MBS nel proprio bilancio non implicava soltanto dei rischi sul versante delle attività, bensì anche su quello delle passività.

Infatti, adesso che abbiamo capito la portata dei bilanci delle banche, soprattutto di affari, in quel determinato periodo storico la domanda giusta da porre è : Come erano finanziate tutte quelle partecipazioni in titoli? Cosa c'era alla fonte del processo?

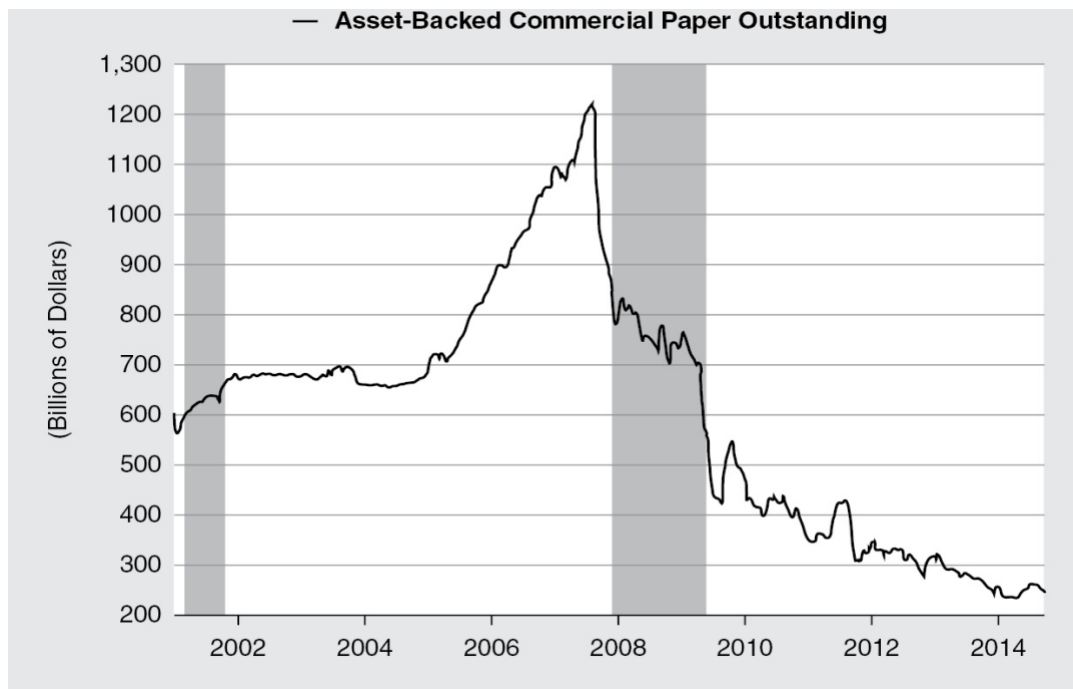
La risposta è che alla base del processo delle partecipazioni in mutui vi era la carta commerciale, ovvero una fonte di finanziamento a breve termine, garantita da un collaterale, assumendo il nome di ABCP(asset-backed commercial paper)²².

Questi strumenti erano gestiti dai cosiddetti veicoli di investimento strutturato (SIV), sui quali la banca madre era solita scaricare ampi portafogli di obbligazioni garantite da ipoteca, prestiti per l'acquisto di auto cartolarizzati, debiti da carte di credito e debiti studenteschi. Questi SIV, attraverso i fondi raccolti emettendo ABCP, carta commerciale a scadenza trimestrale garantita dai loro asset, pagavano i titoli alla banca madre.

Di solito, un veicolo ABCP deteneva un portafoglio di titoli con scadenza da tre a cinque anni e finanziava questi attraverso la vendita di carta commerciale con scadenza da tre mesi fino a pochi giorni.

²¹ Ricardo, Journal of Economics Perspectives, trad. ita., 2017

²² Gli investitori istituzionali di solito acquistano tali strumenti al fine di diversificare le proprie attività e generare guadagni a breve termine



https://static.cambridge.org/binary/version/id/urn:cambridge.org:id:binary:20180725090252947-0354:9781316676837:16198fig2_3.png?pub-status=live

Per i gestori dei cash pool istituzionali, tuttavia, la carta commerciale era a brevissimo termine e retta dalla reputazione di banche commerciali di primo ordine come Bank of America, Citigroup e J.P Morgan, e di conseguenza più attraente dei titoli sottostanti.

Le banche di affari erano solite nel loro business spingere il grado di asimmetria delle scadenze al limite, in quanto tutto il loro modello e tutto il loro lavoro era sorretto dal finanziamento all'ingrosso. Tutto questo era reso possibile grazie agli accordi di riacquisto noti in gergo finanziario come repurchase agreement, o più facilmente repo.

In questo genere di transazione, la banca comprava un certo titolo e ne pagava l'acquisto rivendendolo immediatamente per un periodo che poteva oscillare da una sola notte a tre mesi, con la promessa scritta di riacquistarlo ad un certo prezzo.

Su questi contratti a termine, inoltre, la banca pur di portare a termine la transazione e guadagnare dalla quantità di queste operazioni era solita accettare anche un haircut, ovvero una decurtazione sul valore nominale dei titoli che acquistava, che indirettamente indicava la leva finanziaria (la dimensione dell'indebitamento) relativa all'accordo e quindi la percentuale del proprio denaro che la banca avrebbe dovuto impiegare per detenere i titoli.

Questi haircut²³ erano decisamente bassi in confronto all'importo totale delle operazioni compiute, consentendo quindi che anche una piccola quantità di capitale potesse sostenere un bilancio molto più ampio.

Il mercato dei repo (accordi di riacquisto), inoltre, era così grande da essere diviso in 2 parti:

- repo trilaterali
- repo bilaterali

Nei repo trilaterali, gli scambi erano gestiti da terze parti – J.P. Morgan, Chase – che detenevano presso di loro il collaterale per la durata dell'accordo. La gamma di asset ritenuti accettabili come collaterale in questo mercato era di alta qualità, in quanto gli accordi trilaterali erano l'ambito in cui operavano i cash pool istituzionali come gli MMF che accettavano esclusivamente Buoni del Tesoro o MBS di agenzia come garanzia.

Poiché invece i protagonisti del mercato bilaterale tendevano ad essere banche d'affari od hedge fund, la scelta di collaterale a disposizione era molto più varia, e decisamente più ampia.

Per dare un'idea della grandezza di queste operazioni, alla fine dell'anno fiscale 2007 il 50% dell'intero bilancio Lehman Brothers che ammontava a 691 miliardi di dollari era finanziato attraverso accordi di riacquisto.

Per Goldman Sachs, Morgan Stanley e Merrill Lynch la quota posseduta scendeva invece al 40% del bilancio²⁴.

E' facile quindi intuire che se una di queste banche di affari avesse perduto l'accesso ai mercati dei repo, il suo modello di business sarebbe crollato immediatamente , trascinando l'intero bilancio e tutti i tipi di strumenti finanziari derivati utilizzati dalle banche per accrescere i loro profitti, come li swap sulle valute e sui tassi di interesse.

2.4. L'impero dei mutui sub-prime e l'inversione della yield to maturity

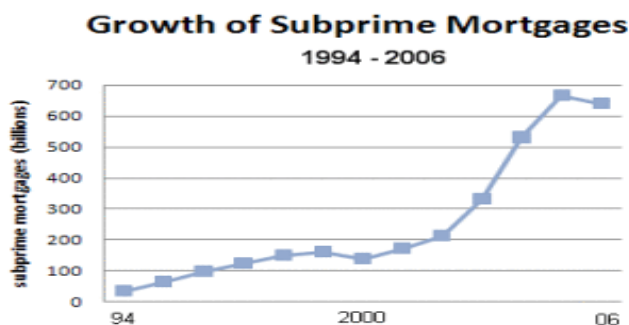
Nel 2006 il 70% dei nuovi mutui era costituito da prestiti sub-prime o da prestiti non convenzionali destinati alla cartolarizzazione come MBS a marchio privato. Le GSE, invece, che fino al 2003 controllavano che tutti i mutui contratti in America fossero conformi ai loro criteri di qualità, facevano fatica a tenere il passo con questo nuovo equilibrio.

²³ Un haircut può indicare la percentuale di valore di mercato che viene sottratta a un asset quando questo viene usato come collaterale, ovvero come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento. Fonte. <https://www.solofinanza.it/10042014/che-cosa-significa-haircut-ambito-finanziario/10046>

²⁴ <https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/VOLUME%203.pdf>

Quest'ultimo consisteva nella spropositata gestione del debito ipotecario, il più delle volte di cattiva qualità. Infatti, peggiore era la qualità del debito che entrava nel processo di raccolta in pool e divisione in tranche, più sensazionali erano i guadagni .

La deregolamentazione aiutò l'immissione nel mercato di considerevoli quote di debito non documentato, di bassa qualità ed alto rendimento, valutate con rating tripla A dalle tre sorelle delle agenzie di rating.



<https://kimconrad.wordpress.com/2016/01/24/the->

[subprime-crisis-part-1/](#)

Inoltre, sin dal 2004, una buona metà dei mutui sub-prime immessi nel sistema possedevano documentazioni incomplete od inesistenti; tra questi circa il 30% consistevano in prestiti concessi a persone che non avevano possibilità economiche per rimborsarli.

Il 35% di tutti i profitti dell'economia statunitense, a metà del primo decennio degli anni Duemila, proveniva dal settore finanziario e dalla sua oramai molto sviluppata ingegneria finanziaria.

Le ABCP erano diventate il principale strumento a breve termine che il mercato monetario offriva agli investitori che cercavano di parcheggiare il proprio denaro per meno di tre mesi.

Il mercato delle asset-backed-commercial-paper era diventato più ampio persino di quello dei Buoni del Tesoro a breve termine emessi dal governo USA. La carta commerciale, doveva sostanzialmente la sua utilità nel suo ruolo da protagonista nel facilitare l'incontro tra MBS a marchio privato ed i finanziamenti all'ingrosso.

Come prima accennato, uno dei fattori principali nel preparare il terreno per quella che sarebbe stata la crisi più grande dalla Grande Depressione fu sicuramente la deregolamentazione.

I pilastri di questo processo di allentamento dei controlli ebbero inizio già nel 1960 al riemergere del mercato dei capitali globali per poi continuare con l'abbandono degli accordi di Bretton Woods e con la deregolamentazione dei tassi di interesse e dei flussi di capitale all'inizio degli anni Ottanta.

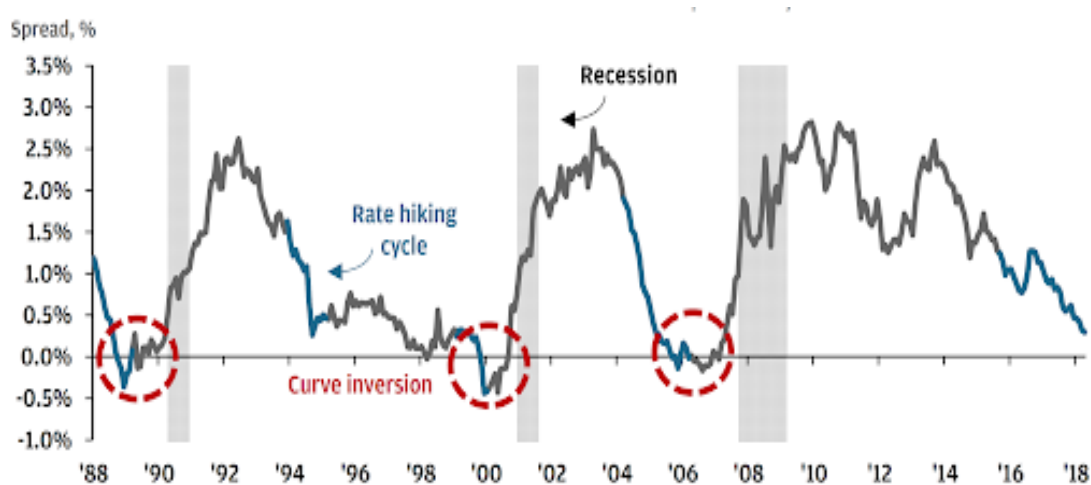
Inoltre, nel 1999 Robert Rubin e Larry Summers, citato all'inizio del capitolo, vagliarono il Financial Services Modernization Act, che allentava le ultime restrizioni alle fusioni tra banche commerciali e banche d'affari.

In tutto questo contesto risalta agli occhi il ruolo rivestito dalla ormai potente Federal Reserve, che attraverso i tagli ai tassi di interesse dei primi anni Duemila aveva favorito l'aumento dei prestiti attraverso una politica monetaria ultra-espansiva.

La Fed, tuttavia, a mio avviso, non si rese conto che il boom dei rifinanziamenti susseguenti al taglio avevano innescato nell'industria dei mutui numerosi cambiamenti strutturali.

Anche quando la Fed decise di aumentare i tassi, il boom dei mutui continuò senza sosta, insieme alla domanda globale di asset sicuri americani(tra cui oramai figuravano anche MBS) ed all'espansione dello shadow banking²⁵.

Un preavviso schiacciante del risultato di questo processo si ebbe già nel 2006, quando guardando alla curva dei rendimenti (yield-to-maturity) molti economisti si accorsero che questa era invertita, segnalando i tassi a lungo termine più bassi rispetto a quelli a breve termine²⁶.



https://lh3.googleusercontent.com/proxy/ghbsnrLeuTxAa9W2s6YG5VosE2-UI4rS_jwB1klzx6BeGzgcvejwAq-pr5RDFi_JUy7btAoDuMeBt7Bd6_kIOyw0Ko4cKZsjKVJeZ69kFz0v1vp123Iif-cdyCeAg5uFzk3rZ9n4Q

L'andamento di questa curva rispecchiava un controsenso per il quale il normale modello di finanziamento del sistema bancario, attraverso il quale veniva sottoscritto un prestito a breve termine dalle banche in cambio di uno a lungo termine non aveva più alcuna giustificazione logica.

Se molti attori, che in quei momenti stavano pensando soltanto ad accumulare più ricchezza possibile sulla base di un sistema "malato", avessero avuto la lungimiranza di guardare ai tassi di default, avrebbero visto che stavano progressivamente crescendo dal 2004 e si sarebbero magari accorti che non ci sarebbe voluto molto prima che i rating AAA assegnati sui pacchetti CDO di dubbia qualità fossero messi in dubbio.

²⁵ Lo shadow banking, in italiano Sistema bancario ombra è l'insieme degli scambi nel settore finanziario che consentono forme di finanziamento alternative a quelle che si realizzano attraverso l'intervento degli enti creditizi. Fonte Wikipedia

²⁶ L'inversione della curva dei rendimenti è secondo gli economisti spesso un segno premonitore di una profonda recessione economica. L'ultima volta che si è invertita la yield to maturity è stato agli inizi del 2020.

2.5. La peggiore crisi finanziaria della storia globale

Grazie al fenomeno della cartolarizzazione, si pensava di aver proceduto attraverso una corretta distribuzione dei rischi nel processo di accumulo e vendita, facendo in modo che le perdite più gravi venissero assorbite dall'economia stessa.

Nella realtà, però, alla fine dell'estate 2007 stava per iniziare un periodo molto difficile e tormentato, dove i pilastri del sistema finanziario sarebbero caduti in un inaspettato clima di terrore ed impotenza delle grandi istituzioni americane simbolo della nuova Wall Street.

La fiducia nel sistema sorretto dalla preponderante ingegneria finanziaria stava sempre più venendo a mancare, fin quando la mattina del 9 Agosto 2007, BNP Paribas, la più importante e solida banca francese diede al mercato la comunicazione che avrebbe congelato tre dei suoi fondi.

Ciò che destò sospetto e stupore, più che la notizia in sé, furono le parole che la banca utilizzò per giustificare la sua decisione: dando la colpa alla completa evaporazione della liquidità in segmenti del mercato cartolarizzato statunitense, eccipì la possibilità di una corretta valutazione degli asset rispetto alla loro qualità ed il loro effettivo rating; la valutazione delle attività era necessaria per la costituzione del collaterale, a sua volta importante per l'ottenimento dei finanziamenti.

La pessima notizia giunta da Paribas, bloccando i mercati dei prestiti interbancari e delle carte commerciali, gettò a terra l'intero comparto della cartolarizzazione, che in Europa era stato molto più attivo che in America.

Il mercato globale degli investimenti, dal valore di trilioni di dollari era sul punto di bloccarsi; il 14 Settembre, la Northern Rock, una delle principali società erogatrici di mutuo britanniche fallì.

Questa banca operava ad ingenti percentuali di leva finanziaria, con un altissimo tasso di indebitamento. Infatti, così come una comune banca moderna di quegli anni, derivava l'80% dei suoi finanziamenti dall'ingrosso, ai tassi più bassi offerti dai mercati monetari globali.

Ad aprire una lunga serie di sofferenze nel comparto bancario americano fu invece Bear Stearns, che riferì la sua prima perdita in assoluto nel primo trimestre del 2007²⁷.

Essendo questa pesantemente coinvolta nel settore della cartolarizzazione aveva un accesso sempre più limitato ai mercati della carta commerciale. La sua emissione di ABCP calò infatti dai 21 miliardi del 2006 ai 4 miliardi dell'anno successivo.

La banca andò avanti fin quando, nel 2008, con la comunicazione che decine di miliardi di repo non sarebbero stati rinnovati, imboccò in una crisi di liquidità.

Ma tutti questi eventi non passavano inosservati ed avevano un grandissimo impatto soprattutto sulla fiducia all'interno del sistema.

²⁷ The Financial Crisis Inquiry report, New York, 2011

Gli haircut sui repo bilaterali durante tutto il 2008 salirono all'impazzata per tutte le classi di asset ed il capitale richiesto per mantenere in circolazione l'eccezionale stock di obbligazioni si impennò notevolmente in tutto il sistema bancario.

I repo trilaterali sui buoni del Tesoro e le obbligazioni ipotecarie garantite da GSE, invece, continuarono a godere di buona salute in quanto erano controllati da controparti con buona reputazione e godevano di collateralità di primo ordine nonostante la situazione.

