

Dipartimento di *Impresa & Management*

Cattedra di *Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari*

*La Crisi finanziaria del 2007-2008*

Relatore

*Prof. Alfredo Pallini*

Candidato

*Pier Mario Catarci*

Matricola

*231781*

Anno Accademico *2020/2021*

# Sommario

<b>PREFAZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>4</b>
BOLLA.....	4
CRISI FINANZIARIA (PRIMA FASE) .....	5
BOOM-AND-BUST DEI PREZZI DELLE ATTIVITÀ: .....	6
CRISI FINANZIARIA (SECONDA FASE).....	6
CRISI FINANZIARIA (TERZA FASE) .....	7
<b>CAPITOLO 1</b> .....	<b>8</b>
DESCRIZIONE DELL'AMBIENTE FINANZIARIO PRE-CRISI.....	8
<i>Inizio anni 2000</i> .....	8
<i>Espansione asiatica</i> .....	9
<i>Ritorno negli Stati Uniti</i> .....	12
DEREGULATION.....	14
MUTUI SUBPRIME (SELEZIONE AVVERSA ED AZZARDO MORALE) .....	16
<b>CAPITOLO 2</b> .....	<b>20</b>
INIZIO DEL CROLLO FINANZIARIO .....	20
TASSI D'INTERESSE .....	22
AUMENTO INSOLVENZE .....	23
CRISI BANCARIA .....	23
<b>CAPITOLO 3</b> .....	<b>25</b>
ATTEGGIAMENTO DELLE BANCHE .....	25
<i>Glass-Steagall Act</i> .....	25
STRUMENTI FINANZIARI.....	27
<i>CDO</i> .....	27
<i>ABS</i> .....	28
<i>MBS</i> .....	29
<i>CDS</i> .....	31
RATING .....	33
<i>Rating statunitense</i> .....	35
<b>CAPITOLO 4</b> .....	<b>36</b>
FALLIMENTO DEL SISTEMA BANCARIO.....	36
<i>Lehman Brothers</i> .....	36
<i>La crisi dei mutui subprime</i> .....	37
<i>La bancarotta</i> .....	38
BANK RUN.....	40
<i>Conseguenze economiche</i> .....	41
<b>CAPITOLO 5</b> .....	<b>44</b>
REAZIONE ALLA CRISI.....	44
<i>Banche mondiali</i> .....	44
<i>Le modifiche nell'assetto operativo della politica monetaria</i> .....	48
GOVERNO.....	49
FEDERAL RESERVE SYSTEM.....	51
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>53</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>55</b>
<b>SITOGRAFIA</b> .....	<b>60</b>

## **Prefazione**

Che cos'è una bolla speculativa? Come ha distrutto un'intera economia? L'obiettivo di questa tesi di laurea è quello di fornire un resoconto dettagliato degli eventi che hanno condotto alla crisi del 2008, una delle crisi più significative e rovinose della storia. Dopo essermi documentato sugli studi condotti al riguardo posso finalmente affermare di saper rispondere in maniera chiara ed esaustiva a queste due domande. Le motivazioni che mi hanno spinto ad approfondire tale tema hanno una duplice natura: In primis, queste domande hanno acceso in me il bisogno primario di conoscere il corretto susseguirsi degli eventi che hanno, disgraziatamente, condotto l'intera economia globale ad un collasso paragonabile a quello avvenuto a fine degli anni 30 del secolo scorso. In secundis, il desiderio di riuscire a capire le motivazioni che hanno spinto le banche e altri istituti finanziari ad essere talmente avidi ed a considerarsi talmente al di sopra delle regole da superare il limite e trascinare in povertà assoluta milioni e milioni di persone, esclusivamente per un interesse diretto. La "Grande Recessione" fu una crisi economica mondiale verificatasi tra il 2007 ed il 2013 negli Stati Uniti d'America, in seguito alla crisi dei mutui subprime e del mercato immobiliare. Fu innescata dallo scoppio di una bolla immobiliare, che produsse una grave crisi finanziaria nell'economia americana. Questa recessione non si delimitò agli Stati Uniti ma si espanse anche nel resto del mondo, spinta da meccanismi finanziari di contagio e che evolvendosi condusse il continente europeo verso un'ulteriore ed aggravata recessione: la crisi del debito degli stati sovrani europei. I principali fattori della crisi includono: i prezzi elevati delle materie prime, la crisi alimentare globale, la minaccia di una recessione economica globale e la crisi del credito che ha portato al crollo della fiducia nel mercato azionario. Questa tesi di laurea è articolata in cinque capitoli con delle considerazioni finali sugli avvenimenti appena descritti. Nel primo capitolo viene fornita una descrizione riguardante il periodo finanziario pre-crisi. Nel secondo capitolo viene descritto l'inizio del tracollo finanziario. Il terzo capitolo si concentra su un'indagine riguardante il ruolo delle banche e degli istituti finanziari responsabili della recessione. Il quarto capitolo è dedicato alla spiegazione di come il sistema fallì sotto gli occhi di tutti. Nel quinto capitolo, infine, verrà presentato il piano risolutivo mediante il quale la nazione è riuscita a contrastare la crisi. In seguito, sono riportate riflessioni e commenti personali riguardo l'intera vicenda.

## Introduzione

### Bolla

Il termine "bolla" è sempre apparso in termini finanziari, è comunemente chiamato bolla speculativa, rappresenta una specifica fase di mercato, caratterizzata da un aumento improvviso del prezzo di uno o più beni e un aumento brusco e irragionevole. La domanda e il tempo sono limitati. Se fosse tutto qui non ci sarebbe motivo di preoccupazione ma appunto come suggerito dal nome stesso una bolla non è né stabile né duratura: alla fase di nascita e di crescita segue poi la fase dell'inevitabile "scoppio" che tendenzialmente ripristina i valori originari dei beni in questione. Tutto questo porta a domandarsi il motivo per il quale nasce una bolla speculativa. L'eccesso di domanda che spinge verso l'alto in poco tempo il valore di un bene, di un servizio, di un'impresa o semplicemente di un titolo, si può ricondurre all'irrazionale euforia di soggetti economici convinti che una nuova industria, bene, titolo o servizio possano offrire cospicui, ma soprattutto facili, guadagni. Quando un punto di vista è ampiamente diffuso, la domanda di un particolare bene aumenta, pensando che sia una buona opportunità per fare soldi. Maggiore sarà la condivisione di tale convinzione, maggiori saranno le persone disposte a comprare quel bene e di conseguenza, all'aumento della domanda aumenterà anche il prezzo dello stesso che raggiungerà picchi altissimi. Si procede dunque ad una frenetica corsa all'acquisto del suddetto bene, facendo sì che il suo prezzo, mediante l'alta domanda, ecceda il prezzo reale. Inizialmente la crescita esponenziale del prezzo conferma le previsioni ottimistiche dei soggetti che hanno deciso di investirvi. In questo senso, le bolle sono più legate a componenti psicologiche che a componenti razionali, per cui questa particolare fase del mercato viene spesso definita "frenesia" e "moda" e altri termini. Nel mercato azionario il prezzo di un bene è destinato a subire mutazioni, una volta raggiunto il picco un'azione, inevitabilmente scenderà. Nel caso di una bolla speculativa, questa discesa avviene quando l'euforia nei confronti del bene si esaurisce, oltre a questa le cause principali riguardano l'eccessivo prezzo che rende sempre più complesso l'acquisto del bene, o anche le ottimistiche prospettive di guadagno precedentemente formulate possono essere ridimensionate, infine la decisione degli investitori di prendere profitto sul bene acquistato vendendolo e quindi facendone scendere drasticamente il prezzo. Questa fase fa sì che il prezzo del bene torni al suo valore reale, ciò conferma quanto spiegato nella teoria di Dow<sup>1</sup>, che descrive il mercato finanziario come un meccanismo composto da fasi cicliche. Le conseguenze di uno scoppio di una

---

<sup>1</sup> La teoria di Dow è un insieme di definizioni e regole al comportamento dei prezzi e degli strumenti finanziaria presentata da Charles Dow sulla quale si base l'analisi tecnica moderna.

bolla speculativa sono disastrose per gli investitori che non sono riusciti a vendere le proprie posizioni prima che avvenga, poiché essi si trovano in condizioni disastrose e di vera e propria rovina finanziaria. Una delle bolle più famose della storia, oltre a quella dei mutui subprime, è sicuramente La Bolla dei Tulipani, chiamata anche Tulipomania. Avvenuta nella prima metà del Seicento in Olanda, che ha portato a far crescere il prezzo dei bulbi di tulipano oltre il loro prezzo reale, innescando una corsa all'acquisto con la relativa bolla speculativa.

### Crisi Finanziaria (prima fase)

Quando la domanda di valuta sotto forma di capitale da parte dell'azienda supera l'offerta di banche e investitori, si verificherà una crisi finanziaria nel campo economico e nell'ambiente macroeconomico. Una crisi finanziaria può iniziare in molti modi.

È possibile assistere ad un rapido aumento dell'offerta di credito e dei prezzi delle attività, seguito da un crollo, il cosiddetto "Boom and Bust"<sup>2</sup>, o anche un aumento generale dell'incertezza causato dal fallimento delle principali istituzioni finanziarie.

Quando un'economia introduce nuovi prestiti o altri prodotti finanziari sul mercato, avvia il processo di innovazione finanziaria, o quando i paesi danno inizio all'emancipazione finanziaria, ovvero quando vengono revocate le restrizioni sugli intermediari e sui mercati finanziari, compaiono i primi sintomi che condurranno ad una molto probabile crisi finanziaria. Nel lungo periodo, questi processi promuoveranno lo sviluppo economico e stimoleranno la corretta gestione di sistemi in grado di allocare efficacemente il capitale.

Tuttavia, nel breve termine, possono promuovere la rapida espansione dell'offerta di credito da parte delle istituzioni finanziarie, che viene chiamata "boom del credito". Le reti di sicurezza del governo, come l'assicurazione dei depositi, indeboliscono la disciplina di mercato e aumentano gli incentivi di azzardo morale per le banche ad assumere livelli di rischio che altrimenti non avrebbero assunto. Poiché i creditori, noti anche come "unità eccedenti", consci del fatto che l'assicurazione garantita dal Governo proteggerà loro dalle eventuali perdite, forniranno i fondi finanche ai più "indisciplinati".

Le banche e altri intermediari finanziari possono fornire prestiti rischiosi con tassi di interesse elevati ai debitori (noti anche come "unità in deficit") perché sanno che realizzeranno profitti sostanziali sia nel caso in cui debitori ripagassero i propri debiti sia se questi ultimi venissero meno ai loro doveri, poiché protette dall'assicurazione sui depositi sponsorizzata dai contribuenti. Con questo meccanismo di manipolazione, il processo di assunzione del rischio crescerà in modo incontrollabile.

Inevitabilmente, le perdite sui prestiti iniziarono ad aumentare e il valore dei prestiti relativo alle passività diminuirà, riducendo il patrimonio delle banche e di altre istituzioni finanziarie. Pertanto, a causa della minor quantità di capitale disponibile, queste istituzioni chiederanno l'estinzione anticipata dei prestiti e

---

<sup>2</sup> Da "Istituzioni e mercati finanziari nona edizione di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccali"

implementeranno il processo di deleveraging<sup>3</sup>. La ridotta disponibilità di fondi implica la concessione di meno prestiti e, di conseguenza, una stretta creditizia. Il processo iniziale del boom del credito si è trasformato in una stretta creditizia. Poiché i prestiti sono diminuiti drasticamente, i prenditori di fondi non sono più stati in grado di finanziare le loro opportunità di investimento. Tutto ciò porterà a una riduzione dei costi e dell'attività economica, che genera una contrazione.

### Boom-and-Bust dei prezzi delle attività:

Il prezzo di attività come azioni e immobili può essere molto più alto del loro reale valore economico di base, che si basa su aspettative realistiche del flusso di reddito futuro del bene.

La tendenza al rialzo dei prezzi delle attività che si discostano dai fondamentali è chiamata "bolla dei prezzi delle attività".

Queste sono solitamente innescate da boom del credito, in cui un forte aumento del credito viene utilizzato per finanziare gli acquisti di attività, aumentandone così i prezzi. Quando la bolla scoppia i prezzi delle attività si avvicinano ai fondamentali ed i prezzi delle azioni e degli immobili crollano. Le aziende si rendono conto che il valore delle loro azioni (attività-passività) e delle garanzie che erano in grado di fornire ai creditori è diminuito.

Il crollo dei prezzi delle azioni e degli immobili innesca, anche un calo del valore delle attività delle istituzioni finanziarie, con conseguente diminuzione del loro patrimonio netto e ad un logico deterioramento dei loro bilanci, causando il fenomeno del deleveraging, che intensifica ulteriormente, il calo dell'attività economica. Tutto ciò può generare un aumento significativo dell'incertezza, che a sua volta conduce ad un crollo del mercato azionario o al fallimento di un istituto finanziario.

### Crisi Finanziaria (seconda fase)

Il deterioramento del bilancio e delle condizioni operative trascina al fallimento le Istituzioni finanziarie, nel momento in cui il patrimonio diventa negativo.

Incapaci di rimborsare i depositanti o altri creditori, le Istituzioni alla fine presentano istanza di fallimento. Se assumono una forma sufficientemente seria, questi fattori possono causare il panico nel settore bancario, dove molte banche falliscono contemporaneamente. Durante il panico bancario, i depositanti si preoccupano per l'incolumità dei loro risparmi, incapaci di valutare la qualità del portafoglio prestiti della banca, chiedendo la restituzione di una grande quantità dei loro fondi, il che alimenta il rischio di fallimento delle banche.