A Wall Street era anche nota la banca che, assieme a Bear, nella speranza di schizzare in vetta all'indice, si era assunta i maggiori rischi nel settore immobiliare; il suo nome era Lehman Brothers²⁸.

Dall'inizio del 2008 il suo capitale azionario aveva perso infatti il 73% del proprio valore ed aveva visto dimezzare le sue emissioni di ABCP.

Ma a spingere questa banca, che godeva di ingenti riserve, sull'orlo del baratro non fu tanto la liquidità, quanto le richieste di collaterale da parte di erogatori di prestiti in preda all'ansia.

A questo fattore, si aggiunse anche il rating negativo delle tre agenzie sorelle che declassarono la banca, facendone crollare il prezzo delle azioni e la reputazione nel mercato dei repo.

Nel giro di pochi giorni, quella ingente liquidità di riserva che ammontava a 45 miliardi di dollari, posseduta da Lehman Brothers precipitò a 1,4 miliardi di dollari; senza un salvataggio la banca sarebbe fallita²⁹.

Bear e Lehman erano gestite male, ed in virtù della fortissima pressione competitiva avevano scommesso ad alto rischio su alcuni dei comparti peggiori del settore della cartolarizzazione dei mutui.

Il Lunedì del 15 Settembre, una giornata simbolo della crisi dei mutui sub-prime, le immagini dei dipendenti della banca di affari Lehman Brothers che incespicavano attoniti sui marciapiedi, stava facendo il giro del mondo in tutte le televisioni nazionali.

Dopo Lehman, un altro anello molto debole della catena dello shadow banking soggetto a pesanti pressioni fu AIG, la società di assicurazioni.

Nello specifico, la sua divisione Financial Products era diventata uno dei principali attori nel mercato dei derivati. Nel 2007 la società presentava all'interno del suo bilancio 2,7 trilioni di dollari in contratti di questo tipo, dei quali 527 miliardi consistevano in credit default swap.

Il problema principale da affrontare per AIG fu la reazione preventiva dei mercati finanziari e la repentina riclassificazione delle obbligazioni ipotecarie e dei derivati su cui esse si basavano.

Tutto ad un tratto, nell'estate del 2007, per via del crollo del settore della cartolarizzazione, i 45 miliardi di dollari investiti in MBS ad alto profilo rischio- rendimento emessi da privati che la società deteneva in

²⁸ Laurence Ball, The Fed and Lehman Brothers, trad.ita, 2016

²⁹

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwiY78C5ioDsAhUFLewKHSVqAl4QFjAAegQIBRAB&url=https%3A%2F%2Ffinancetrainingcourse.com%2Feducation%2F2011%2F02%2Fliquidity-risk-management-case-study-lehman-brothers%2F&usg=AOvVaw3Y2SUsMTHi0Syn4PP7CmZp>

pancia, divennero praticamente invendibili costringendo l'AIG ad affannarsi alla ricerca di fondi con cui ripagare tutti coloro che avevano preso in prestito le obbligazioni³⁰.

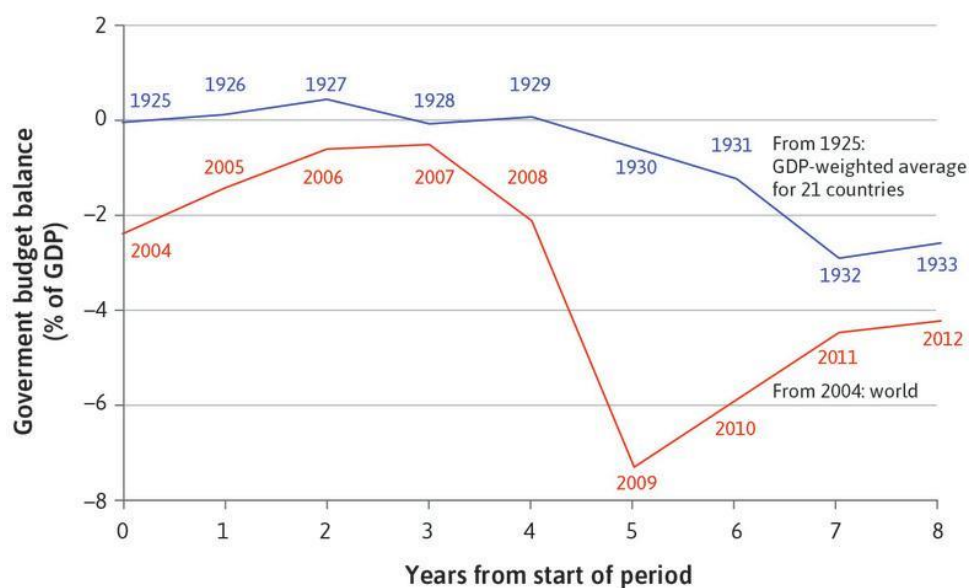
Ad aggravare la situazione della società di assicurazioni oramai trasformatasi in una banca ombra con un pericoloso rapporto di indebitamento ed uno spaventoso sbilancio delle scadenze, vi erano anche le attività di speculazione da parte di Goldman Sachs , tra le più solide delle banche di affari.

La maggior parte di derivati in credit default swap che erano stati acquistati venivano proprio dalla banca guidata da Lloyd Blankfein (CEO di Goldman Sachs), tanto che sul totale dei riscatti di 32 miliardi di dollari pretesi, Goldman e la francese Societ  Generale erano responsabili per 19,8 bilioni.

Se da un lato cercare contanti attraverso finanziamenti per la societ  di assicurazione era rischioso, dall'altro ricorrere alla svendita forzata di asset mediante il fire-sale avrebbe reso la sua posizione su un mercato sorretto dalla fiducia, ancora pi  precaria.

La mattina, quella eletta da Forbes come sesta societ  pi  grande del mondo³¹ era ad un pugno di ore dall'insolvenza.

Era statisticamente chiaro, che gli USA non avevano mai affrontato una crisi cos  ampia e dettagliata, nemmeno nel 1929.



<https://core-econ.org/the-economy/book/text/17.html>

³⁰ <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKewiQtsyVi4DsAhVM-qQKHeYvCskQFjAAegQIARAB&url=https%3A%2F%2Fwww.investopedia.com%2Farticles%2Feconomics%2F09%2Famerica-investment-group-aig-bailout.asp&usg=AOvVaw1vv3qRksmr3aDQNjvRJGtv>

³¹ AIG

2.6. La crisi dei fondi comuni monetari

L'ultimo anello a scricchiolare nella catena dello shadow banking furono i fondi comuni monetari.

Prima del fallimento Lehman Brothers questi amministravano 3,58 trilioni di dollari di risparmi e risorse contanti per conto di individui, fondi pensione ed altri investitori.

Il loro fascino e la loro solidità allo stesso tempo consisteva nella sicurezza del capitale investito presso le loro casse, in quanto assicuravano l'assoluta minima restituzione di un dollaro per ogni dollaro investito.

Quando però il Reserve Primary Fund, uno dei fondi più antichi e rispettati del settore, avvisò la Fed che stava rompendo il dollaro, non potendo più garantire rispettivamente per ogni dollaro investito, iniziò a cadere anche il castello di carta dei fondi comuni monetari specializzati su obbligazioni a breve termine³².

La corsa al riparo ebbe l'effetto di contrarre i bilanci e la conseguenza fu il ritiro del credito dal sistema.

Negli Stati Uniti i prestiti concessi dalle banche, banche di investimento, hedge fund e fondi comuni alle grandi imprese, noti come prestiti sindacati, erano piombati dai 702 miliardi di dollari del secondo trimestre ad appena 150 miliardi nel quarto trimestre del 2008. Contestualmente, i tassi di interesse richiesti alle aziende mutuarie salirono al 23%, tagliando fuori chiunque tranne i mutuatari profondamente disperati.

Nel frattempo, come osserveremo nel terzo capitolo della nostra tesi, all'altro capo dell'Atlantico, la crisi dei finanziamenti stava registrando un impatto devastante su una sfilza di grandi erogatori di prestiti europei.

Infatti, nell'eurozona, dopo aver veleggiato tra il 10 e il 15%, la crescita nei prestiti di nuova emissione crollò a zero e con la contrazione di nuovi mutui il tracollo del mercato immobiliare accelerò; i prezzi delle case in picchiata e il collasso dei mercati finanziari ridussero drasticamente i patrimoni personali, tanto che in Spagna il patrimonio netto pro-capite scese di almeno il 10% tra il 2007 e il 2009.

Nel Regno Unito invece, si accusarono perdite di ricchezza per circa un trilione e mezzo di dollari, per via del crollo del mercato azionario e dei prezzi delle abitazioni.

Anche in Irlanda i prezzi delle case si dimezzarono tra il 2008 e il 2012, portandosi dietro il benessere delle famiglie.

Ma nel 2008, e ritengo sia un fondamentale punto sul quale riflettere, a rendere così grave la situazione fu l'straordinario sincronismo a livello globale. Erano esattamente le conseguenze dell'altro lato della medaglia del processo di globalizzazione tra paesi, persone e mercati.

³² Reserve Primary Fund broke the Buck, documento

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKewi6vYzTjIDAhUE3KOKHYDxAsYQFjABegQIAxAB&url=https%3A%2F%2Fwww.investopedia.com%2Farticles%2F09%2Fmoney-market-reserve-fund-meltdown.asp&usg=AOvVaw18L7TEFaPUoS-o-JSqGB2K>

Tra i 104 paesi ai quali l'Organizzazione mondiale del commercio raccoglie dati tutti registrarono un crollo sia nelle importazioni che nelle esportazioni tra la seconda metà del 2008 e la prima metà del 2009. Tutti questi paesi e tutti i generi di scambio subirono un drastico calo³³.

Per fare un piccolo confronto con la crisi della Grande Depressione descritta nel primo capitolo, quello che agli occhi del presidente della Fed e degli amministratori delegati delle altre banche rendeva la crisi che stavano vivendo come la peggiore della storia globale, era la massiccia sincronizzazione degli eventi su una scala di proporzioni cosmiche.

Le banche, di tutti i paesi sviluppati stavano rischiando di fallire all'unisono con estrema rapidità e violenza. La crisi si stava ripercuotendo su milioni di famiglie da un capo all'altro dell'Atlantico in modo prorompente, tanto che nel giro di un'annata, al centro dell'attenzione non vi era più il bisogno di salvare il mercato immobiliare ma l'intero mercato finanziario.

Per curare il sistema intero, bisognava partire dal suo epicentro, ovvero Wall Street.

I liberi mercati e la regolamentazione leggera avevano lasciato il posto alla marea delle risorse a disposizione degli stati affinché questi salvassero l'infrastruttura finanziaria.

L'interventismo statale aveva preso il posto di protagonista che Alan Greenspan, primo tra tutti, aveva per troppo tempo riconosciuto alla politica del laissez-faire.

2.7. Piani di salvataggio

Questa crisi finanziaria, in vista della sua portata, necessitò di interventi statali senza precedenti nella storia del capitalismo e suscitò tantissime accese discussioni, in quanto smuovere miliardi e miliardi di dollari dei contribuenti per salvare le banche dalle conseguenze della loro stessa follia ed avidità violava i dettami di buon governo ed equità e non era assolutamente ben visto da cittadini e classi politiche conservatrici.

I principali meccanismi di intervento statale che coinvolsero l'intera economia finanziaria integrata atlantica per quasi più di 7 trilioni di dollari vertevano su 4 pilastri principali quali:

- 1) prestiti alle banche
- 2) ricapitalizzazione
- 3) acquisti di asset
- 4) garanzie statali sui depositi bancari, sui debiti delle banche ed addirittura sul loro intero bilancio

Le nazioni più colpite che avevano necessariamente bisogno di un aiuto esterno erano sicuramente Irlanda e Islanda.

³³ <https://www.wto.org/>

Queste infatti stavano affogando nella mancanza di risorse, di istituzioni o di capacità politiche per gestire lo shock colossale inflitto ai loro settori finanziari cresciuti a dismisura; lo stesso discorso valeva per le economie di mercato emergenti dell'Europa dell'Est ancora deboli per la crisi passata descritta nel capitolo 1.

La Svizzera invece restò quasi illesa prestando sostegno statale alla sua unica grande banca UBS fin dai primi sintomi di affannamento. L'interventismo statale, contrariamente a quanto sostenuto dagli economisti capo del governo USA sembrava non essere poi così penalizzante.

2.7.1. M&A All Around the world

Nelle speranze e nei tentativi di una risposta europea comune alla crisi, gli esiti e le passività di stati come Germania, Francia, Belgio, Italia e Olanda erano delle più varie rispetto a natura e forma.

Nel regno Unito per esempio il conglomerato scozzese HBOS sarebbe stato venduto alla Lloyds Bank con l'incoraggiamento del governo britannico.³⁴

La banca numero due della Germania sarebbe stata fusa invece con la banca numero tre del paese.³⁵

Per quanto riguarda invece le fusioni negli Stati Uniti da menzionare assolutamente è quella che riguardò Bear Stearns, che arrivò sull'orlo del fallimento nella notte tra il 13 marzo ed il 14 marzo 2008. Questa, non poteva ricorrere alla vendita del suo portafoglio di asset in CDO a prezzi di svendita, in quanto gli esiti sarebbero stati disastrosi, costringendo di fatto tutte le banche a fare lo stesso comportando un generale crollo del muro della fiducia di cui godevano ancora poche banche.

Bear aveva assolutamente bisogno di un'istituzione disposta a comprarla se avesse voluto evitare la procedura di fallimento.

J.P Morgan, del CEO Jamie Demon, la mattina del 14 Marzo 2008 la acquistò al prezzo ridotto di due dollari ad azione dietro un ingente prestito da parte della Fed di New York³⁶. Per renderci conto della svendita dell'istituzione bancaria è necessario però ricordare il prezzo delle azioni di Bear Stearns l'anno prima: 159 dollari ad azione.

Questa acquisizione, che acquisì le sembianze di una boccata di aria fresca per molti americani, non fece altro che esaltare la logica dell'azzardo morale protagonista a Wall Street.

Una volta che una banca di affari era stata salvata, gli amministratori delegati di altre istituzioni finanziarie in difficoltà si sentivano al sicuro in quanto pensavano fosse conservato a loro il medesimo trattamento di favore.

³⁴ Ivan Fallon, *Black Horse Ride*, London, Robson Press, 2015

³⁵ Andreas Nolting, *German Banking Gets Boots from Mega-Merger*, 1 Settembre 2001

³⁶ poi il prezzo fu successivamente portato a dieci dollari ad azione dopo proteste

Conclusa la faccenda Bear Stearns la Federal Reserve ed il Congresso americano si trovarono di fronte alla questione del salvataggio delle due principali GSE americane, sponsorizzate dal governo ed ampiamente discusse i precedenti: Fannie Mae e Freddie Mac.

Queste erano titolari di MBS per 1,8 trilioni di dollari e ne garantivano altri 3,7 trilioni su base di capitale netto con fortissima leva finanziaria, in quanto l'equity di Fannie Mae arrivava a soli 41,2 miliardi e quello di Freddie Mac a 12,9 miliardi.³⁷

Se queste due agenzie fossero fallite, avrebbero tirato giù con loro gli ultimi erogatori di prestiti che restavano nel mercato dei mutui mettendo a rischio la reputazione creditizia degli Stati Uniti. Si trattava del ricorrente tema del : "Too Big To Fail".

Sperando di riuscire a prendere in mano una situazione delicata all'interno della Casa Bianca, il tesoro di Hank Paulson iniziò ad assumere il ruolo di intermediario tra repubblicani e democratici affinché fosse possibile salvare i due giganti dei mutui ipotecari.³⁸

Il Tesoro avrebbe fatto tutto il possibile per dispiegare l'intera disponibilità dello Stato americano alle spalle delle GSE.

Una crepa interna nell'amministrazione americana si stava sempre più inevitabilmente allargando vista la distanza di opinioni tra un'amministrazione conservatrice ed un elettorato repubblicano, ma era chiaro che bisognava salvare il sistema.

Con il voto contrario di tre quarti dei repubblicani alla Camera, l'autorizzazione per salvare Fannie Mae e Freddie Mac fu firmata il 30 luglio.

Poiché tutte e due le società erano insolventi, queste furono poste in processi di amministrazione controllata, mentre la Fed fornì ingenti linee di credito impegnandosi ad acquistare tutti gli MBS di cui le GSE avrebbero dovuto disfarsi. Questa nazionalizzazione ebbe l'impatto di scatenare una bufera all'interno della destra del Partito repubblicano³⁹.

Sulla scia del fallimento di Bear Stearns, Lehman Brothers e Bank of America erano in cerca di un acquirente e di potenziali trattative.

Il momento critico si registrò quando verso il 13-14 Settembre la Bank of America, banca commerciale colosso dell'economia statunitense, decise di acquistare Merrill Lynch.

Questa, come Lehman era una banca che non poteva operare senza l'accesso ai mercati repo ed era inoltre rimasta pesantemente esposta nel crollo del settore immobiliare.

Dopo numerosi colloqui intrattenuti direttamente, Bank of America decise di acquistarla per un totale di 50 miliardi di dollari e 29 dollari ad azione, a solo un terzo di ciò che valeva poco tempo prima quando l'industria dei mercati finanziari basata sulla cartolarizzazione era ancora in piedi.

³⁷ Federal Reserve Bank of Atlanta, aprile 2009

³⁸ Thomas Ferguson e Robert Johnson, Too Big to Bail (2009)

³⁹ Carl Hulse, The New York Times, 26 Luglio 2008

Lehman Brothers, che considerava la banca commerciale americana come sua ancora di salvataggio, provò a stringere in ultima spiaggia un accordo transatlantico con la banca britannica Barclays.

Citando le parole di seguito riportate però, il primo ministro britannico ed il cancelliere Alistar Darling si rifiutarono di portare avanti la transazione senza che il Tesoro degli Stati Uniti di Paulson, già responsabile del salvataggio delle GSE, appoggiasse la transazione :

“Non importeremo in Inghilterra il cancro americano”.⁴⁰

Ma la Fed, secondo il suo atto costitutivo, poteva concedere prestiti solo in presenza di un valido collaterale che, nel caso della banca Lehman Brothers era evaporato con le perdite registrate dal secondo trimestre del 2007 lasciando questa sostanzialmente insolvente.