L'incertezza sullo stato di salute del sistema bancario può portare a una "corsa agli sportelli", che costringerà le banche a liquidare le proprie attività per raccogliere i fondi necessari. Il risultato di questa vendita di assets su larga scala, definita Fire-sale, causando un forte calo dei prezzi, porta al fallimento anche una banca che avrebbe potuto sopravvivere in circostanze diverse.

---

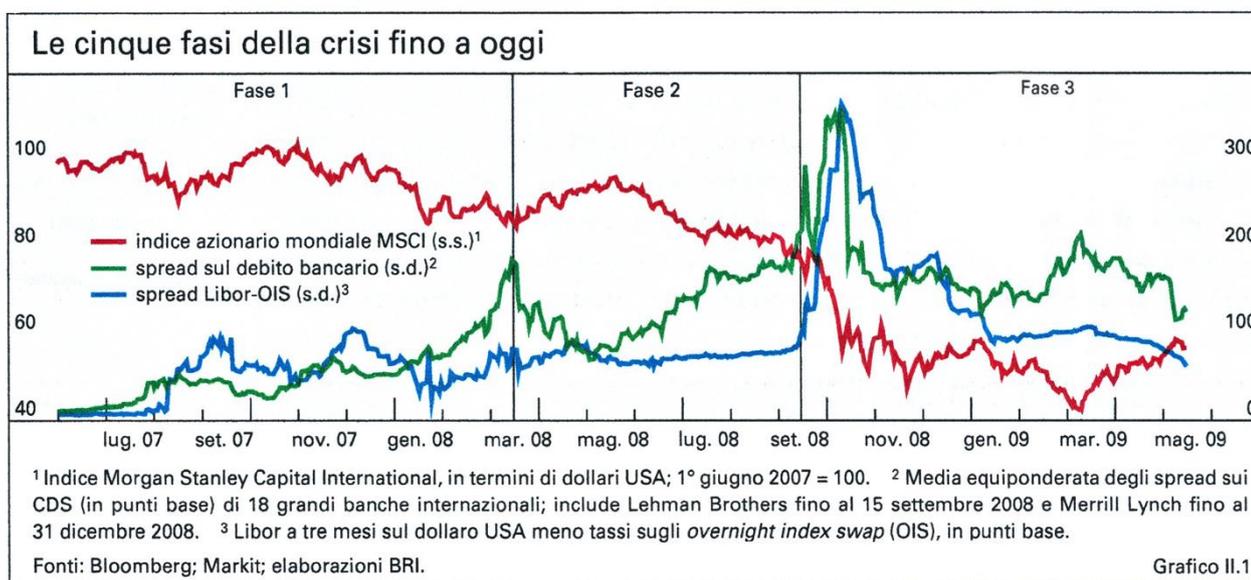
<sup>3</sup> Termine inglese che indica una riduzione del livello di indebitamento delle istituzioni finanziarie. Uno dei problemi più frequenti e spinosi che queste si trovavano di fronte era proprio l'indebitamento (leverage) eccessivo. Per ridurlo, le strade possibili sono due: aumentare il capitale o ridurre i prestiti alla clientela.

## Crisi Finanziaria (terza fase)

Se la crisi economica provocasse un brusco calo dei prezzi, il processo di ripresa potrebbe essere rallentato. In questo caso si verificherebbe un fenomeno di “debt deflation”, ovvero un inatteso e brusco calo del livello dei prezzi, il quale determina un ulteriore deterioramento del capitale netto dell'impresa a causa dell'aumento del peso del debito. Poiché il pagamento del debito è stipulato nel contratto a condizioni nominali, un calo imprevisto del prezzo aumenterà il valore effettivo del debito della società debitrice. Il risultato è un calo del patrimonio reale.

Pertanto, la significativa riduzione del livello dei prezzi comporta una sostanziale riduzione del capitale netto effettivo del debitore, facendo sì che sia i prestiti sia le attività economiche subiscano un forte rallentamento nel lungo periodo.

Alla fine, le autorità pubbliche e private chiederanno alle società insolventi di uscire dal mercato e di essere messe in liquidazione. Attraverso questo processo, l'incertezza del mercato finanziario si riduce, quest'ultimo recupera, il bilancio aziendale migliora, gli attriti finanziari diminuiscono e la crisi si attenua. Quando il sistema finanziario torna alla normale operatività, può iniziare il processo di ripresa economica. L'assicurazione sui depositi introdotta nel 1933 protegge i depositanti da eventuali perdite causate dai risparmi affidati alla banca, prevenendo così ulteriori panici bancari.



# Capitolo 1

## Descrizione dell'ambiente finanziario pre-crisi

### Inizio anni 2000

Il disastro finanziario che ha colpito inizialmente gli Stati Uniti d'America ed il mondo intero, in seguito, non è stato causato dalla crisi degli Stati Uniti e dalle sue finanze pubbliche, né è stato causato dal rischio di un possibile collasso della Cina e dell'America. Al contrario, è stata una crisi finanziaria innescata dalla stagnazione del mercato immobiliare statunitense, che ha messo in pericolo l'economia mondiale. Milioni di famiglie americane sono state tra le prime vittime e tra le più colpite dal disastro.

Per comprendere appieno le cause di questa catastrofe paragonabile alla crisi del 1929, è necessario analizzare l'ambiente in cui si trovavano gli Stati Uniti pochi anni prima del crollo, a partire dall'amministrazione Clinton (1993-2001).

Come Segretario del Tesoro di Clinton, Robert Rubin era orgoglioso di aver trasformato il deficit dell'era Reagan in un sostanziale avanzo di bilancio. Da allora, sotto la guida del Governo repubblicano, gli Stati Uniti si sono rapidamente mossi nella direzione sbagliata. Nel giugno 2001, seguendo la scia dei "Dot-com"<sup>4</sup> (società di servizi che sviluppano la maggior parte dei suoi affari attraverso siti web e Internet) e un'elezione controversa, l'amministrazione Bush ha deciso di ridurre l'investimento del Governo di 1,35 trilioni di dollari in 10 anni attraverso una sostanziale riduzione dell'introito fiscale da parte dei contribuenti. Tutto ciò ha deliberatamente annullato il surplus di Rubin. I Repubblicani hanno iniziato a credere che i surplus tendessero ad incoraggiare un aumento della spesa pubblica. Il loro piano è stato quello di "affamare la bestia"<sup>5</sup>, ovvero attraverso tagli fiscali congiunti, rischiare innescare una crisi fiscale, generando una motivazione irresistibile per ridurre la spesa pubblica, riducendo così gli ammortizzatori sociali e l'intervento del Governo. Il problema fu che i tagli alla spesa pubblica che avrebbero dovuto essere fatti dopo i tagli alle tasse non sono mai arrivati. L'attacco terroristico dell'11 settembre 2001 ha messo gli Stati Uniti in uno stato di guerra. La risposta dell'amministrazione Bush è stata quella di aumentare sostanzialmente la spesa per la difesa e la sicurezza. Tuttavia, l'amministrazione Bush non solo non era disposta a riconsiderare i tagli alle tasse<sup>6</sup>, ma nel maggio 2003, li raddoppiò e introdusse ulteriori tagli alle tasse. Poiché il bilancio militare non poteva essere ridotto e le restanti spese non furono sufficiente per raggiungere l'obiettivo di bilancio, i Repubblicani hanno proposto

---

<sup>4</sup> A metà degli anni 90', una bolla speculativa legata alle nuove tecnologie informatiche generò la crisi delle cosiddette aziende Dot-com. Il Presidente della Fed Alan Greenspan si esprime al riguardo dichiarando di essere molto preoccupato di come gli investitori sembrassero irrazionalmente coinvolti pagando prezzi eccessivamente elevati per le azioni appartenenti al mondo tecnologico, come riportato da "European Journal of Information System (2008)".

<sup>5</sup> "Affamare la bestia" è un'espressione nata negli anni Ottanta per descrivere un'idea di politica economica di stampo conservatore adottata anche da Ronald Reagan, che fu presidente degli Stati Uniti dall'81 all'89. L'idea è semplice: se si tagliano le tasse, il Governo (la 'bestia') ha meno fondi a disposizione, riduce la spesa e inevitabilmente si ridimensiona. In realtà non sembra che la strategia funzioni, dato che gli stati si finanziano con il debito e non solo con le tasse, e piuttosto che tagliare servizi che valgono voti o rinunciare alle proprie politiche (o guerre) un Governo può scegliere di indebitarsi e posticipare la soluzione del problema, sperando magari che tocchi a qualcun altro.

<sup>6</sup> Tratto da: "The Bush Tax Cut and National Saving Alan J. Auerbach  
*Department of Economics, University of California, Berkeley, Berkeley, CA 94720- 3880*  
*and National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA 02138, National Tax Journal*  
Vol. LV, No. 3, September 2002"

di ridurre il divario tagliando la sicurezza sociale in modo estremamente ingiusto. Tuttavia, questi tagli non furono approvati al Senato, dove i Repubblicani avevano una ristretta maggioranza e i Moderati ricoprivano il ruolo di ago della bilancia. Questo ostacolo ha reso l'eccedenza di bilancio di Rubin, di 86,4 miliardi di dollari USA nel 2000, un sostanziale deficit record di 568 miliardi<sup>7</sup> di dollari USA nel 2004.

Inizialmente, il deficit ideato dal Presidente Bush avrebbe generato un'impennata dei tassi di interesse e avrebbe limitato drasticamente gli investimenti privati. In poco tempo, l'ex segretario al Tesoro Robert Rubin rilasciò un commento, preannunciando uno scenario ancora più tragico e sostenendo che le conseguenze negative del persistere di ampi disavanzi di bilancio<sup>8</sup> possano essere molto più grandi di quanto suggerisca l'analisi tradizionale e che si verifichino più improvvisamente. Gli enormi disavanzi che dovrebbero manifestarsi per lungo tempo in futuro potrebbero portare a un cambiamento fondamentale delle aspettative del mercato e a una relativa perdita di fiducia interna ed estera. Gli effetti dinamici sfavorevoli che ne possono derivare sono in gran parte, se non del tutto, esclusi dalla tradizionale analisi del disavanzo di bilancio. Nel caso di disavanzi piccoli e temporanei, questa omissione è comprensibile e opportuna, tuttavia, in un ambiente in cui esistono deficit grandi e permanenti, diventa sempre più insostenibile. Gli enormi disavanzi sostenuti avranno un grave impatto negativo sulle aspettative e sulla fiducia, che a sua volta creerà un ciclo negativo autosufficiente tra potenziali disavanzi fiscali, mercati finanziari ed economia reale.

Come l'allora senatore Barack Obama ha insinuato in un discorso<sup>9</sup> a Washington, ciò di cui Rubin e i suoi "seguaci" erano più preoccupati non erano gli investitori nazionali, ma che la paura principale fosse causata da investitori stranieri. In effetti, il deficit dell'amministrazione Bush era quasi interamente compensato dalla vendita di obbligazioni all'estero. Poiché i titoli di stato statunitensi erano considerati l'investimento più sicuro al mondo, non vi era alcuna possibilità di default o di improvviso aumento dell'inflazione. Se queste aspettative fossero mutate e di conseguenza anche la fiducia degli investitori di vedere come il processo politico possa evitare il ricorso a misure estreme, le conseguenze avrebbero potuto essere considerevoli.

L'entità del deficit statunitense rese il paese vulnerabile alle pressioni del mercato obbligazionario. Il fatto che gli investitori stranieri potessero improvvisamente abbandonare le azioni statunitensi innescò l'incubo dell'improvvisa cessazione del finanziamento esterno negli Stati Uniti.

## Espansione asiatica

Dall'inizio del 2000, la globalizzazione si è spostata in Asia.

---

<sup>7</sup> Dati tratti da <https://www.cbo.gov/about/products/budget-economic-data>

<sup>8</sup> Tratto da: "Robert E. Rubin, Peter R. Orszag, and Allen Sinai, Sustained Budget Deficits: Longer-Run U.S. Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray"

<sup>9</sup> Tratto da: "Obama's speech nell'intervento a Washington, D.C. on Wednesday, April 5, 2006

THE BROOKINGS INSTITUTION, RESTORING AMERICA'S PROMISE OF OPPORTUNITY, PROSPERITY AND GROWTH"

il nuovo obiettivo della superpotenza americana era l'Oceano Pacifico, quindi il suo principale concorrente fu la Cina, perché in essa vedeva sia un potenziale rivale geopolitico che un regime ostile ed un'economia capitalista di successo.

La crescita della Cina fu sorprendente. Gli investitori americani avrebbero potuto realizzare enormi profitti. Industrie americane come la General Motors, pensando al proprio futuro, erano sicure che si sarebbe potuto tingere di rosso.

Gli approcci adottati dai due paesi furono diversi. Quando Washington scommetteva sul commercio internazionale e sulla globalizzazione per "occidentalizzare" la Cina, il Partito Comunista Cinese, attraverso gli investimenti, dimostrava di avere un pensiero diametralmente opposto a quello statunitense

I leader del partito scommettevano che la rapida crescita non avrebbe inciso negativamente sull'economia, ma che avrebbe stabilizzato la loro posizione di timoniere del progresso nazionale.