Ma nonostante le motivazioni spiegate nelle testimonianze di Ben Bernanke ai microfoni delle conferenze stampa di New York, l'impressione della maggioranza americana era che la Fed avesse deciso inequivocabilmente di far fallire Lehman Brothers, utilizzando quest'ultima come scudo per far rifiutare e rassicurare il mercato.

L'idea della banca centrale americana di porre fine all'incertezza mediante una bancarotta però non sembrò più così brillante quando, nel giro di poche ore dopo, si abbatté sull'economia intera mondiale.

Nemmeno 24 ore dopo quella decisione però, la situazione si aggravò ancora di più quando gli stessi Paulson, Bernanke Geithner dovettero decidere riguardo il futuro del colosso delle assicurazioni AIG. Era chiaro che i mercati non avrebbero retto un secondo shock immediato, soprattutto perché il grado di interconnessione di AIG tra derivati, repo e prestiti obbligazionari era ancora maggiore di quello di Lehman Brothers.

Dopo la ricerca di una soluzione privata tra J.P Morgan e Goldman Sachs non andata a buon fine, scese in campo la Fed, garantendo il portafoglio di CDS dell'AIG e la sua attività di prestito titoli; in cambio la Banca Centrale acquisì una quota azionaria del 79,9% nell'attività assicurativa globale del colosso, assicurandosi così il controllo⁴¹.

2.8. I piani TARP

Nell'obiettivo di salvare il sistema, i capi dell'economia americana avevano lasciato fallire Lehman per salvare AIG.

Ma una volta compresa la portata di ciò che stavano affrontando, Bernanke e Paulson decisero di fare appello al Congresso americano il 17 Settembre affinché concedesse loro ulteriori ed illimitate risorse. I due infatti, di fronte ad una situazione extra-ordinaria del crollo dell'intero sistema Wall Street, ritenevano

⁴⁰ Andrew.R.Sorkin, Too Big to Fail, trad.it., 2014

⁴¹ The AIG Rescue trad.it. in June Oversight Report, 2010

ragionevole la richiesta di ulteriori mezzi a disposizione per salvare la maggior parte degli istituti ancora in vita.

Subito dopo il fallimento di un'altra banca commerciale come la Washington Mutual, acquisita da J.P Morgan, il 20 settembre il dipartimento del Tesoro inviò al Congresso una proposta legislativa di tre pagine con cui chiedeva la concessione per l'autorizzazione a spendere fino a 700 nell'ordine di stabilizzare i mercati obbligazionari.

Paulson, però, nella sua proposta non stava chiedendo solo poteri illimitati per spese folli in obbligazioni ipotecarie scadenti, ma che le sue decisioni, prese in conformità del decreto varato, fossero insindacabili da parte di nessun tribunale od ufficio amministrativo⁴².

Il segretario stava quindi chiedendo di avere per legge carta bianca.

Il team del Tesoro aveva quindi deciso che l'acquisizione di asset fosse una strada più facile, in ordine di incontrare una minore resistenza. L'aspetto migliore di acquistare debiti era la non implicazione di complicazioni di governance aziendale e , purché i 700 miliardi richiesti dal piano avrebbero coperto poco più della metà dei debiti intrinseci al settore della cartolarizzazione dei mutui sub-prime, il Tesoro e la Fed avevano disperatamente bisogno di liquidità illimitata per fronteggiare la crisi che andava via via peggiorando⁴³.

Questa legge, vista l'urgenza della situazione, necessitava di essere inusualmente approvata nel giro di qualche giorno.

Le parole che Jeb Hensarling, deputato conservatore dello Stato del Texas, riferì indignatamente a dei giornalisti riassumono a mio avviso la situazione paradossale che si stava vivendo all'interno dell'élite politica americana : “Ci veniva richiesto di scegliere tra il collasso finanziario da una parte e la bancarotta dei contribuenti e la deriva nel socialismo dall'altra, e di farlo nel giro di ventiquattr'ore”⁴⁴.

In quelle calde settimane, dove lo scalpore era all'ordine del giorno, le notizie che arrivavano dall'Europa erano pessime e vi era grande nervosismo per le transazioni di Wall Street, i mercati avevano bisogno di tutto l'aiuto possibile.

Tuttavia, poiché il 28 settembre Paulson ed i democratici del Congresso sembravano aver raggiunto un accordo , il presidente comunicò la decisione in una conferenza stampa il giorno seguente.

Ma, quando dopo di questa si iniziò a votare, la proposta era stata respinta con una grande discordanza da parte dei repubblicani.

⁴² The New York Times, 2008

⁴³ Piano TARP

https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiN7p2skIDsAhVKLewKHQ7_DG0QFjAAegQIBBAB&url=https%3A%2F%2Fwww.investopedia.com%2Fterms%2F%2Ftroubled-asset-relief-program-tarp.asp&usg=AOvVaw0zSwAHTizmODt9Sk3Uu9As

⁴⁴ Carl Hulse, The New York Times, 2008

La situazione non era delle migliori in quanto, dopo che la Fed ed il Tesoro avevano permesso il fallimento di Lehman, i rappresentanti eletti d'America si erano rifiutati di appoggiare il tentativo di emergenza di salvataggio da parte del loro governo.

La reazione che si verificò sui mercati fu davvero terrorizzante.

L'indice Dow Jones, il più noto americano, perse 778 punti, polverizzando nel giro di poche ore gli 1,2 trilioni di dollari delle imprese americane.

Era stata appena registrata la peggior perdita di sempre, con effetti anche più drastici dell'11 Settembre, quando l'indice era invece calato di 684 punti.

La fiducia globale nel mercato rischiava di non essere più ripresa.

Dopo la battuta di arresto del 29 Settembre Paulson decise però di fare un secondo tentativo con il suo piano TARP, in quanto lo riteneva fondamentale per un sostegno alla debole economia americana. Questa volta però i 700 miliardi di dollari in fondi per il salvataggio furono spezzettati in tre tranches, dove la prima di 250 miliardi di dollari, la seconda di 100 e la terza di 350 miliardi, a condizione che il piano venisse richiesto dal presidente in persona ed approvato dal Congresso.

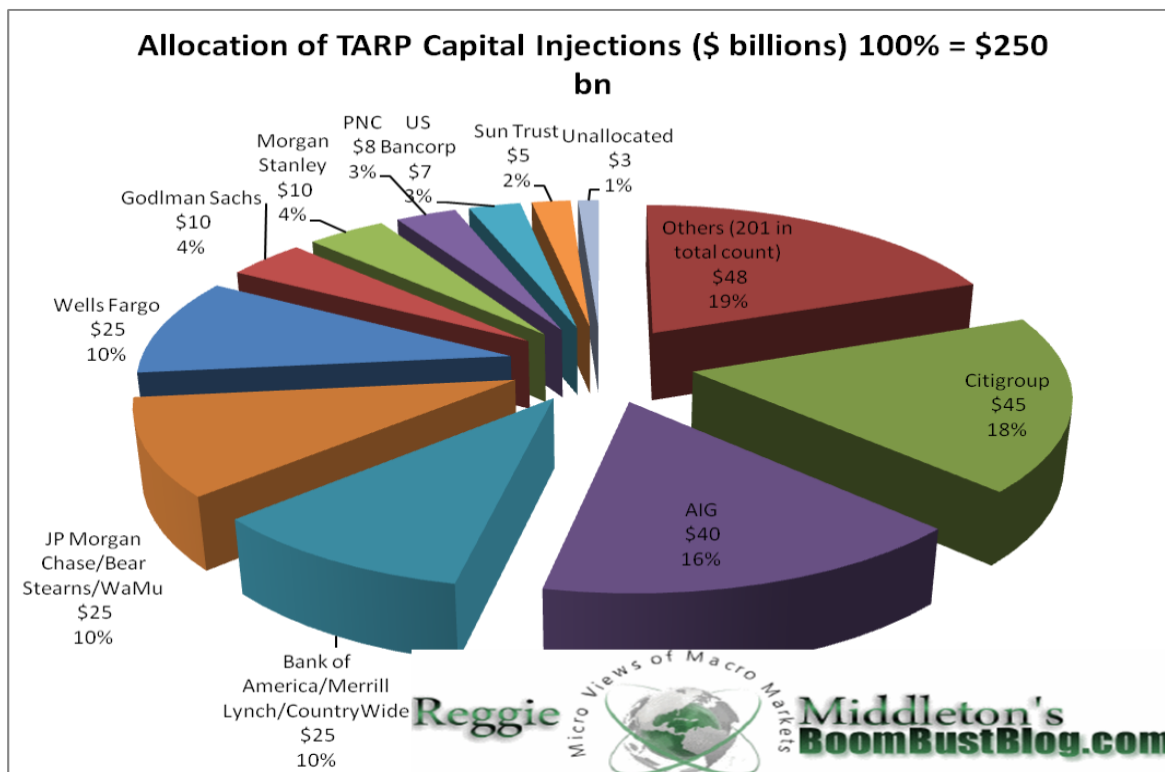
Quando il 3 Ottobre il TARP 2 fu approvato, in molti erano comunque consapevoli che in queste modalità non sarebbe stato di grande aiuto per risollevare le sorti delle nazione.

Tuttavia, sul fronte europeo, affrontando le medesime problematiche, il governo britannico aveva risolto il problema dei finanziamenti girando il dibattito a favore della capitalizzazione.

Prendendo spunto da ciò, quindi, il TARP sarebbe stato adesso finalizzato come veicolo per l'iniezione di capitale.

Con questo nuovo pacchetto di aiuti, elaborato nel fine settimana dell'11-12 Ottobre, a tutte le nove principali banche del paese veniva richiesto di accettare una fetta di capitale governativo sotto forma di azioni privilegiate.

In cambio dell'assenso a questa iniezione di capitale nei loro bilanci, le banche avrebbero ottenuto una garanzia su tutti i loro conti correnti aziendali e contestualmente una garanzie su qualsiasi debito di nuova emissione fino all'estate del 2009.



https://www.google.com/url?sa=i&url=https%3A%2F%2Fseekingalpha.com%2Farticle%2F113660-the-doo-doo-32-receipt-of-the-tarp&psig=A0vVaw1N23m7aAcUfCe4TDEo59Yp&ust=1601030062735000&source=images&cd=vfe&ved=0CA0QjhxqFwoTCJisl_fLgewCFQAAAAAdAAAAABAP

Nel giro di poche ore, con l'approvazione del piano le maggiori nove istituzioni finanziarie riceverono 125 miliardi di dollari in azioni privilegiate da parte del governo.

Dopo un mese di panico ed una lotta al potere all'interno del network sociale e politico che legava Washington a Wall Street ed al sistema finanziario europeo, a metà ottobre si era arrivati al punto in cui i banchieri di Wall Street avevano finalmente seguito alla lettera le proposte ed indicazioni di Henry Paulson, acconsentendo ad accettare i soldi dal Tesoro.

Lo scopo di quest'ultimo era convincere tutte le banche a partecipare in blocco in modo da far sì che il contributo statale non venisse percepito come un segnale di debolezza che avrebbe altrimenti attirato l'attenzione di molteplici venditori allo scoperto.

Le banche in questo modo riuscirono ad espandere il valore delle loro attività per 131 miliardi di dollari circa⁴⁵. Mentre i maggiori beneficiari di questo piano del Tesoro furono le fragili banche d'affari ed il colosso in difficoltà Citigroup, J.P Morgan che non aveva bisogno di ulteriore capitale dall'alto della sua solidità dovette rinunciare ai suoi piani di acquisizione nell'ordine di favorire un'armoniosa ripresa del sistema economico-finanziario statunitense.

⁴⁵ Fonte, Yahoo Finance

Complessivamente, la crisi finanziaria non era stata ancora arginata, ma almeno in termini politici Wall Street risultava più sollevata, soprattutto quando, il 4 Novembre del 2008 fu eletto presidente degli Stati Uniti Barack Obama⁴⁶.

L'elezione del primo presidente afroamericano della storia, con cui i democratici consolidarono la loro presa sia sulla Camera che sul Senato, era una notizia positiva per Wall Street.

Dopo un anno in trincea, qualcosa in America forse stava incominciando a cambiare.

2.9. La disordinata “non” risposta europea

Prima che l'America ristabilizzasse lentamente l'equilibrio nel sistema con il secondo piano TARP, gli europei stavano spegnendo un incendio dopo l'altro.

Ogni salvataggio implicava un mix di azioni tra cui la registrazione delle perdite, la ricapitalizzazione per mezzo di denaro pubblico, la garanzia di prestiti a privati e la stretta di accordi con le altre banche.

La notte del 29 Settembre, quando la notizia del fiasco del progetto TARP americano impattò sui mercati, a Dublino si verificò il crack⁴⁷.

Le 3 maggiori banche irlandesi erano tutte sull'orlo del collasso; i loro stati patrimoniali arrivavano al 700% del PIL del Paese.

Tuttavia, il Governo irlandese decise di garantire al 100% non solo tutti i depositi ma anche tutte le passività delle sei maggiori banche del paese per i due anni successivi. In questo modo l'Irlanda pur con tantissima passività nella pancia delle sue banche, aveva posto un freno alla corsa agli sportelli.

La pressione si faceva invece particolarmente sentire nel Regno Unito, che fu costretto ad alzare il limite di assicurazione sui depositi.

Quando negli ultimi giorni del mese di Settembre il governo olandese propose la costituzione di un fondo di salvataggio delle banche su base comune europea il governo francese ed italiano acconsentirono immediatamente mentre la cancelliera tedesca Angela Merkel si pronunciò contro l'idea di qualsiasi assegno in bianco verso i banchieri.

La verità dell'opposizione tedesca, e dei paesi dell'Europa del Nord assieme ad essa, nei confronti di un'azione congiunta da parte dell'UE a livello economico, risiedeva fundamentalmente nella contrarietà dei contribuenti tedeschi a pagare per il salvataggio di altre nazioni.

Dalla parte britannica, invece, il Regno Unito stava affrontando il crollo di due colossi bancari quali HBOS e RBS.

⁴⁶ Fonte, Wikipedia

⁴⁷ Fintan O'Toole, Ship of Fools trad.ita.,2009

Per coordinare questa lotta alla crisi il primo ministro inglese Brown, annunciò l'istituzione di un National Economic Council (NEC). Le riunioni di questo furono molto produttive, in quanto mentre il piano TARP di Paulson si fondava sull'ipotesi di acquistare asset tossici, quello britannico si basava sulle garanzie e sulla ricapitalizzazione.

La Bank of England ed il Tesoro avrebbero sottoscritto l'emissione di debito delle banche mediante investimenti di mercato o il ricorso a fondi pubblici.

Il piano di salvataggio della Gran Bretagna tuttavia si componeva di tre sezioni :

- le otto maggiori banche britanniche avrebbero stilato piano di ricapitalizzazione. Spettava loro decidere se ricorrere ad un fondo governativo od affidarsi a risorse di natura privata.
- 250 miliardi di sterline sarebbero stati utilizzati per garantire il debito di nuova emissione delle banche che avessero aderito al piano.
- Una estensione di 200 miliardi avrebbe consentito alle banche di scambiare obbligazioni garantite da asset in altro modo invendibili con titoli di Stato emessi dal Tesoro.

Mentre le due più potenti banche Barclays e HSBC optarono a sfavore del piano per evitare di finire sotto la tutela dello Stato, 15 miliardi di sterline di fondi del Governo furono immessi in RBS mentre 13 miliardi in Lloyds TSB-HBOS⁴⁸.

Questo piano Gordon, a differenza del fiasco di Paulson sembrava avere l'area di una svolta per l'economia., ma la reazione degli investitori in preda al panico, nell'Ottobre del 2008 non fu altrettanto entusiasta.

Tuttavia, neppure dopo le riunioni tra i ministri delle finanze del G7 l'Europa era riuscita a dare una risposta comunitaria, in quanto la Commissione Europea concedeva solo la facoltà agli Stati, e più in particolare alle loro banche sia nazionali che estere, di emettere garanzie sui debiti.

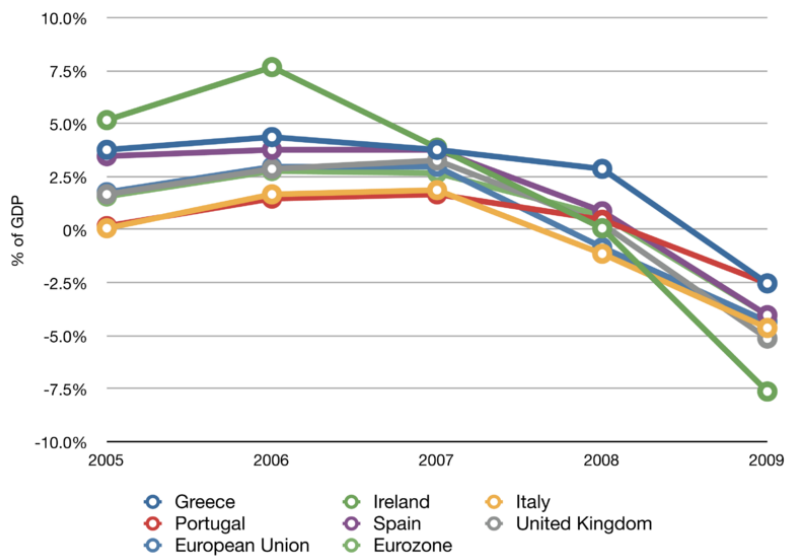
Lunedì 13 Ottobre 2008 il Regno Unito nazionalizzò Lloyds-HBOS e RBS; la Germania annunciò garanzie per 400 miliardi di euro ed operazioni di ricapitalizzazione per 100 miliardi di euro; la Francia garantì i debiti a media scadenza delle banche per 320 miliardi di euro; l'Italia mise a bilancio 40 miliardi di euro per ricapitalizzare le banche e l'offerta di garanzie; l'Olanda predispose garanzie per 200 miliardi di euro; Spagna e Austria misero a disposizione 100 miliardi di euro ciascuno.