Pechino ha approfittato delle opportunità commerciali, ma non è mai entrato in un mercato completamente aperto. Decise dove investire ed a quali condizioni. Ciò consentì alla Banca Popolare Cinese di fissare il proprio tasso di cambio, soprattutto dal 1994, lo ha fatto agganciando il tasso al dollaro USA. Il sistema monetario globale aveva una struttura gerarchica e la valuta principale, il dollaro USA, era in cima alla piramide. Il XXI secolo è iniziato con una rete valutaria ancorata al dollaro USA, che rappresentava circa il 65% dell'economia mondiale<sup>10</sup>, e quelle valute che non erano ancorate al dollaro USA, lo erano all'euro. In molti casi, il tasso di cambio era sopravvalutato, il che portava benefici a breve termine, avendo un vantaggio riguardo le importazioni a basso costo e consentiva agli oligarchi di acquisire proprietà all'estero a prezzi bassi. Tuttavia, il rischio era enorme: l'ancora poteva rompersi e spesso portare a conseguenze catastrofiche.

L'apparenza di stabilità determinata da un tasso di cambio fisso incoraggiava un ampio afflusso di capitali esteri, il che contribuiva a stimolare l'attività economica interna e provocava squilibri nei conti del commercio estero. La proliferazione delle banche come canali per i fondi esteri ha contribuito a preparare il terreno per la crisi<sup>11</sup>. Quando gli investitori internazionali persero la fiducia, il risultato fu un arresto improvviso e devastante: in questo momento, le riserve valutarie della banca centrale erano esaurite e non avevano altra scelta che rilasciare la propria valuta. Pertanto, la stabilità lasciò il posto a una svalutazione devastante.

Questo è successo in Messico nel 1994, in Malesia, Corea del Sud, Indonesia e Thailandia nel 1997, in Russia nel 1998 e in Brasile nel 1999.

L'America riuscì a contenere queste crisi attraverso il lavoro congiunto del Presidente della Federal Reserve, Alan Greenspan, il Segretario del Tesoro Robert Rubin e del suo secondo Larry Summers.

Mentre l'amministrazione Bush era distratta dagli attacchi terroristici dell'11 settembre, la speculazione finanziaria si concentrava in Argentina: sebbene avesse ricevuto un prestito di 22 miliardi di dollari USA dal

---

<sup>10</sup> Tratto da: "Adam Tooze, Lo schianto, 2018"

<sup>11</sup> Tratto da: "Micheal Pettis, The Volatility Machine: Emerging Economies And The Threat of Financial Collapse, New York (NY), Oxford University Press, 2001"

Fondo Monetario Internazionale, sarebbe sicuramente fallita senza il sostegno degli Stati Uniti. Il debito<sup>12</sup> privato dell'Argentina era fortemente "dollarizzato", circa l'80% del debito privato interno o estero è denominato in dollari USA. L'elevata dollarizzazione del debito privato ha portato a gravi disallineamenti finanziari nei bilanci delle famiglie e delle imprese argentine, perché solo il 25% delle attività produttive era nel settore commerciabile, ovvero il solo che potesse generare entrate. Nel dicembre 2001, quando il dollaro USA lasciò rapidamente il paese, il Governo argentino sospese l'uso dei conti bancari e il crollò a causa delle morti causate dai disordini. Il 24 dicembre 2001 il Paese ha annunciato la sospensione del pagamento di 144 miliardi di debiti pubblici, che ha fatto crollare l'economia locale e ha riportato il Paese indietro di 20 anni. La Cina non aveva intenzione di essere vittima di un rallentamento improvviso, né voleva scoprire di aver bisogno del sostegno degli Stati Uniti. Per invertire il bilancio dei rischi, Pechino non scelse un cambio eccessivamente alto quando aggancio il proprio tasso di cambio al dollaro USA, ma scelse un cambio più basso, imitando il comportamento del Giappone e della Germania negli anni Cinquanta e Sessanta. Ciò ha portato ad una crescita orientata alle esportazioni, ma ha anche creato tensioni. La svalutazione della valuta rese i beni importati più costosi di quanto avrebbero dovuto essere, il che ridusse il tenore di vita in Cina. Quando generava un surplus commerciale con gli Stati Uniti e acquista titoli di stato statunitensi, la Cina esportava capitali negli Stati Uniti per sovvenzionare i consumatori statunitensi ad acquistare prodotti dalle sue enormi nuove fabbriche. Mantenere basso l'ancora fu molto complicato: poiché il surplus commerciale della Cina con gli Stati Uniti passò da 83 miliardi nel 2000 a 227 miliardi nel 2009. Per mantenere basso il valore della propria moneta, la Banca Popolare Cinese ha dovuto continuare a comprare dollari e vendere lo yuan. A tal fine, continuò a stampare nuove banconote (yuan).

In circostanze normali, tale intervento avrebbe fatto aumentare l'inflazione, annullare qualsiasi vantaggio competitivo e causare instabilità locale. Per evitare questa situazione, la Banca Popolare Cinese richiese a tutte le banche di mantenere ampie e crescenti riserve preventive, eliminando di fatto la circolazione della propria valuta. Le aziende cinesi e i loro proprietari, gli oligarchi emergenti, approfittarono dell'enorme boom della crescita trainata dalle esportazioni<sup>13</sup>, mentre agricoltori e lavoratori ricercarono un miglioramento della propria condizione di vita. Le enormi riserve valutarie di Pechino erano la migliore garanzia che un'economia globale incerta poteva fornire in tempi di crisi.

Solo nei primi tre mesi del 2005 gli Stati Uniti registrarono un disavanzo delle partite correnti di quasi 200 miliardi di dollari USA (eccedenza dei pagamenti esteri per scambi di beni e servizi e redditi da capitale). L'importo totale per l'intero anno fu di 792 miliardi, e vi furono segnali di ulteriore peggioramento nell'anno successivo. Al di fuori degli Stati Uniti, l'Autorità monetaria saudita era molto ricca, così come i fondi in Norvegia e Singapore. In Cina, l'Amministrazione Statale, ricercarono un investimento che generasse un fonte

---

<sup>12</sup> Tratto da: “Guillermo A. Calvo, Ernesto Talvi, Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning From Argentina And Chile, Nber Working Paper Series 11153, 2005”.

<sup>13</sup> Tratto da: “David A. Steinberg, Why Has China Accumulated Such Larger Foreign Reserves? The Great Wall Of Money: Power And Politics In China’s International Money Relations, Ithaca (NY), Cornell University Press, 2014, p.71”.

di reddito sicura, prevedibile e costante nel tempo, investendo nel debito pubblico a lungo termine e nei titoli garantiti dal Governo degli Stati Uniti.

## Ritorno negli Stati Uniti

Gli squilibri destavano molta preoccupazione, ma almeno per quanto riguarda i paesi in surplus, in caso di liquidazione, il primo impatto sarà a carico loro. Devono essere gli Stati Uniti, grande economia basata sui disavanzi mondiali, a vedere la propria valuta deprezzarsi ed a vedere aumentare i tassi di interesse, mentre gli investitori stranieri abbandonavano gli assets statunitensi. Fu questa situazione che preoccupò i senatori Olsan, Rubin e Obama, così come Peter G. Peterson, Presidente di Think Tank<sup>14</sup>, Institute of International Economics e Blackstone Private Equity Group<sup>15</sup>, che avvertirono delle conseguenze generate dai doppi deficit degli Stati Uniti. Gli economisti Roubini e Seth hanno avvertito che se gli investitori avessero smarrito la fiducia, gli Stati Uniti avrebbero potuto essere costretti ad affrontare un improvviso deprezzamento del dollaro USA e sostanziali aumenti dei tassi di interesse.

Il nucleo dell'economia mondiale si basava sull'equilibrio del terrore finanziario. A differenza della Guerra Fredda, quando l'economia è sempre stata la forza degli Stati Uniti, la sua strategia attuale era sperare che la Cina la considerasse "troppo grande" e che quindi qualora decidesse di lasciarla fallire senza intervenire, avrebbe, la stessa Cina, perso un gigantesco partner commerciale.

Per ridurre questi squilibri, la soluzione più ovvia fu di restringere il budget: ridurre il deficit federale, aumentare la domanda interna e ridurre le importazioni di beni e valuta cinesi. Nel 2004, l'ex segretario al Tesoro del Presidente Bush, Paul O'Neill, ha presentato la sua denuncia per aver tentato di avvertire il Vicepresidente Dick Cheney dell'impatto economico di un aumento del disavanzo sulla stabilità finanziaria. Quando i Repubblicani trionfarono alle elezioni di medio termine, dovettero rispettare i tagli alle tasse promessi durante la campagna, esacerbando ulteriormente il deficit. Nel 2006, i Democratici vinsero le elezioni di medio termine<sup>16</sup>, ottenendo il controllo della Camera dei Rappresentanti e del Senato, controllando, di fatto il Congresso nella peggiore crisi del capitalismo americano dalla crisi del 1929.

Durante quel periodo, la reputazione e l'autorità della Fed sono migliorate, contrariamente al suo strumento politico più importante (il controllo dei tassi di interesse), il quale sembrava aver perso la sua efficacia. A partire dal 2004, per risolvere il problema del deficit commerciale statunitense, la Fed ha iniziato ad alzare i tassi di interesse, cosa che avrebbe dovuto aumentare il risparmio privato e limitare gli investimenti.

---

<sup>14</sup> <sup>14</sup> È un organismo, indipendente dalle forze politiche, che si occupa di analisi delle politiche pubbliche e quindi di quei settori che vanno dalla politica sociale alla strategia politica, dall'economia alla scienza e alla tecnologia, dalle politiche industriali o commerciali alle consulenze militari, sino all'arte ed alla cultura.

<sup>15</sup> The Blackstone Group è una delle più grandi società finanziarie del mondo, specializzata nei settori di private equity, investimenti immobiliari, hedge funds, leveraged buyout e strategie d'investimento.

<sup>16</sup> Le elezioni di medio termine negli Stati Uniti sono le elezioni generali che si tengono a metà del mandato quadriennale di un Presidente. Vengono svolte il martedì successivo al primo lunedì di novembre e riguardano: il Congresso, le assemblee elettive dei singoli Stati ed alcuni dei Governatori statali.

Tuttavia, questa politica non funzionò come previsto: infatti, sebbene la Banca Centrale avesse alzato i tassi di interesse a breve termine, quelli a lungo termine nei mercati obbligazionari non risposero a tale incremento, a causa dei troppi acquirenti di obbligazioni a lungo termine, che inevitabilmente, facevano salire i prezzi e abbassavano i rendimenti. La spiegazione è semplice: ancorando la propria valuta al dollaro USA, molti partner commerciali statunitensi non solo impedivano il deprezzamento del dollaro USA, che poteva migliorare la competitività degli Stati Uniti, ma anche l'apprezzamento della stessa valuta, generato da un aumento dei tassi d'interesse. Con il tasso di cambio reale determinato, l'aumento dei tassi di interesse non ridusse l'offerta di credito. Ebbe l'effetto opposto, rendendo più attraenti gli investimenti negli Stati Uniti e generando un grande afflusso di valuta estera.

Di conseguenza, la Fed si trovò intrappolata tra la decisione della Cina di ancorare la propria valuta e il rifiuto del Congresso di ridurre il deficit di bilancio degli Stati Uniti. (La crescita squilibrata della Cina ha creato un surplus di risparmio e obbligandola ad investire all'estero. I titoli di stato statunitensi con rating tripla A (AAA) vennero considerate risorse di riserva perfette).

L'offerta di valuta estera ha ostacolato gli sforzi della Fed per aumentare i tassi di interesse, riducendo anche la pressione sul Congresso per inasprire la politica fiscale. Con l'afflusso di capitali, ha depresso i tassi di interesse negli Stati Uniti, ha favorito la ripresa dell'economia interna e ha aumentato le importazioni, soprattutto dalla Cina.

Nel luglio 2005, per allentare la pressione sull'economia statunitense, la Cina ha iniziato a consentire un lento apprezzamento della propria valuta. Nel tempo, questo si tradusse in una rivalutazione del 23%<sup>17</sup>, processo troppo lento. Per accelerarlo, si propose di attivare il FMI. Nel settembre 2005, il Vicesegretario al Tesoro Tim Adams ha duramente criticato l'FMI<sup>18</sup> per aver permesso di cadere in questa situazione senza essere intervenuto.

Il piano degli Stati Uniti fu quello di assegnare il ruolo di arbitro al Fondo monetario internazionale, non senza la presenza di alcune problematiche: gli Stati Uniti non potevano aspettarsi che la Cina accettasse le raccomandazioni del FMI a meno che non abbia, essa stessa rappresentanti nel consiglio di amministrazione. Inoltre, Pechino inizialmente sperava che gli Stati Uniti sarebbero stati controllati anche dal Fondo monetario internazionale, cosa che una Casa Bianca repubblicana non avrebbe mai accettato.

Il 1° febbraio 2006, il comando della Federal Reserve è stato trasferito a Ben Bernanke. In qualità di economista con familiarità della storia disastrosa del sistema basato sull'oro negli anni Venti e Trenta. Bernanke era ben consapevole dei pericoli di un sistema di cambio fisso squilibrato.

---

<sup>17</sup> Tratto da: "Lo schianto, A. Tooze"

<sup>18</sup> Fondo Monetario Internazionale: è un'organizzazione internazionale pubblica a carattere universale composta dai Governi nazionali di 190 Paesi e insieme al gruppo della Banca Mondiale fa parte delle organizzazioni internazionali dette di Bretton Woods, dal nome della località in cui si tenne la famosa conferenza, che ne sancì la creazione. È stato formalmente istituito il 27 dicembre 1945, quando i primi 44 stati firmarono l'accordo istitutivo e l'organizzazione nacque nel maggio del 1946 e attualmente gli Stati membri sono 190.

Nell'autunno del 2007, una crisi era imminente e l'attenzione era concentrata sul dollaro USA. "The Economist" ha parlato del "panico del dollaro." Ci furono voci secondo cui i giganti globali stessero vendendo assets in dollari USA, tra cui Bill Goss e Warren Buffett.

La nota piattaforma finanziaria Bloomberg ha riferito che le celebrità più famose del mondo stavano chiedendo di non essere più pagate in dollari Usa, ma in euro.

## Deregulation

La deregolamentazione è il processo attraverso il quale il Governo ed il Paese cessano il controllo del mercato rimuovendo le restrizioni sull'economia per incoraggiare il funzionamento del mercato stesso. In questo senso, il mercato sarà considerato come un istituto di autoregolamentazione. Negli Stati Uniti il processo di deregolamentazione è iniziato tra gli anni Settanta e Ottanta e si è protratto fino all'inizio del nuovo millennio. Le due principali conseguenze economiche che portarono alla promulgazione della legge si possono accostare alla Grande crisi del 1929 che provocò un forte aumento della disoccupazione ed un notevole calo del PIL. Il periodo successivo alla Prima guerra mondiale, infatti, è stato caratterizzato da una fortissima speculazione nel sistema finanziario senza alcun vincolo; vi era nel mercato un'euforia che aveva portato all'accumulazione di titoli azionari da parte degli investitori, senza che questi si preoccupassero della qualità degli stessi. Questo meccanismo portò ad un aumento della domanda di scorte e aumenti dei prezzi, tuttavia, ciò non corrispose ad un aumento delle vendite di beni a causa della stabilità dei salari. In effetti, questo fu il fattore che portò a vendite di titoli senza precedenti. Di conseguenza, il mercato azionario è crollato ed i depositanti si sono riversati nelle banche per prelevare denaro. Ciò ha portato al fallimento della maggior parte delle Istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e le conseguenze si sono estese per la prima volta anche all'Europa e al resto del mondo. Per evitare il ripetersi della situazione di cui sopra, fu necessario frenare il sistema finanziario in modo da riformarlo. A tal fine, nel 1933 il Congresso approvò il Banking Act<sup>19</sup>: una legge bancaria proposta dal senatore Carter Glass e dal membro del Congresso Henry B. Steagall, attraverso la quale venne istituita la Federal Deposit Insurance Corporation negli Stati Uniti e che introdusse riforme bancarie progettate per controllare la speculazione finanziaria. La seconda misura prevede una netta distinzione tra banca tradizionale e banca di investimento. Secondo la legge, queste due attività non possono più essere svolte dalla stessa agenzia intermediaria, con conseguente separazione tra banche commerciali e banche di investimento. Il principio di quest'ultima disposizione è quello di evitare che il fallimento degli istituti intermediari conduca anche al fallimento delle banche tradizionali: ciò impedisce di fatto che l'economia reale sia direttamente esposta al pericolo di eventi finanziari negativi. Dopo la crisi del 1929, gli Stati Uniti hanno vissuto quarant'anni di crescita economica senza alcuna crisi finanziaria. Il sistema finanziario fu strettamente

---

<sup>19</sup> Banking Act of 1933 (Glass-Steagall Act), June 16, 1933, United States, Congress.

controllato, la maggior parte delle banche erano banche locali ed era vietata la speculazione con i risparmi dei clienti. Le banche di investimento che si occupavano di azioni e obbligazioni erano piccole società private. Negli anni Ottanta, scoppiò l'industria finanziaria: le banche d'investimento divennero pubbliche, ottennero enormi quantità di fondi dagli azionisti e iniziò un lungo processo di deregolamentazione. Con il supporto di importanti economisti e lobbisti finanziari, l'amministrazione Reagan<sup>20</sup> ha avviato una deregolamentazione finanziaria che durò trent'anni. Nel 1982 ha allentato il controllo delle società di risparmio e prestito, consentendo loro di utilizzare i risparmi dei clienti come capitale di rischio, ma alla fine del decennio centinaia di aziende sono fallite. Tuttavia, ciò non ha impedito all'amministrazione Clinton di continuare il processo di deregolamentazione, alla fine degli anni Novanta, il settore finanziario si è fuso in poche grandi aziende, così grandi che il loro fallimento avrebbe potuto minacciare l'intero sistema. La deregolamentazione ed il progresso tecnologico hanno portato alla crescita esplosiva di prodotti finanziari complessi chiamati derivati: utilizzando questi ultimi, i banchieri potevano scommettere su quasi tutto ciò venisse in mente loro. Alla fine degli anni Novanta, i derivati facevano parte di un mercato non regolamentato da 50 trilioni di dollari. Nel 1998 è stata emessa una proposta per regolamentare i derivati, ma è stata prima respinta dall'amministrazione Clinton e poi respinta dal Congresso. Nel 2000 è stato approvato un disegno di legge per esentare tutti i derivati dalla vigilanza: il Congresso ha approvato il Commodity Futures Modernization Act (CFMA) con l'aiuto dei lobbisti del settore finanziario, che vieta la regolamentazione di tutti i derivati. Quindi l'uso di derivati peggiorò la situazione. Quando Bush assunse la presidenza nel 2001, la redditività, la concentrazione e l'influenza dell'industria finanziaria statunitense erano notevolmente aumentate. A guidare il settore erano cinque banche di investimento (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns), due gruppi finanziari (Citigroup, JP Morgan Chase) e tre compagnie assicurative (Aig, Mbia, Ambac) e tre agenzie di rating (Moody's; Standard & Poor's; Fitch). Ciò che le univa era l'uso diffuso della tecnologia di cartolarizzazione, che collegava miliardi di dollari in mutui e altri prestiti con investitori in tutto il mondo. La cartolarizzazione consente agli istituti di credito di trasferire la garanzia ad un terzo (la cosiddetta "società veicolo") dopo averla "convertita" in titoli, e recuperare immediatamente la maggior parte del credito, che altrimenti possono solo ottenere alla fine il mutuo. Ovviamente il sistema ha liberato le banche dal rischio di fallimento dei prenditori di fondi e ha indebolito la motivazione a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. In breve, attraverso la cartolarizzazione, i finanziatori non affrontano più il rischio di insolvenza. Nel vecchio sistema, quando il proprietario della casa pagava il mutuo, il denaro tornava ogni mese nelle tasche del creditore e poiché ci vorrebbero anni per rimborsare il mutuo, il creditore prestava attenzione al denaro. Con il nuovo sistema, i finanziatori possono vendere mutui alle banche di investimento e quindi combinare migliaia di mutui con altri prestiti (compresi pagamenti per auto, pagamenti scolastici e debito della carta di credito) per creare un portafoglio di derivati chiamati Collateralised Debt Obligation, ovvero CDO. Le banche di investimento vendono CDO agli azionisti, quindi quando il proprietario della casa paga il mutuo, il denaro fluisce verso gli azionisti di tutto il mondo. In questo sistema confuso, le banche di investimento pagano le

---

<sup>20</sup> Tratto da: "Lo schianto, A. Tooze".

agenzie di rating per valutare i loro CDO. Molti di loro sono classificati tripla A(AAA), che è il livello di investimento più alto possibile.

All'inizio degli anni 2000, i prestiti rischiosi chiamati prestiti subprime sono aumentati notevolmente, ma quando migliaia di prestiti subprime sono stati combinati per creare un CDO, molti di loro hanno ricevuto rating AAA. Di conseguenza, dal 2000 al 2003, il numero dei mutui è quadruplicato.

### Mutui Subprime (selezione avversa ed azzardo morale)

I prestiti subprime sono prestiti o mutui concessi a clienti definiti "ad alto rischio". Sono detti subprime perché per le loro caratteristiche e per il loro maggior rischio per i creditori, vengono definiti di qualità non primaria, cioè inferiore al debito primario (prime), il quale rappresenta i prestiti erogati a chi ha precedenti crediti ed un soggetto con una garanzia sufficiente e affidabile. Per definire un mutuo come un mutuo subprime, il sistema statunitense si basa su un punteggio di credito, che classifica tutti i debitori su una scala da 300 a 850. Negli Stati Uniti, chiunque abbia un punteggio di credito inferiore a 620 è chiamato mutuatario subprime. La storia creditizia della persona che richiede un prestito subprime ha solitamente caratteristiche tipiche, come due o più pagamenti oltre i 30 giorni dopo la scadenza nell'anno precedente, l'insolvenza del mutuo negli ultimi due anni o la dichiarazione di fallimento nei passati cinque.

Per comprendere appieno il problema dei mutui subprime, è necessario analizzare i problemi causati dall'asimmetria informativa prevalente in quel momento storico: selezione avversa e azzardo morale.

Come accennato in precedenza, queste due condizioni derivano da un'asimmetria delle informazioni, ovvero dal fatto che le parti coinvolte nelle transazioni finanziarie non dispongono di informazioni sufficienti sulla controparte per prendere decisioni accurate. Ad esempio, i manager di un'azienda sanno chiaramente se le loro azioni sono oneste e hanno informazioni migliori sui progressi dell'azienda rispetto a quelle che possono ottenere gli azionisti dell'azienda.

La selezione avversa<sup>21</sup> è un problema di asimmetria informativa che si manifesta prima di firmare un contratto. Si parla di selezione avversa, perché le richieste di prestito più aggressive saranno quelle con più rischio; in pratica, la controparte che ha maggiori probabilità di portare a termine l'operazione è anche la più probabile che sia insolvente. Gli individui meno avversi al rischio o veri e propri truffatori possono essere più desiderosi di prestiti proprio perché sanno che è improbabile che ripaghino il prestito.

Poiché la selezione avversa aumenta la possibilità di concedere prestiti a persone che presumibilmente saranno insolventi, i finanziatori possono decidere di non scambiare e non emettere prestiti, anche se sul mercato ci sono persone oneste e a basso rischio.

---

<sup>21</sup> Tratto da capitolo 3.3 de "Istituzioni e mercati finanziari" di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccali

D'altro canto, l'azzardo morale<sup>22</sup> è un problema che si manifesta dopo la firma del contratto: il creditore si assume il rischio delle attività sgradite del debitore, perché queste attività riducono le possibilità di rimborso. Ad esempio, dopo aver ottenuto un prestito, il debitore può decidere di correre più rischi e affrontare una prospettiva di reddito maggiore, ma affronta anche un rischio maggiore di bancarotta perché sa di "giocare" con i soldi degli altri. Considerando che l'azzardo morale ridurrà la possibilità di rimborso, il creditore può nuovamente decidere di non negoziare e di non emettere alcun prestito. Come abbiamo visto finora, problemi simili possono verificarsi anche nei mercati azionari e obbligazionari. Supponiamo che tu sia un potenziale acquirente di azioni ordinarie e non sappia distinguere le buone aziende con alti profitti attesi e bassi rischi da società povere con bassi profitti attesi e rischi più elevati. In questo caso, senza un'idea chiara, saresti solo disposto a pagare un prezzo che riflette la qualità media della società emittente, cioè un prezzo tra il valore dei titoli della cattiva società e il valore della società di alta qualità. Tuttavia, avendo maggiori informazioni, il proprietario o gestore di una buona azienda che conosce il vero valore dell'azienda sa che i titoli sono sottovalutati, quindi non vogliono venderli a un prezzo medio che gli acquirenti sono disposti a pagare loro. Le uniche disposte a vendere saranno le società povere: società i cui prezzi dei titoli sono superiori ai prezzi reali sul mercato. Senza informazioni sufficienti, gli acquirenti spesso non acquisteranno alcun titolo, quindi il mercato azionario non funzionerà bene, perché poche aziende sono disposte a raccogliere fondi attraverso l'emissione di azioni.

Per il mercato obbligazionario si può fare un ragionamento simile: infatti, gli investitori acquisteranno obbligazioni societarie solo quando il tasso di interesse obbligazionario è sufficientemente alto da compensare il rischio medio di fallimento di società buone e cattive. Pertanto, anche il mercato obbligazionario, in assenza di informazioni sufficienti sulla qualità e sui prezzi equi dei titoli scambiati, registrerà scarsi risultati e non costituirà una buona fonte di finanziamento per l'azienda.

Gli economisti associati al progetto Hamilton<sup>23</sup> erano preoccupati per l'eccessivo debito pubblico, i risultati scolastici insoddisfacenti del paese e la svendita dei titoli cinesi. Quello che non hanno messo in discussione era il funzionamento di base dell'economia, delle banche e dei mercati finanziari statunitensi.

All'inizio degli anni 2000, l'economia degli Stati Uniti non era supportata solo da un enorme deficit fiscale, ma anche dal costante aumento dei prezzi delle case. In alcune delle comunità più povere del paese, decine di migliaia di famiglie che avevano ricevuto prestiti per la casa non erano in grado di effettuare rimborsi regolari. La crescita sfrenata del mercato immobiliare statunitense stava per interrompersi bruscamente a causa di un enorme crollo.

---

<sup>22</sup> Tratto da capitolo 3.5 de "Istituzioni e mercati finanziari" di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccali

<sup>23</sup> Il progetto si rifà ad Alexander Hamilton, il primo Segretario del Tesoro, che gettò le basi della moderna economia americana. Egli promosse i mercati del capitale nel paese, incoraggiò il commercio e si batté per una politica fiscale sana. I principi che ispirano il Progetto sono coerenti con la convinzione profonda di Hamilton, secondo cui offrire maggiori possibilità di miglioramento avrebbe animato l'economia americana, motivando la gente ad impegnarsi fino in fondo. Egli riconobbe inoltre, non soltanto la capacità sostanziale del mercato di produrre ricchezza economica, ma anche la necessità di aiuti ed incoraggiamenti prudenti da parte del Governo per promuovere e guidare le forze di mercato.