L'Europa stava reagendo ad una crisi americana che la globalizzazione finanziaria aveva reso mondiale. Tuttavia però una forte risposta comunitaria avrebbe aiutato a calmare le acque e ristabilire la corretta fiducia con la quale guidare una ricostruzione in una modalità di cooperazione.

Come sostiene d'altro modo l'autore del libro al quale mi sono principalmente ispirato per la stesura di questa tesi, Adam Tooze, la crisi del sistema bancario transatlantico arrestò lo sviluppo dell'Europa avviando un declino che raggiunse l'apice con la crisi del debito sovrano del 2010⁴⁹.

⁴⁸ Lin, Ricapitalizzazioni di banche ,Harvard Journal ita 2014

⁴⁹ Lo schianto , Adam Tooze, Mondadori ,2018



https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Piigs_growth_2005-2009.png

Nel prossimo capitolo, dedicato alla crisi dell'Eurozona anche conosciuta come crisi del debito sovrano, cercheremo di descrivere al meglio la connessione esistente tra la crisi dei sub-prime ora ampiamente descritta e qual del 2010, concentrandoci sulle scelte politiche dei capi di stato europei e sulle loro discordanze nell'adozione di un piano di risposta efficace comune.

CAPITOLO 3

Dalla crisi dei sub-prime alla crisi del debito sovrano

3.1. Verso il 2010 - La Grecia

Nell'estate del 2009, dopo la crisi acuta nel settore bancario si cominciò ad assistere ad una lenta ripresa dell'economia europea ed americana.

I contraccolpi si tradussero in un dilagare dell'indigenza di milioni di famiglie americane impelagate in mutui inabbordabili e case che avevano perso il loro valore iniziale. I principali aiuti provenivano dagli stabilizzatori automatici dell'apparato fiscale, volti a ridurre le fluttuazioni economiche, lasciando una crepa profonda in tutte le economie avanzate.

Nel 2010 ciò avrebbe innescato un contraccolpo su scala globale; in altre parole controllare il rapporto debito PIL, sarebbe divenuto un mantra.

Dopo la generosità dei salvataggi alle banche del 2008 arrivarono anche l'austerità, la sanità, l'istruzione e i servizi delle amministrazioni locali. Nell'eurozona l'austerità assunse contorni drammatici. Sulla scia del 2008 infatti paesi europei come Grecia, Irlanda e Portogallo scivolarono in una situazione di bilancio sempre più insostenibile.

Il debito pubblico della Grecia era diventato semplicemente troppo grande e andava ristrutturato. L'Irlanda era schiacciata dall'impegno preso per garantire i famosi 440 miliardi di euro di passività delle banche. Visto questo carico da sostenere, l'unico modo sensato per andare avanti era quello di procedere a una ristrutturazione del debito, altrimenti nota come haircutting (decurtazione dei valori) o più eufemisticamente come coinvolgimento del settore privato.

Il diniego e la mancanza di iniziativa e coordinamento caratterizzarono la risposta dell'Europa già dal 2008. Nel 2010, Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna piombarono in una depressione di vasta portata, l'Italia divenne una vittima collaterale, il credito sovrano della Francia fu messo in pericolo, i partiti crollarono, le passioni nazionaliste furono rinfocolate oltre modo.

Obama, appena eletto presidente degli Stati Uniti di America si trovò di fronte alla prospettiva che la nuova crisi in Europa potesse riverberarsi sugli Stati Uniti.

L'Irlanda era uno snodo bancario offshore cresciuto a dismisura ma il veto della Merkel a qualsiasi soluzione collegiale aveva reso la situazione insostenibile. Quando Dublino fu costretta a nazionalizzare la Anglo Irish Bank già si paventava un intervento della FMI; le obbligazioni sovrane dell'Irlanda vennero liquidate e il rischio di default salì fino a superare quello della Grecia.

La crisi raggiunse la Grecia per il tramite dei settori delle esportazioni e del turismo.

A quel punto si attivarono gli stabilizzatori fiscali automatici e le entrate tributarie crollarono. Ma a fare della Grecia un caso a sé fu la precarietà della sua posizione fiscale nel momento in cui la crisi la colpì.

Nel 2008 in risposta alla crisi, il governo greco di Nuova Democrazia abbandonò ogni restrizione fiscale e, al contempo, i tassi di interesse schizzarono alle stelle.

Nel luglio 2009 Atene avvisò l'Eurogruppo che il suo deficit rischiava di toccare il 10% del PIL, ma a quel punto nessuna delle due parti volle ufficializzare la cosa.

Con il cambio di governo ad ottobre Papandreou ruppe il silenzio avvertendo la Ue che il suo deficit avrebbe superato il 12,7%. In un colpo solo le revisioni del bilancio per il 2009 portarono il debito a carico della Grecia dal 99% al 115% del PIL⁵⁰. La cosa preoccupante è che per stabilizzare davvero i suoi debiti avrebbe dovuto aumentare le entrate fiscali del 14% del PIL e tagliare la spesa nella stessa misura. E' facile comprendere però che questa fosse una cosa impossibile sul piano politico.

Ciò di cui la Grecia aveva veramente bisogno era una ristrutturazione del debito, un accordo con i suoi creditori affinché questi ridimensionassero le loro richieste. Di fatto però anche solo accennare alla possibilità di una ristrutturazione rischiava di scatenare il panico, bloccare i finanziamenti a breve termine e rendere inevitabile un default immediato, incidendo al tempo stesso sulla fiducia dei mercati. Il debito greco era troppo gravoso e, lo stava diventando sempre di più; alla ristrutturazione non si poteva sfuggire. Invece di un taglio netto quella che trasparì fu una protratta e tormentosa azione di retroguardia offuscata dalla confusione e dalla tattica ripetuta del "prolunga e fingi"⁵¹.

Ma la posta in gioco non era solo la Grecia, ma il network ben più ampio del debito oltre confine, in cui la Francia, per esempio, al pari degli altri paesi ricchi erogatori di credito, aveva interessi veramente enormi. Nel complesso i prestiti delle banche straniere a quella che avrebbe poi preso il nome di periferia dell'eurozona- Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna- arrivavano a 2,5 trilioni di dollari. Di quel totale le banche francesi avevano in ballo circa 500 miliardi di dollari e le banche tedesche più o meno lo stesso. Anche se in Italia il livello di debito era paurosamente alto nessuno voleva che il panico la interessasse; inoltre, nelle stesse condizioni vi erano anche il Belgio e la Francia stessa.

A trainare la politica degli stati europei durante la crisi dell'eurozona, a detta della Francia, vi era la struttura piramidale che prevedeva: i piccoli Stati sovrani debitori in bancarotta (Grecia e Portogallo) sul fondo; poi le

⁵⁰ The Inside Story of the Greek Crisis, George Papaconstantinou, 2016, trad.ita.

⁵¹ Adam Tooze, Lo schianto, 2018 trad.ita.

vittime del boom immobiliare con grande passività dalla crisi delle banche (Irlanda e Spagna); infine i veri pesci grossi del debito pubblico con in testa l'Italia. Ma per Parigi, la sostenibilità del debito greco a lungo termine contava meno del tenere in piedi quella gigantesca piramide⁵².

Berlino rifiutò di sposare il copione del salvataggio citando esplicitamente l'articolo 125 del Trattato di Maastricht, che proibiva i salvataggi reciproci. Il trattato di Lisbona, divenuto operativo nel dicembre 2009, aveva consolidato il primato della responsabilità Stato-nazione, sbarrando la strada alla mutualizzazione del debito. La Germania non era dell'idea di un salvataggio. Se Atene non era in grado di pagare allora si doveva ricorrere alla ristrutturazione del debito a spese delle banche; la Grecia aveva bisogno di un condono e i tedeschi spingevano per un haircutting a carico dei creditori.

La ristrutturazione era inevitabile, ma annunciarlo ad alta voce rischiava di scatenare una corsa agli sportelli prima che la rete di protezione fosse pronta. Impelagandosi nella logica del "prolunga e fingi" e negando il bisogno di una ristrutturazione era però difficile creare una spinta per un qualsiasi sforzo collettivo europeo di rafforzamento istituzionale.

La riluttanza tedesca era miope ma comprensibile. Già nella primavera del 2010 era chiaro che per arrivare ad una soluzione onnicomprensiva al problema della crisi del debito sovrano era necessario:

- Un'energica ricapitalizzazione delle banche europee per consentire loro di sopravvivere alle perdite;
- Un fondo europeo per sostenere questa ricapitalizzazione delle banche per evitare di destabilizzare le finanze precarie degli stati più piccoli;
- Che la BCE stabilizzasse i mercati delle obbligazioni o fornendo liquidità alle banche europee o effettuando acquisti secondo le linee del programma della Fed, benché l'aperta monetizzazione del debito fosse impedita dal suo trattato e la Germania fosse contraria a tutto ciò;
- Un TARP europeo, cui facessero da rete di sicurezza i bilanci dei governi nazionali per acquistare i debiti sovrani degli Stati più deboli, una proposta interdetta dal divieto di mutualizzazione del Trattato di Lisbona;
- Le regioni solventi della Finlandia, Olanda e Germania dovevano essere d'accordo sulla normativa fiscale.

Ai primi del 2010 Schauble, ministro delle finanze tedesco, propose che la UE istituisse un Fondo Monetario Europeo (FME) e la Merkel propose invece di coinvolgere l'FMI nella disciplina dell'eurozona. A quest'ultima proposta si contrapposero però sia la Francia, sia Schauble, sia la BCE⁵³.

Se la BCE fosse stata una banca centrale come la Fed o Bank of England, non ci sarebbe stato alcun bisogno di una crisi del debito sovrano.

Tutto ciò che essa avrebbe dovuto fare per arrestare l'impennata dei tassi d'interesse greci era quello che fanno le banche centrali di tutto il mondo: comprare obbligazioni sovrane.

⁵² <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKewiaqa3ppoDsAhXC-6QKHRzGBKkQFjAAegQIBxAB&url=https%3A%2F%2Fwww.bis.org%2Fpubl%2Fqtrpdf%2Fqt1009.htm&usg=AOvVaw2cKwLs-AXU4jf8JTchcMN>

⁵³ Why Europe's Monetary Union faces Its Biggest Crisis, Financial Times, 2010

La faccenda rimase a un punto morto per i primi mesi del 2010, mentre la pressione dei mercati sulla Grecia si intensificava e gli investitori stranieri si stavano disfacendo di tutto il debito greco che riuscivano a vendere; per la fiducia degli investitori quella mancanza di risolutezza era inquietante e pericolosa.

Il 19 maggio 2010 Atene doveva rimborsare 8,9 miliardi di euro; alla disperata ricerca di una via d'uscita il governo greco del PASOK cercò aiuto addirittura rivolgendosi al nuovo presidente USA Barack Obama. Era ormai chiaro che l'insuccesso degli europei nel gestire la faccenda della Grecia stava minacciando una nuova crisi negli Stati Uniti, che stava incominciando a leccarsi le ferite attraverso la rivoluzionaria amministrazione democratica.

I fondi comuni americani avevano centinaia di miliardi di dollari in ballo nelle banche europee, prima di tutto francesi e le filiali americane di quelle stesse banche europee erano anche i principali soggetti erogatori di mutui alle famiglie americane. Qualsiasi crisi finanziaria nell'eurozona si sarebbe ripercossa sull'America, così come al contrario era accaduto nel 2008.

La priorità per Washington era però arginare il contagio finanziario. La ristrutturazione non era un'ipotesi da prendere in considerazione fintanto che l'Europa non avesse trovato un modo per stabilizzare i mercati dei bond e non fosse stata pronta ad una ricapitalizzazione complessiva delle banche europee.

A un summit di marzo del 2010, scavalcando le obiezioni sia dei francesi che della BCE e con Obama dalla sua parte Merkel fece passare l'opzione di un coinvolgimento dell'FMI ; sarebbe stato un intervento congiunto UE-FMI , come nel caso degli Stati baltici l'anno prima. Questa volta però la BCE sarebbe stata pienamente coinvolta. Un comitato di UE, BCE, FMI avrebbe costituito la famigerata TROIKA⁵⁴, l'organo incaricato di dettare la politica della Grecia e delle altre nazioni inserite nel programma.

Il debito preesistente della Grecia sarebbe stato saldato con i nuovi prestiti della troika e l'FMI avrebbe dovuto piegare le proprie prassi operative a quel frangente.

Per evitare l'impressione di un salvataggio, opzione proibita dal trattato di Maastricht, i prestiti non sarebbero stati concessi a condizioni agevolate. Infine l'aiuto sarebbe arrivato solo come extrema ratio, solo nel caso la Grecia avesse perso l'accesso ai mercati. Dipendeva da lei, per mezzo dell'austerità, scongiurare quel momento il più a lungo possibile.

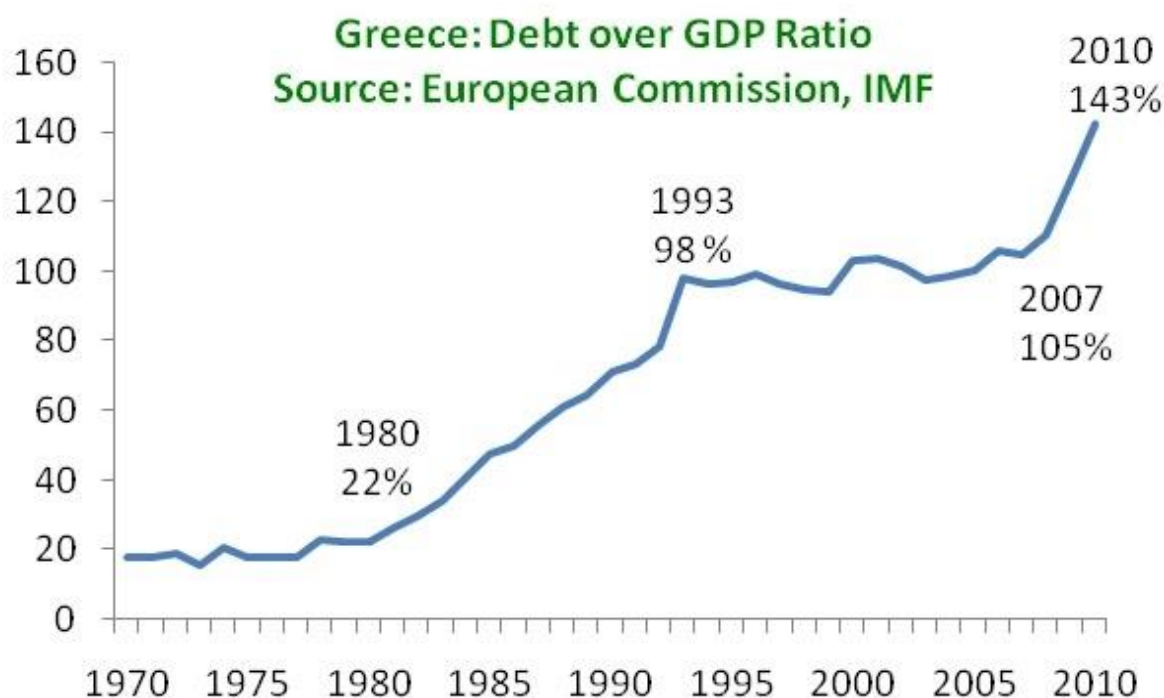
Intanto i mercati furono scossi da notizie sconvolgenti provenienti dall'Irlanda, secondo cui il conto della ricapitalizzazione delle banche irlandesi in bancarotta stava schizzando alle stelle.

Di lì a poco il deficit dell'Irlanda, paese dove le banche stavano letteralmente affossando lo stato sovrano, sarebbe stato peggiore di quello della Grecia.

Ad Aprile un declassamento da parte dell'agenzia di rating creditizio Fitch fece schizzare i rendimenti del debito pubblico greco al 7,4% .

⁵⁴ Secondo quanto riportato nel sito del Parlamento europeo, rappresenta l'insieme dei creditori ufficiali durante le negoziazioni ufficiali con i paesi europei.

L'Eurostat comunicò che il deficit greco nel 2009 era salito al 13,6% del PIL, quello dell'Irlanda al 14,3%. Gli spread sulle obbligazioni greche salirono a 600 punti base, con un tasso di prestito del 9%, il che di fatto tagliò la Grecia dai mercati⁵⁵.



<https://www.google.com/url?sa=i&url=http%3A%2F%2Fwww.greekdefaultwatch.com%2F2011%2F04%2Fare-we-all-greeks-now-greek-political.html&psig=AOvVaw1H9rsF4VrtrE1b0u4w2sAd&ust=1600989985638000&source=images&cd=ve&ved=0CAIQjRxqFwoTCKiM6862gOwCFQAAAAAdAAAAABAP>

Finalmente ai primi di maggio si raggiunse l'accordo. La Grecia stabilì con la troika che non solo avrebbe tagliato il deficit ma avrebbe anche puntato all'eccedenza. Promise di imprimere al proprio saldo di bilancio una percentuale del 18% del PIL. In cambio però il Paese avrebbe avuto un salvataggio di 110 miliardi di euro, dei quali 80 dalla UE e 30 dall'FMI, pagabili su un arco di tre anni e con tassi durissimi.

Infine il consiglio dell'FMI approvò lo sproporzionato e rischioso salvataggio della Grecia solo perché l'incapacità dell'Europa di arginare la crisi greca significava un alto rischio di effetti di contagio a livello sistemico internazionale, e non si poteva rischiare di coinvolgere ancora l'America.

Austerità e riforma, di dubbia efficacia in termini economici e politicamente sostenibili, furono i soli punti in agenda su cui le parti dell'accordo riuscirono a colloquiare.

⁵⁵

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjJwb2AqYDsAhVBjqOKHW-UDwQOFjAAegQIARAC&url=https%3A%2F%2Fec.europa.eu%2Feurostat%2Fdata%2Fdatabase&usg=AOvVaw1RIjKJh48F-ZkDO26niJj0>

3.2. Alla resa dei conti con il debito

La paura del debito e delle sue implicazioni potenzialmente disastrose si percepiva ovunque nel 2010, che sarebbe diventato un anno spartiacque nel lento e difficile processo di ripresa.