Il mercato immobiliare occupava una quota enorme della ricchezza negoziabile globale: secondo le stime, gli immobili statunitensi rappresentavano il 20% della ricchezza globale e le abitazioni statunitensi il 9%.

Quando scoppiò la crisi, il 70% delle famiglie americane possedeva una casa: il numero totale superava gli 80 milioni. Queste stesse famiglie erano la più grande fonte di domanda nell'economia mondiale. Nel 2007, i consumatori americani acquistarono circa il 16% dei prodotti mondiali e non c'era niente che li facesse sentire meglio dell'aumento dei prezzi delle case. Quando questi prezzi negli Stati Uniti sono quasi raddoppiati nei dieci anni precedenti il 2006, la ricchezza delle famiglie è aumentata di 6,5 trilioni di dollari, il che ha avuto un enorme impulso non solo per gli Stati Uniti ma anche per l'economia mondiale.

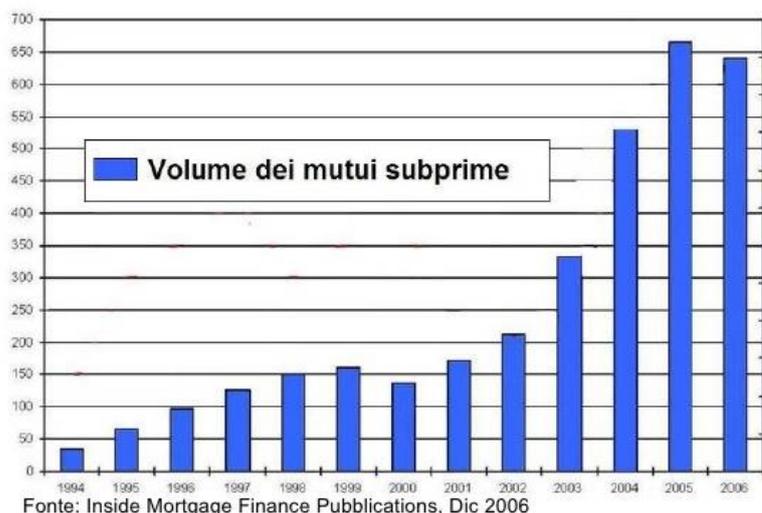
Dagli anni Novanta allo scoppio della crisi nel 2007, a causa dell'interazione di quattro fattori, la finanza immobiliare statunitense si è trasformata in una forza dinamica e instabile: la cartolarizzazione dei mutui, il loro inserimento nelle strategie di crescita bancaria espansive ed alto rischio, la mobilitazione di nuove fonti di finanziamento e l'internazionalizzazione.

All'inizio degli anni 2000, il settore dei mutui privati si stava preparando ad espandersi e aveva le sue materie prime, ovvero i mutui cartolarizzati. La fine del tradizionale boom del rifinanziamento dei mutui iniziato nel 2003 ha innescato una spinta per i prestiti non convenzionali. Infine, per avviare la fase finale dell'espansione, qualcuno deve essere interessato ad acquistare le centinaia di miliardi di dollari in titoli che erano stati prodotti.

I tassi di interesse a lungo termine rimasero gli

stessi e lo spread (il premio che i mutuatari inadempienti devono pagare) diminuì.

## I mutui subprime



Nel 2006, il 70% dei nuovi mutui era costituito da mutui subprime o non convenzionali finalizzati alla cartolarizzazione, non erogati dal GSE (*Government sponsored enterprise*, pilastro fondamentale del sistema ipotecario statunitense), ma come MBS (*mortgage Backing securities*, che derivavano da operazioni di

cartolarizzazione di mutui con società private. Nel 2005 e nel 2006 furono stipulati mutui non convenzionali per un valore di 1 trilione di dollari, rispetto ai 100 miliardi di dollari del 2001.

Nel 2005, due terzi dei prestiti ipotecari inclusi nell'MBS/CDO da 133 miliardi di dollari emesso da Lehman Brothers provenivano dai suoi stessi originatori di prestiti subprime. Le informazioni raccolte da questo comportamento ci fanno capire l'enorme desiderio delle banche di investimento di gestire sempre più debiti ipotecari di scarsa qualità. Calcolando le probabilità indipendenti, peggiore era la qualità del debito che entrava nel processo di raccolta e divisione in tranches, maggiore era la capacità di farlo sembrare ottimo. Un gran numero di debiti non documentati e di bassa qualità furono immessi sul mercato con rating AAA. Il meccanismo di cartolarizzazione dei mutui, tuttavia, rese sistematica una corsa verso il basso nella qualità del credito ipotecario. Era possibile acquistare titoli composti da assets con rating tripla A (AAA) che generavano profitti per la differenza tra l'alto rendimento dei titoli sottostanti contenuti nel pool ipotecario e il basso interesse pagato agli investitori. Dal 2004 gran parte dei mutui subprime entrati nel sistema erano o privi di documentazione completa o inesistente. Il 30% dei quali erano prestiti con interessi concessi a persone che non avrebbero potuto rimborsarli. Una volta che il mercato immobiliare passò dall'equilibrio all'espansione improvvisa, tutti divennero speculatori. Nel momento in cui tutti cominciarono ad aspettarsi un apprezzamento del capitale, il significato attribuito alla proprietà cambiò. I proprietari di abitazione assumevano un atteggiamento speculativo; coloro che salivano la scala immobiliare lo facevano sperando che il valore delle loro proprietà sarebbe aumentato a tal punto da permettere loro di rinegoziare i mutui a condizioni migliori. Entro l'estate del 2007, erano stati emessi 5.213 trilioni di dollari USA di titoli garantiti da attività a marchio del distributore, ovvero MBS generati da mutui non convenzionali e debiti delle carte di credito, debiti studenteschi e prestiti automobilistici. La parte più pericolosa di queste obbligazioni, MBS, ammontava a 1,3 trilioni di dollari USA e sebbene rappresentasse solo il 12% del mercato ipotecario totale degli Stati Uniti, 1,3 trilioni di dollari furono generati in un'impennata iniziata nel 2003.

Dell'importo totale di 5.13 trilioni di dollari USA, più di 3 trilioni di dollari USA sono stati depositati presso investitori a lungo termine e 700 miliardi di dollari USA sono stati depositati direttamente presso fondi di investimento o banche di investimento. Tuttavia, 1.173 trilioni di yuan erano detenuti dalle banche e quest'ultime raccoglievano finanziamenti fuori bilancio emettendo ABCP (Asset-backed commercial paper o carta commerciale garantita da altre attività finanziarie per ottenere la diversificazione delle attività). Pertanto, ABCP diventò il principale strumento a breve termine fornito dal mercato monetario per gli investitori che cercavano depositi a breve termine. Il mercato ABCP era persino più grande del mercato dei buoni del Tesoro a breve termine emessi dal Governo degli Stati Uniti per gestire il proprio flusso di cassa.



Fonte: Zanichelli scuola

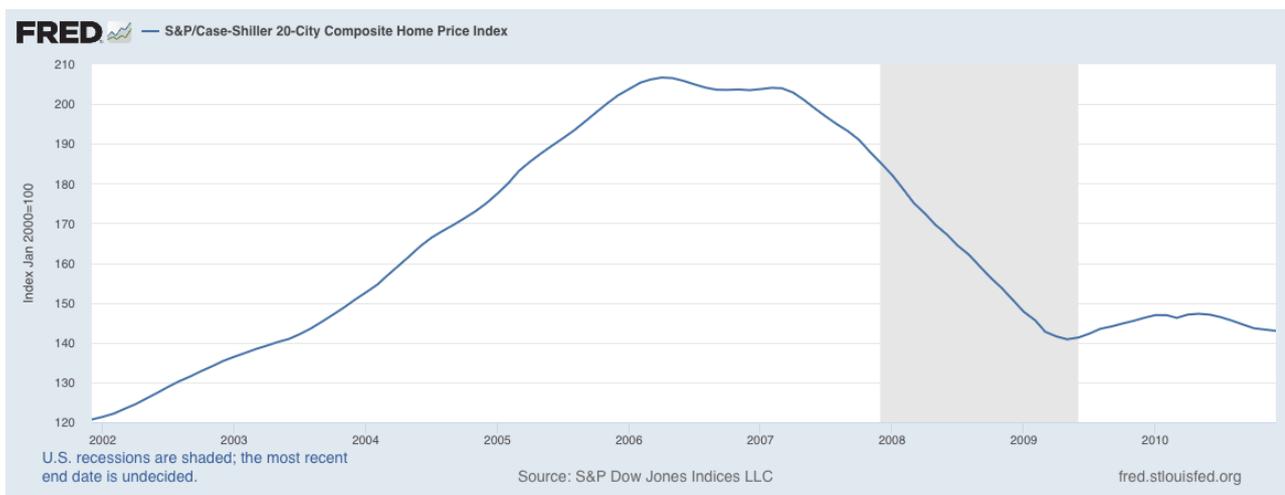
## Capitolo 2

### Inizio del crollo finanziario

Prima dello scoppio della crisi nel 2007, l'America ha vissuto un lungo periodo di tassi di interesse reali eccezionalmente bassi, condizioni di credito favorevoli, bassa volatilità nei mercati finanziari e aumento generale dei prezzi delle attività, che hanno portato a vulnerabilità diffuse ma celate. Quando quest'ultime sono diventate realtà, dopo ripetute valutazioni degli asset, i principali mercati finanziari hanno subito gravi tracolli, danneggiando la solvibilità della maggior parte dei sistemi bancari globali. Nella prima fase della crisi, le preoccupazioni per le perdite dei mutui subprime statunitensi si intensificarono in una pressione finanziaria generale, a causa della complessa interdipendenza tra mercato del credito e mercato finanziario, i problemi inizialmente sembravano essere limitati ad una piccola parte del mercato statunitense, che si sono rapidamente diffusi in altri settori.

Dal giugno 2007, le perdite sui mutui subprime hanno rivelato l'inaffidabilità delle operazioni, come le strategie di leva finanziaria e il finanziamento fuori bilancio. Nell'agosto 2007 le turbolenze si sono estese al mercato interbancario, preannunciando una vera e propria crisi finanziaria che sarebbe scoppiata nei successivi 15 mesi. In effetti, l'evento che ha segnato l'inizio della crisi fu l'acquisizione da parte di JPMorgan Chase di Bear Stearns, la quinta più grande banca d'investimento negli Stati Uniti, che era sovraesposta in titoli garantiti

da ipoteca e derivati. Questa acquisizione di salvataggio ha gravemente indebolito il sistema finanziario, perché il mercato stava già sopportando una grande quantità di accumulo di esposizioni ereditarie, mentre le banche stavano lavorando duramente per ricostituire i propri bilanci. Inoltre, l'elevata volatilità rifletteva l'incertezza degli investitori sulle prospettive economiche e il relativo impatto sulla disponibilità degli attivi.



## Tassi d'interesse

Il panico creato dalla bolla di Internet e dall'attacco alle Torri Gemelle dell'11 settembre hanno indotto la Fed ad abbassare i tassi di interesse e a mantenerli per diversi anni. Bassi tassi di interesse significavano bassi costi di capitale, il che rendeva estremamente conveniente per le Istituzioni finanziarie emettere prestiti. Spinte dal continuo apprezzamento del valore della proprietà, le banche avrebbero potuto avvalersi della possibilità del pignoramento, in caso di fallimento del mutuatario, e la successiva rivendita dell'immobile al fine di recuperare la somma impiegata nel prestito. Ricevuta una somma di denaro, l'importo dovuto era maggiore dell'importo ricevuto. La differenza tra i due costituisce interesse, che viene calcolato come percentuale dell'importo totale del prestito. I tassi di interesse variano anche in funzione della valuta di riferimento, dei rischi connessi alla solvibilità del debitore e della durata del periodo di riferimento.

Le tipologie di mutui in commercio si possono suddividere in tre categorie: mutui a tasso fisso, mutui a tasso variabile e mutui a tasso misto.

La differenza con un mutuo a tasso fisso è che la percentuale che rimane costante nel tempo è fissa, mentre il calcolo di un mutuo a tasso variabile prevede la percentuale ad una data prefissata. La soluzione a tasso misto prevede opzioni fisse e variabili in periodi diversi.

Il tasso di interesse del prestito è definito come tasso di interesse fisso, ovvero l'importo di ciascuna rata rimane invariato dalla data di sottoscrizione del contratto; l'ammontare complessivo del capitale e degli interessi da restituire è noto fin dall'inizio. Il tasso di interesse per i mutui a tasso fisso è calcolato sulla base dei parametri di riferimento EURIRS (Euro Interest Rate Swap). La soluzione del mutuo a tasso fisso permette di pianificare in tutta tranquillità diverse spese economiche. Se da un lato è favorevole alla "calma" dei pagamenti delle rate fisse, dall'altro, il calcolo dei mutui a tasso fisso non gode delle particolari condizioni favorevoli che l'andamento dei mercati finanziari può garantire in determinati periodi. Inoltre, gli interessi sui mutui a tasso fisso sono generalmente superiori a quelli attesi sui prodotti a tasso variabile. Oltre ai mutui a tasso fisso esistono anche mutui a tasso variabile. Il tasso di interesse di un mutuo si definisce variabile quando dipende dalla fluttuazione del parametro di riferimento e dunque, può aumentare o diminuire.

Il pagamento della rata è modificato in base alle variazioni dell'indice EURIBOR (European Interbank Offered Rate) entro un periodo predeterminato. Solitamente nel primo anno del piano di ammortamento il tasso di interesse variabile è inferiore al tasso fisso. Inoltre, nel lungo periodo, possono sfruttare la possibilità che il tasso di interesse di riferimento possa scendere, ma non può essere escluso che possa aumentare. Sono rischiosi in determinate condizioni di mercato, nel qual caso l'inflazione farà aumentare significativamente l'importo della rata. Poiché questo tipo di mutuo non ha certezze sul suo paniere finale, le persone che godono di un reddito medio-alto, possono sopportare la congiuntura sfavorevole del mercato e far fronte ad eventuali aumenti delle rate hanno requisiti più elevati per i mutui.

## Aumento insolvenze

Nel periodo antecedente allo scoppio della crisi, a molte persone fu concesso un mutuo da parte Istituzioni di credito. Fu consigliato loro di scegliere dei mutui a tassi variabili e a tassi misti. Quindi, se inizialmente la rata che veniva calcolata risultava essere inferiore rispetto ad una di un mutuo a tasso fisso successivamente, il valore reale della stesse era calcolato in base alle fluttuazioni dei tassi della Fed a cui i mutui erano ancorati. Con la ripresa dell'economia, nel 2004, la Fed decise di alzare i tassi d'interesse e quindi tutti quei mutui a tassi variabili legati ai tassi della Fed crebbero istantaneamente rendendo di fatto quasi impossibile alle famiglie americane sostenere le rate dei mutui. Essendo aumentato il costo del denaro, richiedere un mutuo per comprare una casa non era più conveniente e a causa di ciò gli immobili, che fino a quel momento si erano apprezzati in maniera costante anno dopo anno, iniziarono a deprezzarsi. Essendosi svalutati i prezzi delle abitazioni, molti cittadini americani si trovarono nella condizione di dover sostenere pagamenti mensili per un mutuo che non rispecchiava più il valore reale dell'immobile, ma al contrario ne era di molto superiore. Resosi conto di ciò che stava accadendo, e avendo dato come garanzia dei prestiti gli immobili stessi, i mutuatari smisero di pagare le rate dei mutui, costringendo le varie Istituzioni di credito ad avviare molteplici procedure di pignoramento e poiché i prezzi avevano subito una forte svalutazione, le banche non rientrarono del denaro concesso in prestito, dando inizio a quella che sarebbe stata la più grande crisi della storia mondiale.

## Crisi bancaria

Il declino dei prezzi delle case statunitensi fece aumentare le insolvenze sui mutui. Come risultato, il valore degli MBS (mortgage-Backed Security) e dei CDO (Collateralized Debit Obligation) crollò, facendo diminuire il volere delle attività delle banche e degli altri intermediari finanziari e quindi abbassando il loro capitale netto. L'indebolimento dei propri bilanci portò tali Istituzioni a ridurre la leva finanziaria mediante la liquidazione di diverse attività e la limitazione della concessione del credito alle famiglie e alle imprese. In assenza di altri soggetti capaci di intervenire efficacemente per raccogliere informazioni ed effettuare prestiti, aumentarono le frizioni finanziarie nei mercati dei capitali.

La brusca flessione del valore dei mutui e di altre attività finanziarie innescò una corsa allo Shadow Banking System da parte degli Hedge Fund, delle banche di investimento e di altre società finanziarie non-depository. Il forte calo del valore dei mutui e di altre attività finanziarie ha innescato un afflusso di hedge fund, banche di investimento e altre società finanziarie senza deposito nel sistema bancario ombra. I fondi delle banche

"ombra" fluiscono attraverso il sistema finanziario e supportano l'emissione di titoli immobiliari a basso interesse e prestiti auto in molti censimenti.

Tali titoli sono finanziati principalmente attraverso operazioni di pronti contro termine. Contratti di debito a breve termine che utilizzano MBS come attività collaterali. La crescente attenzione alla qualità dei bilanci delle Istituzioni finanziarie ha portato i creditori a chiedere più garanzie, il cosiddetto hair-cut. Infatti, se un mutuatario ottiene un prestito di \$ 100 milioni tramite un riacquisto, molto probabilmente dovrà impegnare \$ 105 milioni in MBS: in questo esempio, i \$ 5 milioni aggiuntivi rappresentano un hair-cut del 5%.

Maggiore è il numero di insolvenze sui mutui, minore è la disponibilità di MBS e maggiore è il tasso di scarto (hair-cut). All'inizio della crisi, quest'ultimo si è avvicinato allo zero e alla fine ha raggiunto il 50%. Le insolvenze sui mutui sono cresciute rapidamente, portando a oltre 1 milione di pignoramenti. Conseguentemente, lo stesso ammontare di collateral avrebbe consentito alle Istituzioni finanziarie di sostenere soltanto la metà del debito. Così, per raccogliere fondi, tali Istituzioni dovettero procedere con urgenza ad una vendita forzata di molte delle loro attività. La rapida liquidazione dei beni porta inevitabilmente a un calo dei loro prezzi; questa vendita forzata porta ad un ulteriore calo del valore dei beni, riducendo così il valore delle garanzie e aumentando il tasso di detrazione, costringendo le Istituzioni finanziarie ad accelerare il ricorso alla liquidità. L'impatto di questa "svendita" è disastroso per il sistema, comportando un deleveraging su larga scala che porta alla stretta creditizia e al rallentamento dell'attività.

Il crollo dei mercati azionari e il calo dei prezzi delle case di oltre il 25%, insieme alle vendite forzate causate dal sistema bancario ombra, hanno indebolito i bilanci di imprese e famiglie. L'aggravarsi dell'attrito finanziario si manifesta nell'espansione degli spread creditizi, che porta a costi del credito più elevati per famiglie e imprese e standard di prestito più rigorosi.



## Capitolo 3

### Atteggiamento delle Banche

#### Glass-Steagall Act

Nel 1933 fu approvato il Glass-Steagall Act dal Congresso americano. Questo pacchetto di leggi mirava a contrastare la crisi finanziaria avvenuta nel 1929, che aveva condotto gli Stati Uniti nel vortice di una recessione senza precedenti. In particolar modo questo atto introdusse misure per contenere la speculazione da parte degli intermediari finanziari e prevenire situazioni di panico bancario. La prima misura importante è l'istituzione della Federal Deposit Insurance Corporation, il cui scopo è garantire i depositi e prevenire eventuali corse agli sportelli. Il secondo provvedimento prevede l'introduzione di una netta separazione tra banche tradizionali e banche di investimento: le banche sono società intermediarie nei settori del credito e del risparmio. Le funzioni principali delle banche sono di raccogliere depositi e risparmi, detenere titoli, emettere prestiti, fornire mezzi di pagamento, emettere titoli di stato, acquistare titoli e acquistare e vendere titoli. La banca è una società privata, quindi il suo obiettivo principale è il profitto. Il reddito principale (o reddito) della

banca deriva dal tasso di interesse quotato sul credito. Altre entrate secondarie sono costituite dalle commissioni d'intermediazione e dai costi dei servizi bancari (depositi, conti correnti, custodia, etc..). Le principali spese (o costi) di una banca sono rappresentate dai costi di struttura, dal personale e dal tasso di interesse pagato ai correntisti al momento della raccolta dei depositi. Il reddito degli intermediari bancari del settore creditizio è dato dallo spread, che rappresenta la differenza tra il tasso di interesse attivo applicabile al credito e il tasso di interesse passivo corrisposto ai depositi e ai conti correnti. Ogni banca fa parte del sistema creditizio. Compito della Banca Centrale (in Italia, Banca d'Italia) è quello di vigilare sul sistema bancario e creditizio. Il settore bancario ha un impatto sia sull'economia reale che sull'economia valutaria. In particolare, gli intermediari bancari svolgono un'importante funzione di creazione o controllo della valuta. Le banche commerciali svolgono attività ordinarie al servizio delle famiglie e delle imprese. Le banche commerciali operano nell'economia reale. Una banca di investimento è una società finanziaria le cui attività comprendono la partecipazione al capitale sociale, il collocamento di titoli, gli investimenti (fondi di investimento) e i servizi di consulenza a società e governi. Le banche commerciali sono anche conosciute come banche commerciali nella storia. Può possedere capitale proprio o di terzi. A differenza delle banche commerciali, non consentono di effettuare depositi al fine di concentrare la loro missione sugli investimenti. È un tipo speciale di banca che gestisce anche acquisizioni aziendali, fusioni e operazioni di ristrutturazione. In base alla natura dell'investimento, le banche di investimento possono essere suddivise nelle seguenti categorie: Banca d'affari in senso: Istituti di credito in cui prevale il ruolo di intermediario finanziario.

Banca d'investimento: istituto di credito con una politica di investimento a medio e lungo termine guidata dal capitale di rischio.

Mediocredito: istituto di credito specializzato nell'erogazione di credito a medio termine. Secondo quanto previsto dalle suddette leggi, queste due attività non possono più essere svolte dalla stessa agenzia intermediaria, determinando una separazione tra banche commerciali e banche di investimento.

Lo scopo di tale norma è di evitare che il fallimento degli istituti intermediari conduca anche al fallimento delle banche tradizionali, evitando così che l'economia reale sia direttamente esposta al pericolo di eventi finanziari fortemente negativi. A partire dagli anni Ottanta, il settore bancario cercò di persuadere il Congresso ad abrogare il Glass-Steagall Act, e ci riuscì negli anni Novanta grazie ad un Congresso composto principalmente da Repubblicani. In particolare, questa abrogazione è stata fortemente sostenuta dal senatore Phil Graham e dal membro del Congresso Jim Leach, da loro deriva il nome del disegno di legge. Infine, il Presidente Bill Clinton ha promulgato nel 1999 come ultimo disegno di legge formale prima di lasciare la Casa Bianca, emanando il "Gram-Leach-Bliley Act" e abolendo i termini del "Glass-Steagall Act". Tale abolizione permise la costituzione di gruppi bancari che consentissero attività di investimento e assicurative. Da quel momento la banca divenne avida e prese decisioni che in futuro erano considerate estremamente rischiose, soprattutto sbagliate. In cima a queste scelte ci fu quella di sfruttare la deregolamentazione ed affidarsi all'ingegneria finanziaria per creare strumenti sintetici, come CDO, ABS, CDS ed un uso eccessivo della tecnologia finanziaria della cartolarizzazione per arricchirsi a basso rischio. Le persone che immigrano negli Stati Uniti lo fanno per perseguire il "sogno americano". Ovviamente possedere una casa è il pilastro

fondamentale di questo sogno. Le banche e gli altri istituti di credito hanno approfittato di questo desiderio e hanno persino iniziato a emettere mutui a individui indegni, credendo che se mettersero insieme mutui e creassero CDO, Wall Street Investment Bank li avrebbe acquistati, perché insieme sono considerati a rischio molto basso.

## Strumenti finanziari

### CDO

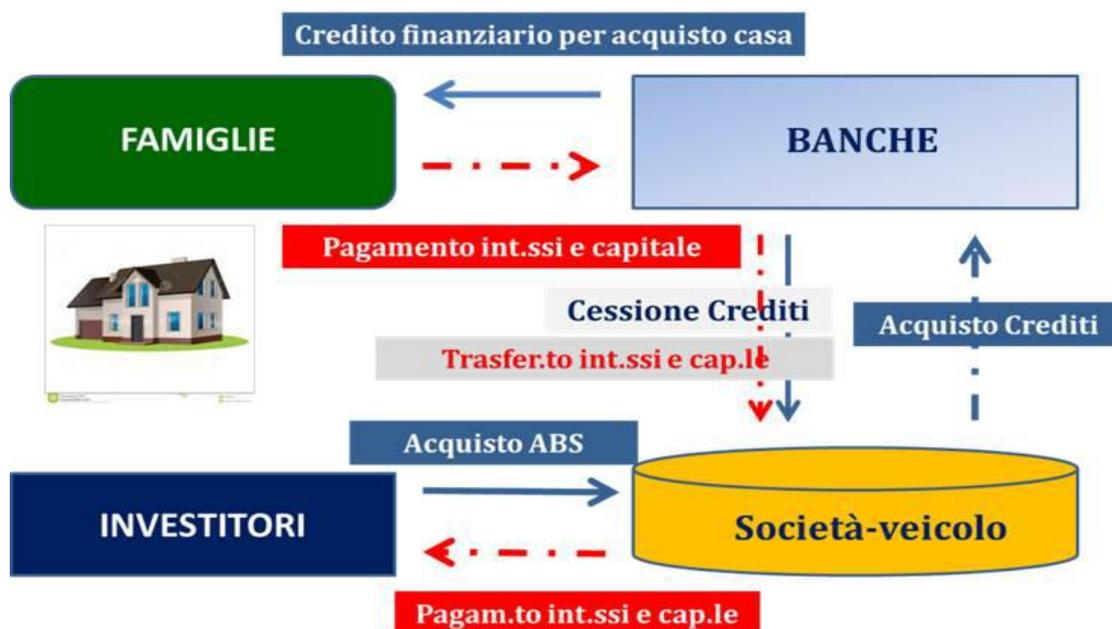
Un Collateralized Debt Obligation, o CDO, è un'obbligazione che ha come garanzia un debito. Un CDO è composto da decine o centinaia di ABS, ovvero delle obbligazioni a loro volta garantite da un altrettanto elevato numero di debiti individuali. Il CDO è un prestito obbligazionario creato tramite cartolarizzazione, confezionato attraverso una serie di obbligazioni o derivati. Come si può dedurre dal nome, anche i CDO come gli ABS sono prodotti "collateralizzati", sfruttano quel procedimento che trasforma un portafoglio di investimenti a reddito fisso in strumenti finanziari diversi con specifiche caratteristiche di rischio/rendimento. Questo programma può convertire centinaia di portafogli di investimento con rating tripla B(BBB) in tre o più obbligazioni (le cosiddette tranche), con rating tripla A (AAA), A e B (ovviamente rendimenti molto elevati e aumento del rischio). Ciò è possibile grazie al meccanismo di attribuzione inversa ai vari gradi di assicurazione (e quindi di rating) delle eventuali perdite del portafoglio di investimento originario (portafoglio BBB). Ovviamente il rendimento medio complessivo del portafoglio di investimento originario è superiore al profilo CDO, tale differenza rappresenta il profitto dell'agenzia che ha organizzato l'operazione. Gli investitori che ne acquistano parti possono ottenere investimenti con caratteristiche diversificate e decorrelate, che dovrebbero giustificare il minor tasso di rendimento e la commissione pagata all'istituto organizzatore. La creazione di un CDO implica un'entità giuridica chiamata "società veicolo"<sup>24</sup> o SPV (Special Purpose Vehicle) che acquista una serie di attività quali obbligazioni e prestiti corporate, titoli di debito del settore immobiliare commerciale e MBS (Mortgage Backed Security), ovvero un titolo garantito da un insieme di mutui. La SPV poi separa i flussi di pagamento derivanti da queste attività in un certo numero di livelli, chiamati "bucket" o anche tranche (corsivo). Le tranches caratterizzate dal massimo livello di rating, chiamate super senior tranches, sono quelle che vengono pagate per prime e quindi presentano il minor grado di rischio. Il CDO super senior è un'obbligazione che paga tali flussi di cassa agli investitori poiché è contraddistinta dal rischio più basso e, pertanto, offre il tasso d'interesse minore. Il successivo livello di flussi di cassa, chiamato senior tranches è quello che viene pagato immediatamente di seguito; il CDO senior presenta un grado di rischio superiore, rispetto al precedente, perciò il maggior rischio è compensato da un pagamento d'interessi maggiore. La