Il caso più eclatante di contagio dell'austerità si verificò nel Regno Unito. La politica fiscale si rivelò cruciale per le elezioni che videro la sconfitta dei laburisti, anche se i conservatori non riuscirono ad ottenere la maggioranza e continuavano ad aver bisogno dell'appoggio dei liberal democratici.

I negoziati di coalizione divennero una lotta dalla posta altissima per il futuro della politica fiscale.

Nell'ambito di un "bilancio d'emergenza" il cancelliere britannico Osborne tagliò la spesa pubblica e aumentò l'IVA sostenendo la tesi della "necessità" con il fine di calmare i mercati e di colmare il deficit entro il 2015; la linea era quella di prevenire il rischio di una futura crisi del debito, ma benché il Regno Unito avesse mantenuto il suo rating creditizio, la sterlina era scesa moltissimo rispetto al dollaro e all'euro. Vennero tagliati dal bilancio 98 miliardi di sterline di spesa pubblica annuale, riducendo la forza lavoro nel settore pubblico e tagliando un milione di posti di lavoro, privatizzati o dati in out-sourcing; inoltre, la spesa delle amministrazioni comunali calò di un terzo lasciando che centinaia di migliaia di persone che vivevano con sussidi di invalidità e disoccupazione sprofondarono nella disperazione.

Intanto, anche in America c'era un gran parlare di "responsabilità fiscale". Obama nel suo secondo discorso sullo stato dell'Unione parlò di riduzione del deficit e non di occupazione e a Febbraio nominò una commissione nazionale per la responsabilità fiscale e le riforme (la commissione Simson-Bowles) il quale fine consisteva nel formulare raccomandazioni per arrivare al pareggio di bilancio entro il 2015⁵⁶.

Bernanke, di recente riconfermato alla presidenza della Fed, pur non negando la portata del deficit, metteva in guardia da interventi di austerità troppo drastici.

Di fondamentale importanza era però distinguere tra breve e medio termine. Infatti, nel 2010 gli Stati Uniti erano sopravvissuti alla peggiore delle crisi ma il mercato immobiliare era ancora sotto shock.

Dopo un acceso dibattito, tuttavia, il Federal Open Market Committee⁵⁷ aveva deciso di procedere all'acquisto di titoli ad un ritmo di 75 miliardi di dollari al mese per i successivi otto mesi.

Era arrivato il QE2. (quantitative easing)⁵⁸.

L'acquisto su larga scala di obbligazioni per lo più a breve termine avrebbe fatto lievitare i prezzi dei bond riducendone i rendimenti e la riduzione dei tassi a breve termine avrebbe contribuito a livellare anche quelli a lungo termine, stimolando così gli investimenti. L'effetto più immediato del QE si produceva però tramite

⁵⁶ Adam Tooze, *After the Wars*, trad.ita, 2017

⁵⁷ Organismo della Federal Reserve incaricato di sorvegliare le operazioni di mercato aperto negli Stati Uniti

⁵⁸ Modalità non convenzionale con cui una banca interviene sul sistema finanziario ed economico di uno Stato per aumentare la moneta in circolazione. E' una manovra di politica monetaria ultra-espansiva

i mercati finanziari. Man mano che la banca centrale tirava su i bond faceva scendere i rendimenti , costringendo i gestori degli asset ad andare a cercarli in altre classi di attività. Passando dalle obbligazioni alle azioni si otteneva lo scopo di gonfiare il mercato azionario, aumentando il benessere dei detentori di portafogli con la tendenza a renderli più disponibili sia a investire che a consumare.

Era un metodo incerto e indiretto per stimolare l'economia che aumentando la ricchezza di famiglie già benestanti era destinato ad accrescere la disparità, in quanto le famiglie a basso reddito non avrebbero potuto partecipare alle plusvalenze.

Intanto, il 2 novembre ci fu una vittoria epocale dei repubblicani in quanto il GOP ottenne 63 seggi alla camera; una fluttuazione di consenso così importante avrebbe ridefinito la politica americana poiché i cosiddetti repubblicani “ Young Gun “ non avrebbero tollerato il minimo incremento della pressione fiscale. In questo clima rovente i trionfanti repubblicani monopolizzarono la notizia affermando che la Fed si stava imbarcando in un piano per stampare decine di miliardi di dollari ogni mese.

Dopo 18 mesi di braccio di ferro al G20 sulla politica fiscale, il QE2 creò una netta spaccatura sulla politica monetaria.

In una tale situazione tuttavia la Germania si pose come contrappeso globale.

Nel 2011 sarebbero stati tagliati 11,2 miliardi di euro fino ad arrivare nel 2014 ad un totale di 80 miliardi di euro. I tagli più pesanti riguardarono tuttavia il ministero della difesa.

A Toronto, nel giugno del 2010, i membri del G20 si impegnarono a dimezzare simultaneamente i propri deficit nell'arco dei successivi tre anni, ma per la Germania, decisa sostenitrice dell'austerità neanche quello fu abbastanza. Per ragioni di competitività globale era infatti fondamentale che spesa e debito pubblici venissero tenuti sotto controllo.

Solo se il resto d'Europa avesse garantito di conformarsi ad un insieme di regole condivise, la Germania avrebbe preso in considerazione una condivisione della sovranità in quanto lo scopo di Berlino era far sì che le clausole costituzionali circa il freno al debito fossero trasformate in legge per tutti i membri dell'eurozona. Ma ovviamente, l'opposizione della Francia e di altri paesi più piccoli non tardò.

Era ormai chiaro che la soluzione concepita a maggio 2010 per arginare la crisi greca non era più sostenibile. Seppur di fronte ad un evidente fallimento, la troika continuò ad impegnarsi perché la Grecia si attenesse al programma del maggio 2010 consentendo all'Europa di imbarcarsi in una duplice finzione.

La troika avrebbe continuato a far finta che il debito greco fosse sostenibile, se solo Atene avesse applicato una sufficiente austerità; il problema era che la Grecia stava ormai naufragando, con la disoccupazione arrivata a più del 12%.

Contestualmente, gli stress test miravano a dimostrare che le banche d'Europa erano solide anche se la loro debolezza avrebbe dovuto rappresentare il miglior argomento per opporsi al rischio di ristrutturazione della Grecia. Queste infatti, mentre svendevano le obbligazioni greche ed irlandesi andavano a caccia di rendimenti dirottando i soldi su quelle spagnole e italiane.

Laddove le grandi banche americane operavano conformemente alla disciplina dei “piani di capitale” annuali e veniva loro richiesto di trattenere qualsiasi profitto non distribuito sotto forma di bonus per ricostituire le riserve, le banche europee facevano invece liberamente del loro meglio nel distribuire sotto forma di dividendi ogni minimo profitto, nella speranza di ottenere nuovo capitale e mantenere soddisfatti gli azionisti.

Nell’ottobre 2010 Merkel e Sarkozy (ben presto ribattezzati Merkozy) senza prima consultarsi con la BCE o con gli Stati Uniti formularono un’agenda formata da un mix delle idee francesi-tedesche.

Il patto di stabilità siglato nel 1997 sarebbe stato rafforzato dall’introduzione di norme costituzionali sul freno al debito sulla falsariga di quelle tedesche. Le sanzioni si sarebbero attivate solo da un voto di maggioranza qualificata nei casi in cui i governi avessero presentato deficit superiori al 3% del PIL o debiti oltre il 60% del PIL⁵⁹.

Ci sarebbe stata anche una versione istituzionalizzata del Fondo europeo di stabilità finanziaria⁶⁰ che avrebbe garantito prestiti di emergenza a qualsiasi membro dell’eurozona in difficoltà, cosicché a partire dal 2013 i creditori avrebbero dovuto contribuire al bail-in. In questo modo sarebbero stati così più solo i contribuenti a sborsare nuovi fondi e contestualmente, applicare degli haircut ai creditori avrebbe aiutato a contenere i debiti. Era tuttavia a mio avviso una soluzione equa che sarebbe servita da strumento di disciplina.

Il pacchetto venne quindi annunciato senza alcun preavviso attraverso un comunicato stampa il 18 ottobre 2010, ma fu un vero e proprio trauma.

Francia e Germania non solo avevano agito da sole ma avevano anche preso di mira il tasto dolente della crisi, quale il PSI (*private sector involvement* o coinvolgimento dei creditori privati) e la ristrutturazione del debito unilateralmente, senza preparare minimamente allo shock i mercati. Le impressioni della BCE, attraverso Trichet, sembravano inquadrare le conseguenze del piano come una catastrofe tanto che il principale effetto fu quello di irrigidire l’atteggiamento della banca centrale; Trichet era infatti deciso a impedire a Dublino di usare l’annuncio Merkozy come copertura per bruciare gli azionisti delle banche. Al contrario però l’Irlanda doveva aderire ad un programma analogo a quello già imposto alla Grecia e, considerato che le banche irlandesi dipendevano, per sopravvivere, dai finanziamenti della BCE, il presidente di quest’ultima, predecessore di Mario Draghi, aveva il coltello dalla parte del manico.

Per l’Irlanda ritrovarsi nello stesso sistema d’emergenza della Grecia era un trauma e un’umiliazione ma non aveva altra scelta che accettare le seguenti condizioni della BCE: Dublino doveva immediatamente richiedere aiuto e seguire le istruzioni della troika; doveva inoltre acconsentire ad un programma urgente di ulteriore consolidamento fiscale, riforme strutturali e riorganizzazione del settore finanziario. Le banche dovevano essere interamente ricapitalizzate e doveva essere garantito il pieno rimborso dei finanziamenti a breve termine concessi dalla BCE all’Irlanda. Mentre però in Grecia i debiti erano pubblici, in Irlanda si

⁵⁹ Fonti dal sito dell’eurostat. citato prima

⁶⁰ Fondo costituito il 7 giugno 2010 con l’intento di preservare la stabilità finanziaria dell’Eurozona

stava chiedendo ai contribuenti di pagare per perdite enormi in cui erano incorse le banche e gli investitori di tutta Europa.

Il 28 novembre l'Irlanda acconsentì ad accettare 85 miliardi di euro in crediti d'emergenza: 63,5% dalla troika ed il resto sotto forma di aiuti da altri membri della UE ed in particolare dal Regno Unito, i cui mercati finanziari avevano contribuito moltissimo a quella catastrofe.

Ma la crisi europea non si poteva arginare soltanto trasferendo il debito sui contribuenti di ogni singola nazione. La crisi europea era troppo vasta e troppo interconnessa per gestirla su base nazionale. Le perdite dovevano essere alternativamente fatte ricadere sugli investitori di tutta Europa che avevano tratto profitto dai modelli insostenibili di business delle banche oppure dovevano essere innalzate a livello di bail-out⁶¹ concertato a livello europeo. A sua difesa la BCE avrebbe sostenuto che l'unico obiettivo fine perseguito dalla stessa doveva essere la stabilità dei prezzi ma a mio avviso consisteva in una lettura deleteria, conservatrice e semplicistica. La Fed non aveva mai adottato un punto di vista così limitato, in quanto il suo mandato era sia quello di preservare la stabilità dei prezzi che quello di massimizzare l'occupazione. Era prevedibile. Le due novità nella definizione dell'agenda di ottobre e novembre 2010 – l'agenda PSI Merkozy e il QE2 di Bernake – potevano essere complementari.

Ma anche se Berlino denunciava il QE2 come fonte d'instabilità, le banche europee la vedevano diversamente. Infatti le banche più attivamente coinvolte nel QE2 furono quelle europee che ridussero i propri portafogli di titoli statunitensi costituendo dei saldi attivi presso la Fed, che lungi dall'aumentare l'incertezza dell'economia mondiale, stava di fatto agendo da salvadanaio di tutto il mondo e da sommo garante del sistema finanziario mondiale. Non era la ricetta dell'espansione economica ma quantomeno rappresentava la promessa di un cuscinetto di stabilità.

3.3. Dalla crisi finanziaria a quella socio-politica

Perché mai il mondo aveva intrapreso una strada tanto controproducente e dannosa in termini di prospettive per decine di milioni di disoccupati in tutto il mondo?

Per i conservatori “Stampando moneta e facendo impennare i prezzi delle materie prime” a destabilizzare il mondo era il programma QE della Fed. L'Europa era più vicina al dramma del Nord Africa ma, anche le sue reazioni furono incoerenti.

Francia Regno Unito e Germania si spaccarono sull'intervento NATO in Libia, con la Germania dalla parte della Cina e della Russia. Merkel si rifiutò di dare il voto di assenso all'ONU per la campagna aerea contro Gheddafi. Intanto si battibeccava su chi dovesse dare asilo ai rifugiati libici che si riversavano in Italia.

⁶¹ Bail-out , o meglio salvataggio, è la fornitura di un aiuto finanziario ad una società od un paese sull'orlo del fallimento

Nell'estate del 2011 fu messa in discussione non solo la stabilità dei regimi mediorientali ma anche l'affidabilità di Italia e Stati Uniti.

Fu detto che a governare in quel momento non era né il G20, né il G8 o il G2, ma piuttosto, se vogliamo dirla tutta il G-ZERO⁶².

Mentre nella primavera del 2011 l'austerità stava martellando sull'intero tessuto sociale europeo, l'attività economica si andava contraendo sempre di più a seguito dei tagli di spesa e aumento delle tasse e la disoccupazione tra i giovani era del 20%.

Il 7 Aprile, il Portogallo fu il terzo paese a rientrare in un programma della troika.

C'era la sensazione che il welfare europeo stesse subendo un inesorabile programma di ridimensionamento trainato dalle richieste dei banchieri e dai mercati obbligazionari.

Vi furono reazioni potenti all'emergenza della crisi, con la ripresa del nazionalismo sia a destra che a sinistra; marce, manifestazioni e scioperi si intrecciavano agli accampamenti come riappropriazione del territorio.

La nuova sinistra che iniziava a prendere forma in risposta alla crisi dell'eurozona avrebbe in seguito rivoluzionato la politica europea. La crisi era dunque passata dalla complessa sfera finanziaria a quella ancora più articolata socio-politica.

Intanto, in Grecia, la situazione stava degenerando e nonostante l'attuazione dell'austerità il carico del debito sul PIL andava aumentando, i consumi e investimenti erano oramai crollati pesantemente e con l'abbassamento della domanda si innescarono ulteriori perdite occupazionali con un calo del gettito fiscale. All'inizio dell'estate 2011 ormai era chiaro che la Grecia non sarebbe riuscita ad avere accesso ai mercati del capitale che erano stati previsti per il 2012.

Questo conduceva al fatto che gli europei avrebbero dovuto contribuire con altri prestiti o trovare un altro modo per ridurre le passività della Grecia prima del 2013⁶³.

In ogni caso ci si doveva sempre scontrare contro il veto e l'incoerenza della Germania in quanto Berlino era l'implacabile fautrice dell'austerità con una posizione lucida e ferma sul tema della ristrutturazione e del PSI; il problema secondo la mia opinione era che, quando si arrivava agli inevitabili corollari, a partire dalla costituzione di una rete di sicurezza per il resto del mercato obbligazionario, la sua posizione diventava sconclusionata e incoerente.

Mentre i PIIGS⁶⁴ soffrivano sotto il carico dei rendimenti in crescita, i tassi d'interesse della Germania tendevano verso il limite zero, spinti da una politica espansiva.

⁶² Adam Tooze, Lo schianto, 2018

⁶³ How to save Greece

https://www.google.com/url?sa=t&rc=tj&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwiSvo6xroDsAhWkM-wKHVV3CZkQFjAJegQIAxAB&url=https%3A%2F%2Fideas.repec.org%2Fp%2Fpra%2Fmprapa%2F40748.html&usg=AOvVaw3xZY4y51VgFt_sefW2PDAh

⁶⁴ PIIGS sono acronimi utilizzati dai giornalisti per riferirsi a Paesi europei con alti rapporti debito-PIL come Portogallo, Italia, Islanda, Grecia e Spagna

Le esportazioni tedesche verso il resto del mondo registravano un boom a differenza degli altri paesi dell'eurozona ed il mercato del lavoro si andava potenziando, tanto che si registrava quasi un abisso tra i tumulti di Atene e Madrid e l'opulenza di Berlino.

Nel frattempo nell'eurozona era in corso un vasto movimento interno di fondi. Il fenomeno era registrato da un'appendice dell'eurosistema, fino ad allora oscura ma che presto sarebbe diventata ben nota: i cosiddetti bilanci "TARGET2". Man mano che il denaro fuoriusciva dai conti bancari di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna in cerca di sicurezza, questo veniva trasferito in Germania e/o altrove nel cuore dell'eurozona. Le banche destinarie del Nord traboccavano di capitali in fuga e le banche greche erano disposte ad offrire ottimi tassi.