---

<sup>24</sup> Tratto da capitolo 5, mini-caso 5.1 de "Istituzioni e mercati finanziari" di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccali

successiva tranche di flussi di pagamenti, chiamata (mezzanine tranches), viene pagata dopo la tranche super senior e quella senior e dunque, essendo esposta ad un maggior grado di rischio, offre un tasso d'interesse più alto delle precedenti. L'ulteriore tranche del CDO è chiamata (equity tranche); si tratta del primo livello di flussi di cassa che non viene pagato se le attività sottostanti cadono in insolvenza e cessano di effettuare i pagamenti. Questa tranche presenta il massimo grado di rischio e spesso non è negoziata sul mercato, ma sottoscritta interamente dalla società originator. Nonostante questo nuovo strumento finanziario risultasse complesso e poco chiaro, si è riuscito nell'intento di aggravare ulteriormente la situazione attraverso la creazione di CDO<sup>2</sup> e CDO<sup>3</sup>. Quest'evoluzione dei CDO aveva il compito di frazionare e segmentare il rischio in modo ancora più accentuato, pagando i flussi di cassa dai CDO ai CDO<sup>2</sup> e dai CDO<sup>2</sup> ai CDO<sup>3</sup>. Sebbene l'ingegneria finanziaria abbia il vantaggio potenziale di creare nuovi prodotti e servizi capaci di corrispondere alle molteplici propensioni al rischio degli investitori, essa possiede anche un lato meno chiaro. Strumenti strutturati, quali i CDO, possono diventare talmente astrusi da rendere particolarmente difficoltoso valutare i flussi di cassa delle attività sottostanti ad un titolo o stabilire chi sia il concreto possessore dell'attività. In conclusione, è possibile affermare che l'accresciuta complessità dei prodotti strutturati può danneggiare seriamente l'informazione, aggravando perciò l'asimmetria informativa nel sistema finanziario e acuendo la gravità dei problemi di selezione avversa e di azzardo morale.

Fonte: CONSOB



## ABS

I titoli garantiti da attività (o ABS) sono strumenti finanziari emessi per operazioni di cartolarizzazione e sono molto simili alle obbligazioni ordinarie; essi pagano infatti ai titolari una serie di cedole a tempo determinato, il cui importo è determinato sulla base di un tasso fisso o variabile tasso d'interesse. Il problema si è verificato da SPV (Special Purpose Vehicle) creato da una banca, azienda o dipartimento della pubblica

amministrazione. Questi di solito trasferiscono prestiti o altre attività finanziarie a SPV che non sono altamente liquidi (difficili da negoziare, come i mutui ipotecari). SPV emette obbligazioni che possono essere immesse sul mercato (obbligazioni ABS), soprattutto quando i rating sono buoni. La vendita dei crediti è costituita a garanzia del pagamento delle obbligazioni emesse. Esiste una stretta correlazione tra il pagamento della cedola e l'importo incassato dai crediti trasferiti. I titolari di ABS possono prevenire i rischi di insolvenza attraverso i credit default swap. Le varie parti che compongono l'ABS possono essere riconfezionate per formare un'obbligazione di debito ipotecario. Nel processo di creazione di titoli garantiti da attività (noti anche come "cartolarizzazioni"), le banche o le società finanziarie separano una serie di prestiti dai loro bilanci, li impacchettano in una sorta di "pacchetto" e li immettono sul mercato. È generato da esso, attraverso la società veicolo creata a tale scopo. Questa compagnia di trasporto a sua volta ha emesso obbligazioni e il suo tasso di cedola è stato pagato mediante rimborso del credito. Il credito allocato viene creato a garanzia del pagamento delle obbligazioni emesse.

La differenza tra ABS e obbligazioni risiede nella stretta correlazione tra il pagamento delle cedole o il rimborso delle obbligazioni a scadenza e l'importo incassato dai crediti ceduti. Tale situazione non è però del tutto esente da rischi: infatti, quando i crediti ceduti non vengono incassati, l'accesso e la condivisione dei benefici potrebbero non essere rimborsati in tutto o in parte. A causa di questo pericolo, il valore dei prestiti ceduti è spesso molto superiore al valore nominale delle obbligazioni emesse. Pertanto, il rimborso dell'ABS è legato al fatto che il relativo prestito sia effettivamente rimborsato al creditore corrispondente (banca o società).

## MBS

I titoli garantiti da ipoteca o MBS sono molto comuni nel mercato immobiliare statunitense. Fondamentalmente usano i prestiti ipotecari come garanzia per comprare e vendere azioni. L'intermediario possiede alcuni di questi titoli ottenuti dal prestatore e li utilizza come garanzia per tutelarsi senza pagare le rate del mutuo. La durata del mutuo è molto lunga, anche fino a 30 anni, in questo modo la banca vincola una parte della casa di famiglia e queste case non apparterranno realmente a loro fino a quando il mutuo non sarà estinto. Tuttavia, le agenzie che fungono da intermediari spesso hanno bisogno di capitali, che ottengono capitali trasferendo parte di questi titoli ipotecari ad altri soggetti specializzati nel finanziamento delle costruzioni: questi soggetti pagano una certa somma per impadronirsi della proprietà, compiendo così ulteriori passaggi di traslazione e diventando un'altra entità. Il più grande vantaggio di questi MBS è ovviamente la capacità della banca di convertire investimenti solidi e difficili da usare in denaro spendibile. Infatti, creando titoli, la banca scompone di fatto il patrimonio immobiliare oggetto del prestito in un certo numero di quote, per poi venderlo ad altri soggetti. I titoli garantiti da ipoteca sono utilizzati nella negoziazione di mutui ipotecari e il sistema di finanziamento italiano è stato introdotto nel nuovo millennio. Attraverso il processo di cartolarizzazione, una certa quantità di cedole direttamente legate al mutuo sarà venduta direttamente ad una società o ente terzo, che deterrà liquidità. Quindi, l'acquirente che sottoscrive l'ipoteca potrà riscattare da

solo il pagamento della cedola attraverso varie rate mutate, eliminando così tutto l'importo previsto, per diventare l'unico proprietario di tutti gli aspetti del relativo immobile. Questo sistema di prestiti ipotecari è realmente crollato nel 2007, cioè dall'inizio della crisi economica. In effetti, molte famiglie con un rischio più elevato di fallimento in quel momento ottenevano mutui subprime, che sono mutui progettati specificamente per coloro con una storia creditizia poco chiara. Le società che detengono questi titoli ipotecari hanno rapidamente utilizzato la liquidità ottenuta da questi titoli per restituirli al mercato per investimenti e speculazioni. Il problema è che tra circolazione valutaria ed emissione di mutui, nulla può fare da freno per colmare il deficit di finanziamento. Molte famiglie a basso reddito hanno smesso di pagare perché non potevano permetterselo, ma ora i loro titoli ipotecari sono finiti e nessuno vuole ripagarli. Di fronte alla crescita esponenziale del debito pubblico, il problema dell'uso non etico di questi titoli è stato risolto attraverso l'utilizzo di ingenti salvataggi di fondi pubblici. Le Mortgage Backed Securities continuano ad essere utilizzate odieramente all'interno delle concessioni dei mutui finalizzati all'acquisto degli immobili, sotto una quota detenuta in giacenza dagli istituti bancari e terze società fino a quando l'acquirente debitore non estingue tutti i debiti.

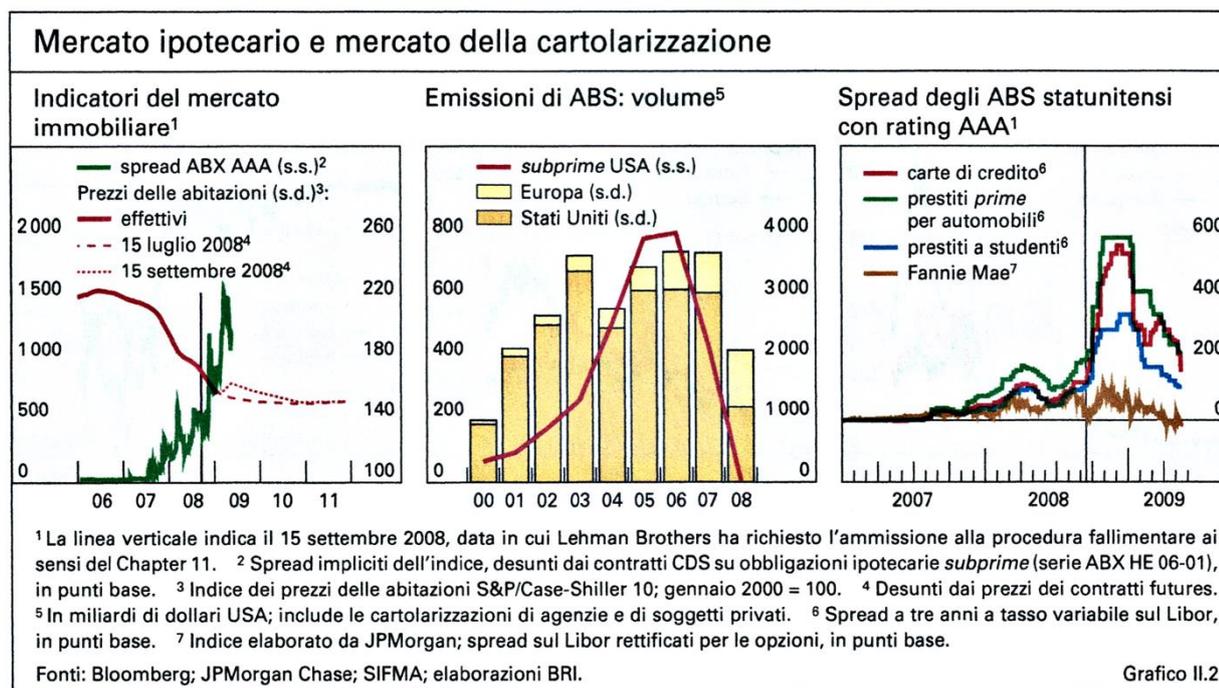
### Cartolarizzazione

La cartolarizzazione è una tecnologia finanziaria che mira a trasformare strumenti finanziari non negoziabili in altri strumenti finanziari negoziabili ed è quindi negoziabile e liquida. Comprende la vendita di attività o passività, attività o passività personali, o il credito di una società (di solito una banca) tecnicamente definita come originator, attraverso cui si costruiscono emissioni con la trasformazione del bene o del debito/credito, mediante il sistema di securitization, in titoli obbligazionari, che sono poi collocati presso il pubblico. La tecnologia finanziaria è definita nel modello origination-to-distribution, che è contrario al concetto di banca, che si basa sul modello origination-to-hold. In sostanza, attraverso la cartolarizzazione, il rischio di credito viene trasferito dalle banche agli obbligazionisti e le banche liberano risorse di capitale. I beni o beni sono trasferiti a un terzo e il terzo recupera il valore di tali beni o beni e garantisce la restituzione del capitale e degli interessi indicati nell'obbligazione. Qualora tale recupero non fosse possibile, coloro che acquistano titoli cartolarizzati perderanno il capitale versato e gli interessi dovuti. La maggior parte delle attività vendute è costituita da credito, ma possono essere immobili, derivati o altro. I beni sono trasferiti ad una società veicolo (SPV, la società cessionaria, che è autorizzata ad emettere titoli contenuti nei crediti ceduti), e la società corrisponde al cedente il corrispettivo economico ottenuto attraverso l'emissione e l'assegnazione di obbligazioni. Le obbligazioni emesse sono suddivise in gradi in base al loro rating (AAA, AA, BBB, BB, ecc., il più alto rapporto di partecipazione): più basso è il merito di credito, maggiore è il grado di subordinazione per il rimborso del debito. La cartolarizzazione dei mutui prevede la cessione dei mutui ad una società denominata "azienda automobilistica", che versa alla banca liquidità pari al valore del mutuo acquistato, ed emette a garanzia le obbligazioni relative al mutuo stesso, trasferendo di fatto i crediti Trasformare in "carta". Successivamente, la società veicolo vende i titoli emessi sul mercato al fine di recuperare l'importo pagato alla banca. Attraverso questa operazione la banca converte le attività illiquide (come i prestiti a lungo termine) in

attività liquide e le scambia immediatamente sul mercato, ottenendo così un effettivo vantaggio. Infatti, cedendo il prestito al cessionario, la banca ha ottenuto il corrispettivo in denaro e ha recuperato i fondi prestati. Gli asset presi di mira dalla cartolarizzazione sono probabilmente i più diversi: dai mutui ai crediti legati alle carte di credito, dai prestiti personali concessi agli imprenditori di grandi fondi ai prestiti per studenti universitari o una combinazione di "micro prestiti" utilizzati per l'acquisto di auto.