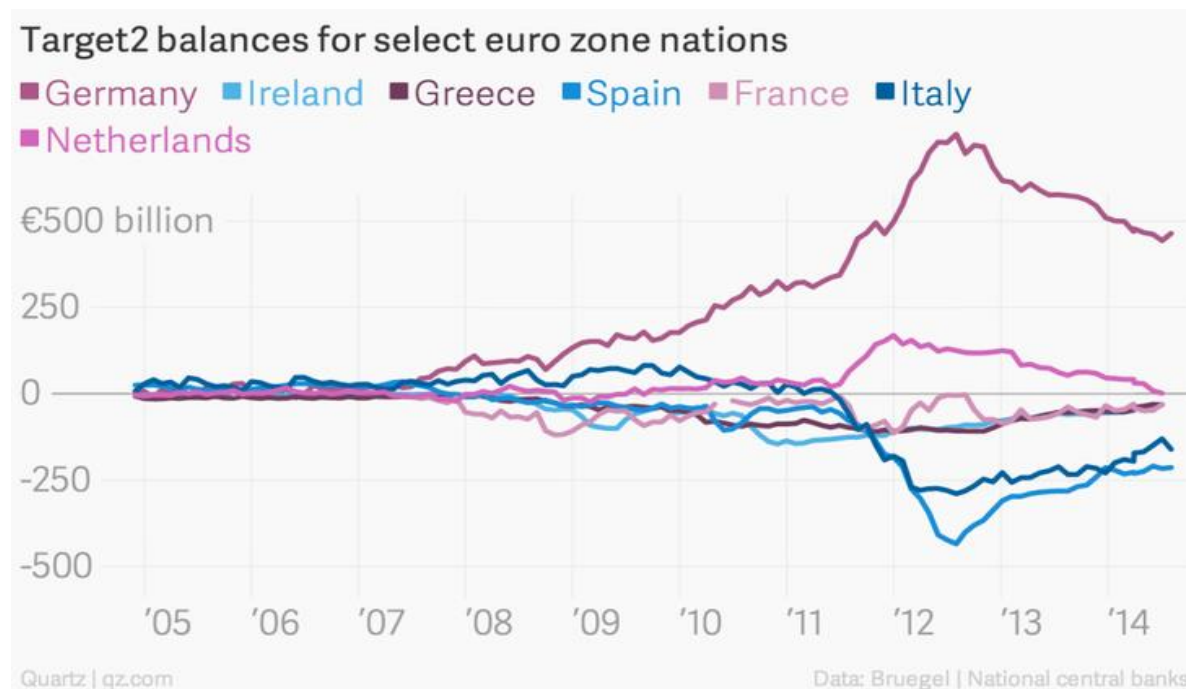
Quindi le banche della periferia traevano i loro finanziamenti da quelle centrali dei loro paesi, le quali, non avendo più la sovranità nell'emissione di valuta domestica, prendevano gli euro dalla BCE, mentre nello stesso momento la Bundesbank e altri soggetti destinatari di capitali in fuga accumulavano crediti.

Quello che i TARGET2 registravano non era un prestito della Germania al resto dell'eurozona, ma era in realtà l'equivalente ufficiale di una compensazione dell'enorme spostamento di fondi privati verso i conti bancari tedeschi dalla periferia dell'eurozona.

Mentre in tempi di stress il denaro globale si trasferiva in dollari, nell'eurozona i soldi si spostavano in Germania.

Infatti, mentre i rendimenti sulle obbligazioni dei paesi in crisi salivano quelli sui bond tedeschi scendevano, esprimendo sicurezza ed estrema stabilità.

Fu questo uno dei fattori che contribuì ad alimentare la bolla della prosperità tedesca.



<https://www.google.com/url?sa=i&url=https%3A%2F%2Fwww.bruegel.org%2F2012%2F02%2Fwhat-is-the-meaning-of-target->

[balances%2F&psig=AOvVaw1z6RYkbsbLosb2X2_pPKW8&ust=1601031660406000&source=images&cd=vfe&ved=2ahUKEwiS1LTs0YHsAhXMM-wKHd63CgAOr4kDegUIARCXAQ](https://www.google.com/search?q=balances%2F&psig=AOvVaw1z6RYkbsbLosb2X2_pPKW8&ust=1601031660406000&source=images&cd=vfe&ved=2ahUKEwiS1LTs0YHsAhXMM-wKHd63CgAOr4kDegUIARCXAQ)

Nel maggio 2011 il tentativo di mantenere la logica del “prolunga e fingi” si era ormai tradotta in un tracollo totale della credibilità e coerenza della comunicazione dell’eurozona, soprattutto quando, il direttore generale dell’FMI venne arrestato per molestie sessuali e la speranza che il fondo riuscisse a scuotere l’eurozona dalla sua paralisi andò in fumo riaffermandosi contestualmente la priorità della stabilità sistemica e della prevenzione del contagio⁶⁵.

Angela Merkel a Giugno volò in America e raggiunse un accordo con il neo-presidente Obama: non si sarebbe più parlato di default greco o di Grexit⁶⁶; ci sarebbe stato stanziato un altro pacchetto di aiuti. La ristrutturazione del debito sarebbe entrata nell’accordo, ma il coinvolgimento del settore privato sarebbe stato su base volontaria attraverso una ristrutturazione guidata dai creditori, in cui le banche avrebbero esercitato un potere di veto su modalità ed entità dello storno del debito.

L’effetto finale del viaggio oltreoceano fu di un ulteriore inasprimento e la notizia che trapelò ai mercati fu che ci sarebbe stato un PSI ma senza una rete di sicurezza adeguata.

Per la Grecia la nuova linea Merkel-Obama si stava rivelando, purché in un’altra forma, un altro “prolunga e fingi”. A giugno del 2011, quando l’agenzia di rating S&P declassò la Grecia a tripla C, gli spread schizzarono a 1300 punti; la fiducia degli investitori era definitivamente svanita del tutto.

A questo punto la domanda era: cosa poteva accadere se si fosse verificata una crisi in Spagna o in Italia? In Italia il debito era pericolosamente alto in rapporto al PIL, in quanto, considerate le dimensioni dell’economia italiana (l’ottava al mondo in termini di PIL nominale) si trattava di debiti enormi: precisamente 1,8 trilioni di euro secondo le stime⁶⁷.

Se si fosse innescato un panico sull’Italia, per l’eurozona probabilmente sarebbe stata la fine. Il problema era se Roma avrebbe avuto la capacità di rispondere alla nuova ondata di panico nel mercato dei bond e come avrebbe reagito Berlusconi. Il 14 luglio 2011, in risposta alla pressione dei mercati, il Parlamento italiano adottò un rigido programma di austerità da 70 miliardi di euro, ma finché Berlusconi era al comando pervenivano forti dubbi sull’attuazione della politica da parte degli investitori spaventati. Quello che inizialmente era stato un problema confinato alla Grecia e all’Irlanda si stava rapidamente trasformando in una crisi generalizzata che coinvolgeva grandi economie come Spagna e Italia.

A quel punto urgeva un ulteriore accordo, che andava fatto necessariamente tra Francia, Germania e BCE. Questo, dopo essere stato presentato e votato dagli altri governi divenne operativo. Esso prevedeva che la Grecia avrebbe avuto in prestito altri 109 miliardi di euro consentendo così al FMI di continuare ad essere

⁶⁵ Da Adam Tooze, Lo Schianto, 2018

⁶⁶ Uscita della Grecia dall’UE

⁶⁷ https://www.google.com/search?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwiS0ry-04HsAhUvMewKHanTAB0Qkh8oAHoECBgQBw&url=http%3A%2F%2Fec.europa.eu%2Ffeurostat%2Fproduct%3Fcode%3Dgov_10dd_edpt1%26amp%3Blanguage%3Den&usg=AOvVaw1RyCOfaf2JISerz6OcbJIq

protagonista attivo della troika; l'interesse sui prestiti sarebbe stato simultaneamente ridotto al 3,5% e le scadenze sarebbero state prorogate permettendo ai creditori della Grecia di contribuire. La BCE avrebbe avuto un indennizzo per le perdite subite e nell'eventualità le banche greche sarebbero state ricapitalizzate con fondi della troika mentre i governi stabilirono che il PSI sarebbe valso solo per la Grecia.

Per arginare il contagio il FESF (Fondo Europeo di stabilità finanziaria) sarebbe stato potenziato e per conto della BCE sarebbe stato legittimato ad accedere al mercato secondario e ad istituire delle linee di credito con le nazioni non coinvolte nel programma come Spagna e Italia. Il fondo avrebbe quindi funzionato come agente di prevenzione aiutando a stabilizzare i mercati.

Ma a fine Luglio, mentre Sarkozy, Merkel e Trichet giocavano con il futuro dell'eurozona, la classe politica americana era pericolosamente vicina all'orlo del baratro ed al punto di una rivoluzione interna.

La spaccatura tra democratici e repubblicani si giocava ora sulle posizioni dei primi che insistevano per un approccio equilibrato alla riduzione del deficit con riduzione delle tasse e tagli ai privilegi e le posizioni dei repubblicani che si concentravano invece sulle riduzioni di spesa pubblica. Il 31 luglio a Washington si raggiunse un compromesso di bilancio che avrebbe imposto l'austerità automatica nel caso i due partiti non si fossero accordati sui tagli entro la fine dell'anno. Come conseguenza di questo accordo ai primi di Agosto l'agenzia di rating cinese declassò gli Stati Uniti da A + ad A specificando come il sistema politico statunitense non fosse in grado di conciliare l'influenza cruciale dello scarso sviluppo economico, del deficit elevato e del debito sempre più alto con la capacità di servizio del debito per mezzo di una creazione di ricchezza reale, in un quadro di solvibilità nazionale irreversibile.

La posizione della Cina, in tutto questo, era prevedibile, ma ciò che invece ebbe dell'inconcepibile fu che una delle agenzie di rating americana S&P declassò gli Stati Uniti da tripla A ad AA supportando tale declassamento con la spiegazione che governance e processi decisionali dell'America si stavano facendo meno stabili, prevedibili e decisamente meno efficaci. Sottolineava che il presunto livello di insostenibilità del debito statunitense e la rapidità con cui si accumulava lo avrebbe portato nel 2021 ben oltre il 90% del PIL.

Al ministero del tesoro fu subito chiaro che le decisioni sottese alla scelta fatta da S&P erano un enorme errore; nessuno dubitava della debolezza del sistema politico americano ma S&P aveva fornito l'ennesima dimostrazione di quanto fossero carenti le agenzie di rating in quel momento storico.

Erano state le loro certificazioni tripla A, applicate a centinaia di miliardi di obbligazioni ipotecarie subprime, che avevano contribuito fortemente a far precipitare la crisi nel 2008. Ed erano sempre i loro successivi declassamenti a ripetizione a scandire il passo della crisi nell'eurozona.

La situazione ad agosto era questa. Milioni di dollari stavano perdendo lo status di asset sicuri, la NATO bisticciava sulla Libia, la politica monetaria della Federal Reserve era accusata di fomentare i tumulti in Medio oriente e la UE era imbrigliata nell'autoinganno con la sua non soluzione della crisi del debito greco mentre mentiva in modo spudorato. In tutto questo, sia il primo ministro italiano che il direttore generale dell'FMI erano accusati di reati sessuali, Washington stava trastullandosi con la bancarotta, le agenzie di

rating erano incapaci di fare i conti e milioni di persone protestavano per strada, non più disposte a pagare i debiti che avevano contratto o che erano stati contratti a loro nome da banche guidate dall'avidità anziché dal buon senso.

L'8 agosto, scossi dalle notizie che giungevano da entrambe le sponde dell'Atlantico, i mercati azionari intrapresero una drastica vendita.

3.4. Come un circolo vizioso

Nell'incontro che si tenne a Berlino il 1° Settembre del 2011 tra la cancelliera Angela Merkel e il primo Ministro del Portogallo Passos Coelho, la Merkel mostrò apprezzamento sul primo rapporto di aggiustamento strutturale Portoghese. Coelho infatti non vedeva alcuno ostacolo all'introduzione di un freno al debito analogo a quello tedesco.

La Merkel colse l'occasione per sottolineare che vivendo in una democrazia parlamentare, il bilancio era una prerogativa chiave del Parlamento e che si sarebbero trovate delle soluzioni per far arrivare ai mercati dei segnali idonei; nella brancolante genericità queste affermazioni erano sintomatiche della profondità della crisi.

Lo scontro tra Germania, Francia e BCE, sulla futura governance dell'Eurozona ritardò la stabilizzazione. Il compromesso del 21 Luglio 2011 trovato tra i tre enti riguardava come detto aiuti alla Grecia dove la crisi aveva ormai assunto dimensioni catastrofiche. La spesa privata era completamente fuori controllo. Le agenzie di rating declassarono i titoli del debito pubblico greco al livello "junk", ovvero spazzatura, facendo così schizzare alle stelle lo spread.

Tutto questo portò la troika, Ue, Bce e Fondo Monetario Internazionale(FMI) ad intervenire con un prestito selvaggio. Da quel momento il paese iniziò ad avvitarci in una spirale di crisi di cui ancor oggi è ahimè prigioniero.

Riguardo invece la situazione italiana e spagnola, Trichet sembrava ancora una volta restio a concedere il suo aiuto. Egli infatti inviò un memoriale a Zapatero e Berlusconi in cui spiegava cosa sarebbe stato necessario per far estendere la protezione degli acquisti dei Bond da parte della BCE.

Si reclamavano ampi tagli alla spesa pubblica e aumento delle tasse, privatizzazione dei servizi pubblici locali, drastici cambiamenti alla politica del lavoro, scalfendo i diritti dei sindacati italiani e spagnoli.

Nell'eventualità che queste misure incontrassero resistenza, Trichet e quello che sarebbe poi stato il suo successore Mario Draghi suggerivano al governo Italiano che invocasse i poteri attribuiti all'articolo 77 della Costituzione che consentiva l'intervento dell'esecutivo "in casi di straordinaria necessità". Il governo Spagnolo decise di tenere invece segreta la lettera della BCE preferendo che la faccenda non diventasse di dominio pubblico.

Dopo forti polemiche pubbliche guidate in primis dalla stampa del Bel Paese Berlusconi accettò le condizioni di Trichet.

Il 7 Agosto 2011 quindi la BCE iniziò ad acquistare Bond Italiani e Spagnoli nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP).

Per evitare l'insolvenza greca invece c'era bisogno di un (haircut) taglio ben più elevato di quello richiesto ai banchieri: non più il 21% ma il 50%.

Per non creare panico l'intervento prevedeva un solido accordo Franco-Tedesco sulla futura governance dell'eurozona.

Merkel e Sarkozy quindi rafforzarono la loro alleanza, Sarkozy aveva bisogno di tanti soldi e con la BCE intenta a perseguire una strategia della tensione il solo modo per calmierare i mercati era ampliare il FESF⁶⁸ e acconsentire una complessiva mutualizzazione del debito pubblico dell'Eurozona.

Il 29 Settembre il Bundestag votò il minuscolo ampliamento del fondo FESF di stabilizzazione del mercato obbligazionario concordato il 21 Luglio⁶⁹. Ma il fondo FESF era troppo modesto ed era già stato superato dagli eventi accaduti, tanto che, in Estate ci si rese conto che una ristrutturazione del debito avrebbe richiesto un taglio a tutto campo delle banche del Paese ellenico che nell'autunno del 2011 stavano scivolando sull'orlo del baratro. Queste ultime affrontavano la spietata concorrenza di quelle americane e asiatiche (queste ultime sempre più in sviluppo), e l'Europa rischiava di trovarsi di fronte ad una replica del 2008.

Christine Lagarde, che nell'ultimo anno abbiamo imparato a conoscere molto bene, nell'agosto del 2011 raccolse lo scettro e si insediò in veste di direttrice generale del FMI intuendo che le banche Europee avrebbero avuto bisogno di 267 miliardi di dollari in nuovo capitale.

Nel Settembre del 2011 il Segretario al Tesoro dell'amministrazione democratica Obama Geithner volò a Varsavia per prendere parte all'incontro mensile dei Ministri delle Finanze e rappresentanti delle Banche centrali d'Europa.

Dopo però il tracollo di Wall Street del 2008 e della crisi di bilancio di Luglio 2011, l'Europa non era disposta ad ascoltare i consigli dell'America in materia finanziaria. Infatti, il segretario del Tesoro lasciò la riunione senza rilasciare dichiarazioni ai giornalisti.

Nell'incontro tra i leader della finanza mondiale a Washington, Geithner dichiarò che l'Europa non poteva continuare a far finta che in gioco ci fossero solo questioni di governance dell'eurozona e che quindi si dovevano intraprendere tutte le azioni possibili per tutelare la stabilità dei sistemi bancari e dei mercati finanziari; insieme al suo corrispettivo Britannico George Osborne fecero fronte comune nel chiedere la fine della crisi politica europea.

⁶⁸ FESF noto come Fondo europeo di stabilità finanziaria costituito per aiutare finanziariamente gli Stati membri preservando la stabilità finanziaria dell'Eurozona

⁶⁹ https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.8.pdf

Lagarde nel contempo insisteva di intraprendere ancora una strada per la ripresa perché la situazione stava diventando sempre più pericolosa, mentre il piano FESF proposto dalla Merkel al Bundestag restava ancora una volta sottodimensionato. Iniziò da lì una corsa agli sportelli ai danni della Banca franco-belga Dexia, esposta maggiormente nel debito della periferia dell'eurozona mentre dall'altra parte dell'Atlantico iniziavano a destarsi problemi per le società di altro profilo MF Global (importante broker globale di derivati finanziari). Nell'Ottobre del 2011 iniziarono infatti indagini sui suoi bilanci, accusata di essere andata ad intaccare i fondi dei suoi clienti. Mentre la MF Global faceva domanda di bancarotta l'eurozona tracciò le linee guida di un ennesimo piano di stabilizzazione, dove venivano stanziati nuovi prestiti alla Grecia, un ampliamento dell'FESF e la ricapitalizzazione delle Banche.

Il 26 Ottobre 2011, ancora una volta Angela Merkel ottenne la maggioranza di cui aveva bisogno e il 27 Ottobre fu annunciato uno scambio di Bond al 50%. Il piano consisteva nel ridurre ulteriormente il debito della Grecia al di sotto del 120% del PIL ;per fare questo la Grecia avrebbe ricevuto altri 130 miliardi di euro di finanziamento portando il piano di emergenza a 240 miliardi di euro.

L'Europa aveva quindi prodotto un pacchetto in cui si riconosceva l'aspetto fondamentale del problema, quale la riduzione del debito, la ricapitalizzazione e la rete di sicurezza. Ci furono enormi manifestazioni di piazza in Grecia, furono indetti scioperi e scontri con la polizia nei quali rimase ucciso anche un esponente del partito comunista. Nel disperato tentativo di recuperare il rapporto con il popolo il primo ministro greco Papandreu cercò di coinvolgere il governo e l'opposizione chiedendo un referendum sul programma di ristrutturazione del debito proposto dalla UE. Ma i dubbi erano molti, quando i capi di Stato Tedeschi e Francesi senza andare troppo per il sottile, fecero capire che era arrivato il momento per la nazione ellenica di decidere se stare ancora dentro o fuori dall'eurozona, ribadendo il concetto fondamentale per cui in caso di mancanza di rispetto delle regole non avrebbero ricevuto neanche un centesimo dei pacchetti di aiuti concordati attraverso il duro lavoro del governo francese e dai tedeschi. La Merkel e Sarkozy, così, ritenendo molto rischioso l'esito di una campagna referendaria, manovrarono con l'opposizione del governo greco la strategia per allontanare dal Governo Papandreu per rimpiazzarlo con un tecnocrate a loro vicino, Lucas Papademos, già vicepresidente della BCE.

In Italia, invece, il governo di Berlusconi continuava a riscontrare grandi difficoltà. La Lega si rifiutava di collaborare alla riforma del sistema pensionistico voluto dal resto d'Europa, ed Angela Merkel aveva telefonato personalmente al Presidente della Repubblica Napolitano per sondare possibili alternative. Il 12 Novembre il Presidente Berlusconi si dimise dopo aver perso il voto di fiducia in Parlamento, assicurando all'Italia gli aiuti del FMI. Venne eletto l'indipendente Mario Monti.

Ma i problemi dell'Europa non si risolsero con il cambio dei primi ministri di Grecia e Italia; infatti una sera del 4 Novembre Sarkozy richiamò i capi di governo per un summit sul problema dell'Italia in una riunione presieduta da Obama, come dimostrazione che i problemi politici e legali dell'Europa non fossero per niente risolti e che solo l'influenza del presidente americano potesse portare una soluzione per il sistema Eurozona. Il G20 registrò ancora una volta l'esito negativo dell'incontro.

Francesi e Americani fecero delle proposte come la costituzione di una Repubblica Federale e l'autonomia di una Banca centrale, ma la tedesca Merkel sapeva che aveva una maggioranza molto risicata e che se fosse tornata a Berlino con la proposta franco americana avrebbe rischiato l'ammutinamento della destra e le elezioni anticipate. Francesi e americani fecero così marcia indietro.

La tensione si percepiva anche e soprattutto in un colosso come la Deutsche Bank dove si pensava che l'eurozona avesse raggiunto un pericoloso punto di non ritorno; anche il capo economista del gigante delle assicurazioni Allianz metteva in guardia dall'acquisto illimitato di bond governativi spiegando che gli acquisti di bond da parte della BCE non facevano altro che trasferire la ricchezza dall'Europa settentrionale a quella meridionale senza risolvere i problemi del debito. Nel Dicembre del 2011 a Bruxelles circolavano due idee di futuro dell' Europa da parte della Merkel e Sarkozy: disciplina fiscale e accordi internazionali; non si assumevano però impegni in materia di ricapitalizzazione delle banche e non era riportato niente sulla crisi nel mercato delle obbligazioni sovrane.

Il Presidente del consiglio europeo Van Rompuy chiedeva alla UE di prepararsi ad una mutualizzazione del debito, in quanto bisognava creare una forma di credito europeo condiviso che garantisse agli stati più deboli la protezione dell' affidabilità creditizia dei debitori più forti. La posizione rigida e contraria di aiuto da parte dello stato tedesco, così come per quello francese, non tardò di certo ad arrivare ed in tutto questo l'intervento del Regno Unito peggiorò l'impatto economica. Londra, infatti vedeva la crisi dell'eurozona come un'opportunità di contrattazione per sfruttare l'impegno del primo ministro David Cameron nella battaglia di una impennata di euroscetticismo tra i tory; inoltre voleva ottenere esplicite deroghe per la City di Londra, in ambito di una tassa sulle transazioni finanziarie. Per i rapporti tra Regno Unito e UE si era dunque giunti ad un bivio.

La Germania ottenne il suo fiscal compact , basato su nessuna responsabilità condivisa dei prestiti europei, e contestualmente non si arrivò all'emissione di euro-bond, né a ricapitalizzazione bancarie così come accrescimento dell'FESF/MES.

Tuttavia l'attenzione era rivolta alla BCE e su Mario Draghi che aveva assunto la presidenza il 1 Novembre del 2011.

Nell'estate del 2012 Mario Draghi sarebbe stato visto come il salvatore dell'euro. Il 1 Dicembre 2011 Draghi presentandosi al parlamento europeo con sincerità fece pesare la sua influenza a favore del piano di disciplina fiscale Merkel-Sarkozy. La sua priorità era quella di ristabilire un sistema in cui i cittadini tornassero a fidarsi sia reciprocamente che dei governi ,in termini di disciplina fiscale e riforme strutturali. Draghi aprì il rubinetto offrendo finanziamenti a tassi vantaggiosi. A fine Dicembre 2011, circa 520 banche ottennero finanziamenti per 489 miliardi di euro e a Febbraio 2020 ed altre 800 banche, tra cui italiane, irlandesi e greche ottennero altri 500 miliardi.

Tutto questo però andò a caricare ulteriormente le partecipazioni che esse già avevano nel debito pubblico della periferia e portò ad un declassamento di molte banche spagnole e italiane; la Francia e l'Austria

persero la loro tripla A e il Portogallo venne liquidato come spazzatura; solo le banche tedesche, olandesi, finlandesi e del Lussemburgo mantennero l'ambito rating di tripla A(AAA).

Gli europei protestarono ma le agenzie di rating mantennero la loro posizione autoritaria. La Merkel annunciò che ci volevano almeno 10 anni per ritornare ad una posizione migliore; ma il resto d'Europa aveva tutto questo tempo a disposizione?

3.5. Whatever it takes

A gennaio del 2012, dopo il declassamento degli Stati sovrani dell'eurozona da parte di S&P, i membri dell'eurozona nel G20 chiedevano al resto del mondo un contributo di 300-400 miliardi di dollari in finanziamenti aggiuntivi per consentire all'FMI di fungere da rete di protezione nella lotta alla crisi. Stati Uniti, Cina e Brasile respinsero la proposta senza pensarci su due volte.

Il G20 e S&P valutarono che l'Europa non aveva fatto abbastanza, non avevano affrontato gli squilibri in materia di mercato dei bond sovrani e di ricapitalizzazione bancaria, che nel 2010 avevano risucchiato l'FMI nell'impegno europeo.

Alla fine, inoltre avevano ammesso l'insolvenza della Grecia e stavano per spingere una ristrutturazione del debito.

Da un punto di vista politico invece l'Europa aveva accontentato la Germania nella sua insistenza all'austerità.

Il fiscal compact europeo del dicembre 2011 era stato imposto dalla cooperazione franco-tedesca. Con questo programma nell'Ottobre del 2011 era stato imposto l'haircut del 50% con l'obiettivo di portare la Grecia a un debito pari al 120% del PIL. Da lì in poi sarebbe stato possibile riportare la Grecia a un rapporto di debito pari al 60% del PIL, obiettivo che era previsto in origine dal trattato di Maastricht. Ma così non fu, in quanto l'economia greca si stava contraendo troppo più in fretta di quanto previsto.

Per molti paesi europei a quel punto era troppo da sopportare.

Dai primi del 2012 fino ad Agosto, iniziarono piani top-secret in vista di un'ipotesi di una Grexit per poi interrompersi alla chiamata di Berlino.

L'uscita dall'Unione Europea avrebbe significato infatti la rovina per la Grecia e le implicazioni per il resto di Europa sarebbero state di conseguenza imprevedibili ma sicuramente dannose.

A febbraio iniziò una nuova tornata di trattative con l'IIF⁷⁰ che portò ad un aumento dell'haircut dal 50 al 53%; inoltre, quel che restava del debito greco sarebbe stato scambiato con cambiali a 2 anni garantite dal FESF e obbligazioni a lunga scadenza a cedola ridotta.

Ma perché questo programma desse qualche speranza di sostenibilità fiscale ci sarebbe voluta una disciplina estrema da parte di Atene.

Le elezioni in programma per l'Aprile del 2012 prevedevano la sconfitta di Papademos, mentre quel che la TROIKA riuscì ad ottenere fu la promessa da parte del leader di Nuova Democrazia, Antonio Samaras, che se fosse salito in carica come primo ministro si sarebbe attenuto a qualsiasi accordo negoziato dai suoi predecessori. Qualunque fosse stato l'esito delle elezioni, il programma fiscale avrebbe avuto la priorità. Su questi presupposti di fedeltà ai dogmi tradizionali cominciò l'ultima tornata del famoso processo "prolunga e fingi".

La ristrutturazione tuttavia imposta ai creditori della Grecia tra il Febbraio e l'Aprile 2012 fu la più ampia e drastica della storia.

Nel complesso i creditori privati della Grecia avevano concesso uno sconto di 107 miliardi di euro, permettendo il rimborso molto più dilazionato dei nuovi bond a lunga scadenza, tanto che il valore netto dei debiti della Grecia si ridusse del 65%. Nel dicembre 2012 le richieste di rimborso dei creditori privati vennero ulteriormente ridotte da un riacquisto dei bond a lunga scadenza di recente emissione.

Tutto ciò fu finanziato dalla oramai famosa TROIKA.

Come risultato della ristrutturazione del debito del 2012 il debito pubblico greco scese da 350 miliardi di euro a 285, seguendo una riduzione del 19%.

La vera significativa modifica non stava però nell'entità del debito ma nei soggetti a cui esso era dovuto: l'80% era dovuto a creditori pubblici (FESF, BCE, o FMI). Questo meccanismo di sostituzione fu una costante nella politica mutevole del debito greco: infatti, i crediti pubblici si sostituirono ai debiti privati. Il mercato obbligazionario non era più l'arbitro principale del destino finanziario della Grecia poiché ad esso si sostituì il peso complessivo della troika, dell'FMI, della UE, della BCE e dei governi delle nazioni europee. Le concessioni alla Grecia venivano adesso fatte direttamente a spese della troika e cioè soprattutto a spese dei contribuenti del resto d'Europa.

Il PIL della Grecia dal 2009 al 2012 era calato dai 240 miliardi di euro ai 191,1 e mentre nel 2008 il tasso di disoccupazione in Grecia era dell'8%, 4 anni dopo veleggiava verso il 25%; milioni di persone venivano sfamate dalla mensa dei poveri.

Se un'immagine potesse riassumere lo stato di confusione del paese ellenico, Il parlamento era stato ridotto ad una fabbrica di decreti imposti dalla troika.

Nel 2012 erano molteplici le categorie che manifestavano insoddisfazione e sfiducia. Tra queste vi erano le elezioni del 6 maggio, il cui esito mediante percentuali troppo basse non consentirono di formare un

⁷⁰ IIF: istituto della finanza internazionale fondata nel 1983 come reazione alla crisi creditizia internazionale dei primi anni 80'.
Fonte Wikipedia

governo, furono infatti indette nuove elezioni per il 17 giugno nel quale, quel punto, il voto greco sarebbe stato un referendum circa il continuare o meno a far parte del sistema eurozona.

Quello stesso giorno, in Francia gli elettori bocciarono il presidente in carica uscente Sarkozy preferendogli il socialista F. Hollande.

La promessa di Sarkozy di tenere la Francia sulla stessa linea della Germania non sembrava rispecchiare ciò che gli elettori realmente volevano.

Hollande nella sua campagna aveva promosso invece un piano anti-privilegi e anti-banche, proponendo tasse sui redditi più alti e sulle transazioni finanziarie, oltre che la promessa di rinegoziare il fiscal compact Merkozy del 2011.

La chiave per delle finanze sane, per il nuovo governo Hollande, non era l'austerità autocastrante del governo precedente ma lo sviluppo.

Lo stesso stato d'animo era comune alla sinistra tedesca. L'SPD chiedeva di spostare l'attenzione dal debito alla crescita, e l'appello ottenne l'appoggio di una fazione inaspettata dell'FMI.

Pessima economia e premesse empiriche fallaci avevano portato l'FMI ad appoggiare una politica che aveva distrutto le prospettive economiche di una generazione di giovani del Sud Europa.

Ad aggiungersi agli sconvolgimenti politici di maggio l'ultima ricaduta della crisi immobiliare colpì la Spagna e l'Irlanda.

Lo scoppio della bolla immobiliare in Spagna fu un evento di dimensioni macroscopiche. Il tasso di disoccupazione schizzò infatti alle stelle.

Nel novembre 2011, quando la crisi raggiunse l'apice, si ritornò alle urne con elezioni anticipate ed il popolo consegnò il potere ad un nuovo governo conservatore capeggiato dal partito popolare di Mariano Rajoy.

Nella primavera del 2012 oramai solo le ingenti iniezioni di liquidità da parte della BCE tenevano a galla il sistema finanziario spagnolo.

Nel 2010 le cajas più deboli vennero fuse in una bad-bank, la Bankia, che il 9 maggio 2012 dichiarò però di essere sull'orlo della bancarotta e di avere urgente bisogno di una ricapitalizzazione.

Era chiaro che l'Europa stava di nuovo rischiando il tracollo. Non ci si poteva assolutamente permettere che i tassi di interesse schizzassero fuori controllo in conseguenza del panico in Spagna.

Fu la crisi spagnola ad imporre nuovamente in agenda il problema di una riforma onnicomprensiva dell'eurozona che Merkel aveva bloccato nell'inverno 2011-12.

Un'unione bancaria a responsabilità collettiva per la supervisione delle banche e i salvataggi avrebbe finalmente spianato la strada ad una soluzione nell'eurozona?

Nel giugno 2012 Moody's declassò la Spagna a un rating Baa3, una tacca al di sopra della categoria "junk" spazzatura. Il ministro degli esteri spagnolo dichiarò e rammentò a Berlino una frase significativa degli animi caldi animati dal corso di numerose spiacevoli situazioni: "quando il Titanic affonda si porta dietro tutti anche quelli che viaggiano in prima classe". In effetti l'elenco delle vittime poteva estendersi ben al di là dell'Europa.

In accordo con Washington, sia Monti che Hollande e Rajoy spinsero l'eurozona all'azione.

Obama e Monti a Los Cabos in un incontro riservato con Merkel, presentarono alla cancelliera tedesca un piano formulato dagli italiani.

Lo schema proponeva che per gli stati che stavano attuando una politica fiscale idonea e responsabile, la Bce ed il MES ponessero un tetto ai rendimenti sui mercati dei bond.

Se i rendimenti fossero però saliti al di sopra della soglia di sostenibilità, si sarebbe innescato un intervento per ristabilire un più normale livello dei tassi di interesse. Poiché per i tedeschi l'autonomia della Bce era sacrosanta, la cancelliera tedesca rifiutò la proposta. Non avrebbe accettato soluzioni che offuscassero il confine tra politica monetaria e politica finanziaria.

Ancora una volta Merkel aveva bloccato una spinta transatlantica a un intervento di emergenza, anche se la pressione continuava a crescere.

Monti e Hollande però non demorsero e si incontrarono a luglio per stipulare un Patto di crescita per l'Europa, che portava sulla carta 130 miliardi di euro di investimenti e tagli fiscali.

Intanto Merkel, sul fronte tedesco doveva fronteggiare l'opposizione politica interna e la cosiddetta "quadriga"- Il presidente della BCE Draghi, il presidente del consiglio europeo Herman Von Rompuy, il presidente della Commissione europea J.M.Barroso e il presidente dell'Eurogruppo Juncker.

Questi ultimi ripresero l'idea già vietata da Berlino a Dicembre: un'unione bancaria sostenuta da un'assicurazione sui depositi su scala eurozona e da un fondo crisi comune; proposero finanche la necessità di un'emissione di debito condiviso. Tutto ciò avrebbe garantito una ricapitalizzazione diretta delle banche, indipendentemente dai governi della madrepatria, una volta stabilito un regime di supervisione complessiva. Sul breve termine la Germania acconsentì a un bail-out immediato delle banche spagnole a patto che venisse eseguito un rigido stress test.

Era questo un passo significativo, poiché, a 4 anni dal 2008 l'Europa stava finalmente ammettendo che più che un'unione fiscale, all'eurozona serviva una responsabilità condivisa per il settore finanziario.

Il 29 giugno al termine di una sessione di trattative durata 15 ore, Barroso e Van Rompuy si presentarono alla stampa con l'annuncio di un accordo non solo sul patto di crescita ma anche su un piano che avrebbe concesso l'assistenza del MES al debito pubblico di tutti i paesi la cui governance fiscale fosse conforme alle regole concordate a dicembre. Il supporto sarebbe stato di

diritto per tutti i membri dell'eurozona e, non un sostegno di emergenza concesso a seguito di un'umiliante richiesta alla troika.

Fu in effetti una svolta, anche se in termini sia politici che finanziari a luglio 2012 l'eurozona era ancora in divenire.

Dopo il patto fiscale del dicembre 2011, il summit di giugno 2012 era stato uno spartiacque perché per la prima volta dal 2008 tutti i leader avevano ribadito con forza che il solo modo per uscire dalla crisi era avere più Europa e non meno Europa.

Il punto che Mario Draghi, nuovo presidente della BCE voleva far passare ai mercati globali era di natura politica. “ Quando la gente parla di fragilità dell’euro e forse di crisi dell’euro” spiegò allo scettico pubblico della City di Londra “molto spesso gli Stati che non fanno parte dell’eurozona sottovalutano l’entità del capitale politico che viene investito nell’euro”.

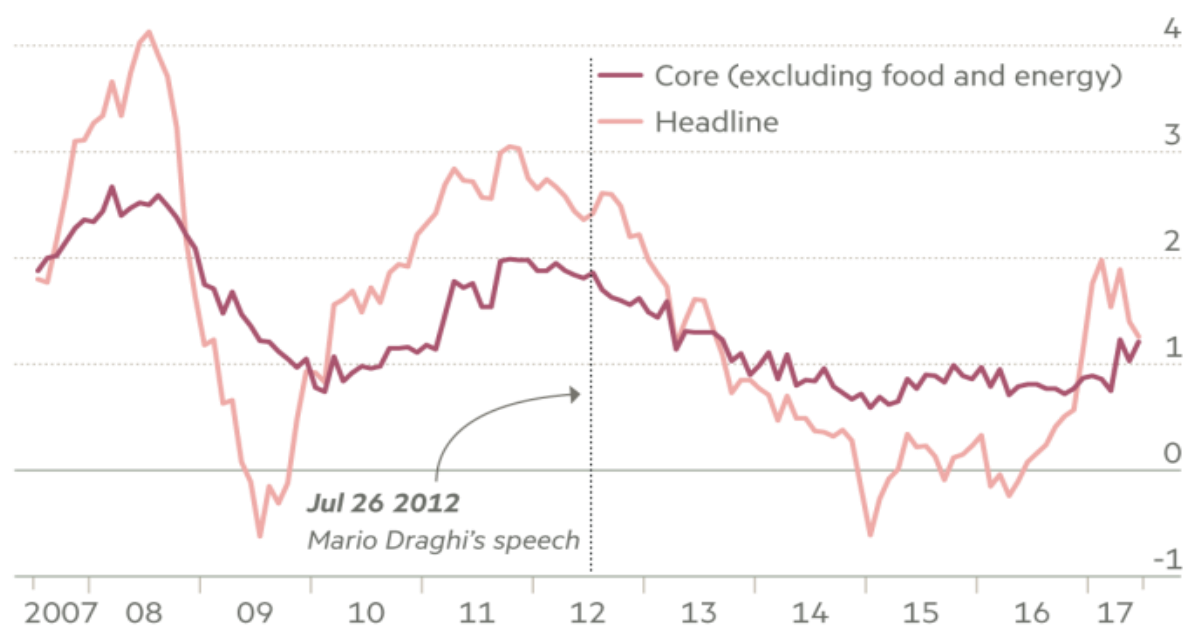
Aggiunse inoltre:” nel corso del nostro mandato la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l’euro”.

Dopo questo famoso discorso i mercati si placarono ed i rendimenti per i debitori più vulnerabili calarono. A posteriori il discorso di Draghi su “*tutto il necessario*” è stato visto come lo spartiacque nella crisi dell’eurozona⁷¹.

Possiamo infatti osservare attraverso questo semplice grafico l’impatto positivo della sua conferenza sull’economia dell’eurozona, ed in particolare sull’inflazione.

Eurozone inflation

Annual % change



Source: Thomson Reuters Datastream

FT

https://www.ft.com/_origami/service/image/v2/images/raw/http%3A%2F%2Fcom.ft.imagepublish.prod.s3.amazonaws.com%2F20b41b0-7125-11e7-aca6-c6bd07df1a3c?fit=scale-down&source=next&width=700

Merkel, Monti e Hollande rilasciavano dichiarazioni congiunte in cui ribadivano la loro determinazione a tenere insieme l’euro.

Nel backstage però l’opposizione tedesca all’iniziativa di Draghi era feroce. Secondo alcuni insider, fu solo dopo la riunione congiunta tra il governo tedesco e la sua controparte cinese, il 30 agosto, che Merkel e Shauble si impegnarono ad appoggiare l’intervento della BCE e a tenere la grecia nell’area dell’euro.

⁷¹ <https://www.youtube.com/watch?v=hMBI50FXDps>

Il primo ministro cinese disse che riteneva responsabili le principali nazioni europee, Germania e Francia, del destino dell'eurozona e che la prosecuzione degli acquisti di bond europei da parte della Cina dipendeva dal fatto che quei paesi intervenissero in modo efficace.

Quindi con l'appoggio della Merkel e di Shauble la BCE formalizzò il suo nuovo ruolo di prestatore condizionale di ultima istanza con la denominazione Outright Monetary Transactions (OMT), Operazioni Monetarie Definitive⁷².

Ma la sua era una promessa a titolo rigidamente condizionale. La BCE si sarebbe attivata solo se la nazione interessata avesse acconsentito ad un programma di austerità e di aiuti approvato dal MES. L'intervento era vincolato da molte più condizioni rispetto all'acquisto indiscriminato di bond che la Banca si era sobbarcata sotto Trichet.

Le OMT di Draghi, per come si erano delineate nel settembre 2012 erano una misura condizionale di costruzione della fiducia. Al di là di questo però non fornivano alcuno stimolo all'economia dell'eurozona. Al contrario della FED, protagonista principale della politica monetaria espansiva USA, della quale Bernanke stava attivamente ampliando lo stato patrimoniale, quello della BCE si andava contraendo ai livelli in cui era stato nell'autunno spazzato dalla crisi del 2011.

Il "faremo tutto il necessario" (Whatever it takes, titolo di questo capitolo) era per Draghi un modo coraggioso di arrestare la crisi nell'eurozona grazie all'enorme investimento di capitale politico fatto dai governi europei per mezzo della costruzione di un nuovo apparato di governo: la ristrutturazione greca, il fiscal compact, l'unione bancaria, il MES, le OMT della BCE. Per l'uditorio inglese significava che l'Europa aveva finalmente ritrovato il senso e la retta via sulla quale continuare. Da un altro punto di vista, ancora, quel "Whatever it takes" era un atto di resa. Significava forse che l'eurozona stava finalmente cedendo a quel che i commentatori economici anglofoni chiedevano da sempre. Se solo la BCE avesse sposato prima il modello della Fed, come Obama aveva detto a chiare lettere a Cannes, si sarebbe potuto evitare il peggio.

Molti dissero che l'eurozona si salvò grazie alla sua americanizzazione e non grazie al suo fine principe di perseguire la stabilità dei prezzi.

L'America non solo aveva spianato la strada con i suoi programmi nazionali di stimolo e politica monetaria. Attraverso una diplomazia accorta e dei massicci contributi di liquidità della Fed aveva anche aiutato l'Europa a superare la peggior crisi dalla fine della seconda guerra mondiale.

La risposta era l'americanizzazione. L'economia globale era sopravvissuta e l'America aveva riaffermato una versione di egemonia liberale. Nella sua campagna elettorale nel 2012 Obama sbandierava senza riserve l'eccezionalismo americano.

La gestione della crisi di stampo liberale centrista aveva prevalso.

Contestualmente però il costo, in termini economici e politici era stato terribile.

⁷² <https://www.wallstreetitalia.com/omt-bce-cos-e/>

I governi in Italia e Grecia erano stati esautorati. Irlanda e Portogallo erano stati messi sotto la tutela della troika e la Spagna era sfuggita a quella sorte per il rotto della cuffia. La fiducia nelle aziende e dei consumatori era a pezzi, la disoccupazione aveva imposto un fardello pesante alla domanda dell'eurozona. La politica fiscale era frenata dalla politica della Germania al pareggio dei bilanci.

Era quello il momento di una politica monetaria attiva. Ma se fermare il panico nel mercato dei bond era una cosa, ridare nuova linfa all'economia dell'eurozona ne era totalmente un'altra.

Draghi non aveva un mandato ed a meno che l'euroscetticismo tedesco non venisse superato, c'era ben poca possibilità di realizzare l'agenda di ambiziosa integrazione e consolidamento delle istituzioni che Draghi aveva sbandierato nel discorso di Londra.

A un anno di distanza dalla seconda vittoria Obama avvertiva: "la lezione più importante che ho imparato dalla crisi è che non è finita finché non è finita, e stavolta di certo al momento non lo è".

Non poteva immaginare quanto si sarebbe scoperto aver ragione.

Le dichiarazioni di Mario Draghi, che dimostrò grande leadership e controllo della situazione, erano riuscite a calmare i mercati e le impazzite speculazioni al ribasso sui paesi più indebitati di Europa (PIIGS). Nella prima vera timida risposta unitaria di un' Europa confusa e succube della Germania, c'era anche un po' di Italia.

Le cose non sarebbero mai più tornate come prima, ma "pompare" moneta nel mercato era l'unica via possibile per iniziare a guarire un sistema eurozona squilibrato e "malato".

La deregolamentazione e la sbagliata governance avevano portato alla bancarotta milioni di famiglie europei innocenti.

Mario Draghi, fermamente disposto a fare tutto il necessario per salvare l'euro, rappresentava la figura che era sempre mancata all'Europa per iniziare a cambiare la situazione in meglio.

Adesso che vi era un barlume di speranza, con molto lavoro da fare, si poteva ripartire.

CONCLUSIONI

Questo elaborato si è preposto di analizzare le cause socio-economiche che hanno portato alle maggiori crisi finanziarie degli ultimi 100 anni, concentrandosi in primo piano sulla crisi americana dei sub-prime del 2008 che ha avuto fortissime ripercussioni sull'Europa, costringendo questa a fronteggiare un'altra crisi interna di dimensioni epocali nel 2010, nota come crisi del debito sovrano.

Oltremodo, attraverso la raccolta di numerosi dati analitici ed uno studio meticoloso delle relazioni intrinseche agli Stati maggiormente coinvolti nelle crisi degli anni più recenti, l'elaborato ha evidenziato la fortissima interconnessione presente nei mercati finanziari attuali di tutto il mondo.

Come descritto nel secondo capitolo, il processo di globalizzazione mondiale iniziato negli anni Novanta, se da una parte ha permesso l'evoluzione dell'economia, dall'altra ha invece reso le istituzioni e gli Stati-nazione sempre più dipendenti gli uni dagli altri, rendendoli allo stesso tempo più fragili.

Il rischio sistematico presente nei mercati odierni è infatti associato alla fortissima diversificazione di asset stranieri nei bilanci di istituzioni finanziarie e banche centrali, che ha reso queste, seppur dotate di governance con eccellenti competenze, incapaci di controllare direttamente a pieno la totalità delle proprie attività.

Il processo di globalizzazione finanziaria, attraverso la costante interazione tra economisti e la continua ricerca di un profitto secondo un principio capitalistico, ha reso possibile, a partire dalla prima cartolarizzazione della storia effettuata nel 1970 da Lewis Ranieri, la creazione di numerosi elementi finanziari complessi, basati sui principi del sistema bancario ombra.

Quest'ultimo ha portato nuovi sviluppi nei processi di ingegneria finanziaria, utilizzati dalle banche d'affari e dagli intermediari per l'acquisto e lo scambio di strumenti basati su varie forme di collaterale offerte in garanzia .

La creazione costante di capitale liquido, favorito dalla deregolamentazione e dall'altissima leva finanziaria delle istituzioni finanziarie, ha reso quest'ultime fortemente dipendenti le une dalle altre, tanto che se una di loro avesse subito perdite anche tutte le altre tessere del domino sarebbero cadute.

La fortissima presenza di queste interconnessioni è stata tale da preparare il terreno per le insolvenze verificatesi nelle crisi del 2008 e del 2010.

Il processo di globalizzazione finanziaria ha anche indirettamente attribuito maggiore importanza al settore del risk management, dotando di immenso potere le agenzie di rating.

Un ulteriore fine di questa tesi è stato infatti quello di evidenziare i principi sbagliati e corrotti utilizzati da queste società nella valutazione della solvibilità di banche (soprattutto d'affari) e Stati.

Con l'aumentare dei tassi di default infatti, fidarsi era bene, ma diffidare delle "tre sorelle" del rating diventava spesso doveroso, poiché in tali strutture, apparentemente leali ed oneste, a volte si sviluppavano tremende speculazioni e conflitti di interesse, che poi si traducevano in vere e proprie "piaghe" per l'economia mondiale.

Allo stesso tempo, è molto importante sottolineare però che le recenti crisi del mercato sono il risultato ultimo di una vasta serie di cause. Non bisogna quindi considerare le agenzie di rating come le uniche responsabili, capro espiatorio su cui scaricare ogni colpa, bensì far sì che autorità politiche ed economiche analizzino i loro problemi intrinseci a fondo, senza dimenticarsi di guardare avanti, al fine di costruire un sistema valido di incentivi per queste società, in modo da assicurare che crisi di tale portata non si ripetano più in futuro.

Per riportare il mercato nell'ottica della teoria dell'efficienza, il primo passo da fare è a mio avviso dotare le istituzioni politiche di un'ottima governance, che riesca, attraverso i processi di innovazione tecnologica, a sfruttare i trilioni di dati raccolti ogni giorno attraverso i Big Data per una corretta regolamentazione, da perseguire assieme a politiche monetarie giuste ed eque tra tutti gli Stati.

BIBLIOGRAFIA

Ball Laurence , The Fed and Lehman Brothers, trad.ita, 2016

Dennis Kia , the Ratings Game, trad.ita. 2009

Ferguson Charles ,Inside Job, 24 Aprile 2011

Giannotti Claudio, La cartolarizzazione dei crediti, 2006

Gibson Michael S. , Credit derivatives and risk management, FEDS working paper , 2007

Green Richard K. , The Rise and Fall of Fannie Mae e Freddie Mac, trad.ita. 2009.

Infraccioli Roberto, La Responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione, 2008,

Linciano Nadia, L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating, 2004

Lewis Michael, Liar's Poker, trad.ita. 2010

Mishkin Frederic S., Istituzioni e mercati finanziari, Pearson, nona edizione

Modina Michele, Basilea 2: come cambia il rapporto banca impresa, 2005, pp.5-7

O'Toole Fintan, Ship of Fools trad.ita.,2009

Papaconstantinou George , The Inside Story of the Greek Crisis ,2016 , trad.ita.

Rajan G.R., 2006, Has finance made the world riskier?, European Financial Management, Vol. 12, No. 4, pp. 499-533

Ricardo ,Journal of Economics Perspectives, trad.ita., 2017

Sorkin Andrew.R., Too Big to Fail, trad.it., 2014

Tooze Adam, Lo Schianto⁷³, 2018

Tooze Adam, After the Wars, trad.ita, 2017

⁷³ Il libro di Adam Tooze 'Lo Schianto' è stato il riferimento testuale principale per la stesura di questa tesi

SITOGRAFIA

<https://icebergfinanza.finanza.com/2014/10/03/deflazione-da-debiti-cosa-potrebbe-accadere/>

<https://it.businessinsider.com/come-si-formano-e-come-scoppiano-le-bolle-finanziarie-spiega-warren-buffett/>

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-dei-tulipani>

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>

https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/thumb/a/ac/Tulip_price_index1.svg/260px-Tulip_price_index1.svg.png

<https://www.capitalandconflict.com/wp-content/uploads/2018/04/LIA-Wall-Street-graph-1.jpg>

https://static.seekingalpha.com/uploads/2017/12/11/saupload_542496_fdb6d90d90eb48c1b59c79adc1302af7_mv2.png

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>

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

https://static.cambridge.org/binary/version/id/urn:cambridge.org:id:binary:20180725090252947-0354:9781316676837:16198fig2_3.png?pub-status=live

<https://www.solofinanza.it/10042014/che-cosa-significa-haircut-ambito-finanziario/10046>

<https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/VOLUME%203.pdf>

<https://kimconrad.wordpress.com/2016/01/24/the-subprime-crisis-part-1/>

<https://lh3.googleusercontent.com/proxy/ghbsnrLeuTxAa9W2s6YG5VosE2->

[_UI4rS_jwB1klzx6BeGzgcvejwAq-](https://lh3.googleusercontent.com/proxy/ghbsnrLeuTxAa9W2s6YG5VosE2-UI4rS_jwB1klzx6BeGzgcvejwAq-)

[pr5RDFi_JUy7btAoDuMeBt7Bd6_kIOyw0Ko4cKZsjKVJeZ69kFz0v1vp123Iif-cdyCeAg5uFxx3rZ9n4Q](https://lh3.googleusercontent.com/proxy/ghbsnrLeuTxAa9W2s6YG5VosE2-pr5RDFi_JUy7btAoDuMeBt7Bd6_kIOyw0Ko4cKZsjKVJeZ69kFz0v1vp123Iif-cdyCeAg5uFxx3rZ9n4Q)

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwiY78C5ioDsAhUFLewKHSVqAl4QFjAAegQIBRAB&url=https%3A%2F%2Ffinancetrainingcourse.com%2Feducation%2F2011%2F02%2FLiquidity-risk-management-case-study-lehman-brothers%2F&usg=AOvVaw3Y2SUsMTHi0Syn4PP7CmZp>

<https://www.wto.org/>

https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiN7p2skIDsAhVKLewKHQ7_DG0QFjAAegQIBBAB&url=https%3A%2F%2Fwww.investopedia.com%2Fterms%2Ft%2Ftroubled-asset-relief-program-tarp.asp&usg=AOvVaw0zSwAHTizmODt9Sk3Uu9As

https://www.google.com/url?sa=i&url=https%3A%2F%2Fseekingalpha.com%2Farticle%2F113660-the-doo-doo-32-receipt-of-the-tarp&psig=AOvVaw1N23m7aAcUfCe4TDEo59Yp&ust=1601030062735000&source=images&cd=vfe&ved=0CA0QjhqxqFwoTCJisl_fLgewCFQAAAAAdAAAAABAP

https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Piigs_growth_2005-2009.png

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwiiaqa3ppoDsAhXC->

[6QKHRzGBKkQFjAAegQIBxAB&url=https%3A%2F%2Fwww.bis.org%2Fpubl%2Fqtrpdf%2Fqt1009.htm&usg=AOvVaw2ckLwLs-AXU4jf8JTchcMN](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwi6QKHRzGBKkQFjAAegQIBxAB&url=https%3A%2F%2Fwww.bis.org%2Fpubl%2Fqtrpdf%2Fqt1009.htm&usg=AOvVaw2ckLwLs-AXU4jf8JTchcMN)

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjJwb2AqYDsAhVBjqQKHW-UDwQQFjAAegQIARAC&url=https%3A%2F%2Fec.europa.eu%2Feurostat%2Fdata%2Fdatabase&usg=AOvVaw1RIjKJh48F-ZkDO26niJj0>

https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwiSvo6xroDsAhWkM-wKHVV3CZkQFjAJegQIAxAB&url=https%3A%2F%2Fideas.repec.org%2Fp%2Fpra%2Fmprapa%2F40748.html&usg=AOvVaw3xZY4y51VgFt_sefW2PDAh

https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.8.pdf

<https://www.youtube.com/watch?v=hMBI50FXDps>

<https://www.wallstreetitalia.com/omt-bce-cos-e/>

GIORNALOGRAFIA

Lin, Ricapitalizzazioni di banche ,Harvard Journal ita 2014

Why Europe's Monetary Union faces Its Biggest Crisis, Financial Times, 2010

The Financial Crisis Inquiry report, New York, 2011

Congressional Oversight Report, The AIG Rescue, in June Oversight Report, 2010