Anche le amministrazioni statali e locali possono effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione di operazioni finanziarie può essere riassunta in quattro fasi:

- Selezione di un portafoglio di attività finalizzato alla generazione di liquidità;
- cessione da parte di un soggetto "originator", dei crediti deteriorati o altre attività finanziarie negoziabili ad una società veicolo (*Special Purpose Vehicle*);
- emissione dei titoli, con o senza rating (valutazione della solvibilità), da parte delle SVP, da collocarsi presso gli investitori qualificati;
- Pagamento di titoli emessi sul mercato a seguito di risultati di vendita positivi;



## CDS

Prima della globalizzazione bancaria e della creazione di strumenti derivati, le banche e gli intermediari finanziari avevano pochi strumenti adottabili per la gestione del rischio di credito per i finanziamenti che concedevano, ovvero accettare garanzie reali, confidando e vigilando che il debitore pagasse puntualmente la propria rata. Negli ultimi decenni, per ovviare questo scomodo problema, sono stati creati i CDS. Nel mondo odierno della globalizzazione finanziaria, grazie ai nuovi strumenti finanziari derivati come i CDS (Credit

Default Swap) e alle operazioni di cartolarizzazione, gli operatori finanziari possono gestire “in modo proattivo” i rischi insiti nei propri portafogli di investimento in titoli, e allo stesso tempo assumendosi mantenere la propria esposizione al rischio di default, entrare nel mercato acquistando CDS. Come strumento finanziario, CDS nasce nei primi anni Novanta dalla famosa banca d'affari J.P. Morgana. Il CDS è un derivato di credito per prevenire i rischi di insolvenza e svolge essenzialmente un ruolo di assicurazione finanziaria. Pertanto, se ad una certa ora del giorno, l'assicurazione fallimentare dei titoli della Repubblica Italiana viene scambiata a 255,5 punti base, ciò significa che per acquistare l'assicurazione di default dello Stato, dobbiamo pagare il 2,56% dell'investimento di proprietà. Pertanto, per garantire un investimento di 1 milione di euro in BTP, è necessario spendere 25.550 euro in CDS. Attraverso questi strumenti finanziari gli intermediari possono facilmente esporsi a rischi elevati anche fornendo una protezione continua dal rischio di fallimento o vendendo un gran numero di CDS. Gli intermediari assumono questi rischi perché vengono remunerati dal valore del CDS che rappresenta una sorta di premio assicurativo-finanziario, ricevuto dalla vendita della protezione svolta dal CDS. CDS nasce per tutelarsi dai rischi di determinate condizioni avverse, quali l'insolvenza (fallimento), il ritardato pagamento di cedole e/o interessi. Questi momenti sono tecnicamente definiti "eventi creditizi" e sono solitamente descritti da giornali e mass media come assicurazioni contro il rischio di fallimento di aziende o paesi. Tecnicamente parlando, il CDS è un contratto bilaterale tra due parti, ovvero un accordo tra l'acquirente (che protegge l'acquirente) e il venditore (che protegge il venditore) del CDS. Il contratto prevede che il venditore di CDS sia responsabile del pagamento di un determinato importo (assicurazione) in caso di evento di credito sulla base della rata pagata dall'acquirente. La caratteristica dei CDS è proprio quella di fornire agli investitori che possiedono un portafoglio di titoli (ma non possiedono titoli, in questo caso puramente speculatori) la possibilità di trasferire il rischio di perdita in caso di fallimento dell'emittente dell'obbligazione (stato, ente pubblico) o privato società), copertura senza trasferimento della proprietà dell'obbligazione. I mercati finanziari dove si compra e si vende CDS non sono mercati regolamentati: sono i cosiddetti mercati over-the-counter (OTC), mercati “paralleli o fuori borsa”, e rappresentano una parte importante delle transazioni finanziarie, sostituzione degli scambi ufficiali riconosciuti. Le trattative sono condotte in modo informale, attraverso dialoghi bilaterali tra le due parti (domanda e offerta), per telefono o per via elettronica. Alcuni operatori trovano molto vantaggioso operare in questi mercati come speculatore. L'International Swap and Derivatives Association (ISDA) è un'associazione creata e gestita dai principali operatori di derivati, che istituisce diverse tipologie di CDS e contenuti contrattuali standard, oltre a diversi altri derivati finanziari. Alcuni dei compiti svolti da ISDA possono essere simili a quelli svolti dall'autorità pubblica di vigilanza sulle assicurazioni (IVASS in Italia), ma va sempre precisato che ISDA è un'associazione privata e non è stata approvata dall'ente pubblico e si preoccupa dell'interesse pubblico. L'ISDA è quindi un'associazione privata di operatori del settore dei derivati, responsabile di prestare attenzione allo sviluppo di questi mercati e, naturalmente, agli interessi di questi operatori. Il contratto standardizzato predisposto da ISDA è definito "ISDA Master Agreement" e fa parte di un'ampia gamma di documenti legali per i contratti derivati stipulati nel mercato over-the-counter.

## *Rating*

Il rating<sup>25</sup> è il giudizio di un soggetto esterno indipendente, ovvero un'agenzia di rating, sulla capacità dell'impresa di pagare i debiti. Si tratta quindi di una valutazione complessiva dello stato di rischio di credito dell'impresa e sintetizza le informazioni quantitative e qualitative a disposizione della banca sull'impresa, nonché tutte le informazioni disponibili sull'impresa cliente e sulle sue attività. Pertanto, l'agenzia<sup>26</sup> di rating valuta la solvibilità del soggetto e cerca di giudicare oggettivamente la sua capacità di generare le risorse necessarie per soddisfare la promessa al creditore. Tale parere è soggetto a revisione periodica. Il rating dell'agenzia di rating viene utilizzato per calcolare il rendimento dell'obbligazione ed è quindi il costo del debito dell'emittente. In altre parole, il rating rappresenta uno dei fattori che determinano il costo di un finanziamento e le successive condizioni di rimborso. I rating possono aiutare gli investitori a monitorare nel tempo il loro valore di investimento: qualsiasi downgrade degli emittenti da parte delle agenzie di rating invia un chiaro segnale di avvertimento al mercato e ai singoli investitori, altrimenti non potranno scoprire in tempo la necessità di ristrutturare la propria struttura. Al fine di esprimere un giudizio sulla qualità del debito di una società, l'agenzia di rating ha avviato una procedura di analisi delle caratteristiche economico-finanziarie della società di riferimento. Analizza poi tutte le componenti e i parametri del bilancio, come la redditività dell'azienda, la capacità di produrre risorse e reddito, la redditività del capitale, il flusso di cassa e il rapporto tra capitale proprio e debito. Gli analisti delle agenzie di rating devono infatti confrontare i parametri della società in esame con quelli di altre società del settore in cui operano, e quindi devono anche analizzare le caratteristiche del settore stesso e l'andamento del mercato. Oltre ai fattori quantitativi, gli analisti delle società di rating devono cercare di valutare anche fattori qualitativi, quali l'affidabilità e le competenze del management della società, e la credibilità dei progetti e degli obiettivi fissati dalla società in esame. In generale, al fine di garantire il corretto svolgimento di questa serie di analisi, la società in esame si impegna a fornire all'agenzia di rating tutte le informazioni e i documenti necessari mediante la compilazione di un questionario redatto dall'agenzia di rating sulla base del primo lotto di informazioni ottenuto. Per avviare una corretta analisi delle attività, e dell'affidabilità, di un'impresa, l'agenzia di rating deve anche consultare la "centrale dei rischi"<sup>27</sup> e monitorare tutti i flussi di capitale e le attività aziendali connesse. Nella seconda fase, gli analisti si recano in azienda per incontrare il management e valutare il loro lavoro: dopo l'incontro con il top management, l'analista completa le ultime procedure di controllo per i dati ottenuti e presenta raccomandazioni

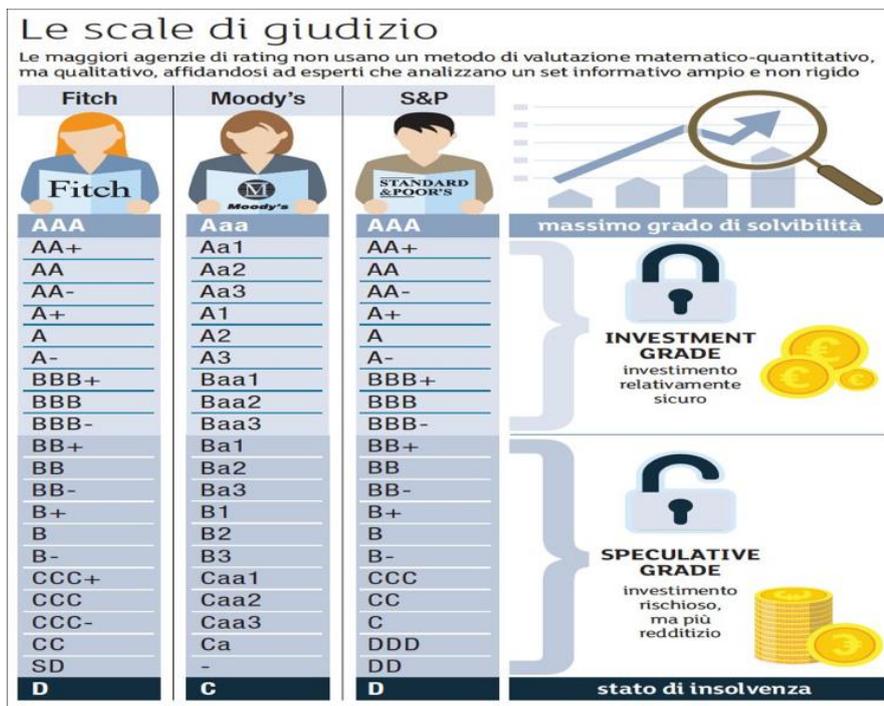
---

<sup>25</sup> La prima comparsa del rating si può far risalire al documento "History of Railroads and Canals in the United States" a cura di Henry V. Poor. Nel 2010, entra in vigore il "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, attraverso il quale venne istituito L'Office of Credit Ratings, con lo scopo di vigilare sulle agenzie di rating.

<sup>26</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>

<sup>27</sup> Fornisce informazioni sui rapporti di credito tra gli intermediari finanziari e i loro clienti; proprio per questo è spesso consultata dalle banche per valutare un nuovo cliente o integrata nelle valutazioni espresse dalle Agenzie di Rating.

al comitato crediti, composto da industria esperti, il direttore generale e l'esperto creditizio dell'ente. Il processo di assegnazione del rating dura solitamente 90 giorni, ma il tempo può essere accelerato per rispettare scadenze specifiche o altre esigenze. Una volta determinati i rating da assegnare e annunciati i risultati, i rating verranno pubblicati tramite comunicati stampa sul sito web dell'agenzia e sui principali media di informazione finanziaria mondiale. Si possono utilizzare due metodi per stimare i rating, uno è di tipo quantitativo matematico e l'altro è di tipo qualitativo. Quest'ultimo è utilizzato dalle principali agenzie di rating globali come Standard & Poor's, Moody's e Fitch, che utilizzano valutazioni non automatiche, ma valutazioni di esperti che analizzano set di informazioni estese e non strutturate. I rating vengono assegnati etichettando i rating con valori diversi in base a diverse Istituzioni responsabili dell'emissione dei rating. Le proporzioni dei valori assegnabili sono comunque in ordine alfabetico. Per quanto riguarda Standard & Poor's, i rating vanno da "Tre A (AAA)" (il rating che indica la massima solvibilità della società) a D (lo stato di insolvenza della società). Nel caso di Moody's, la scala dei valori è leggermente diversa e il punteggio più basso dovrebbe essere C. Poiché gli investitori al dettaglio e gli investitori istituzionali valutano le proprie strategie di allocazione del capitale in base alle opinioni delle Istituzioni, è opportuno notare alcune differenze molto importanti. In linea di massima un rating minimo BBB è considerato investment grade, cioè un investimento relativamente sicuro, anche gli investitori istituzionali come le grandi banche di investimento possono investire direttamente nel capitale. I titoli al di sotto di questa soglia sono troppo rischiosi, quindi le obbligazioni con rating inferiore al BBB (BBB) vengono spesso definite obbligazioni speculative. In effetti, va notato che maggiore è il rischio degli investitori che acquistano obbligazioni, maggiore è il tasso di interesse che pagheranno. Pertanto, i titoli più rischiosi sono anche i più redditizi. Un'altra classifica comunemente utilizzata dalle agenzie di rating fornisce un'analisi degli intervalli di tempo a breve, medio o lungo termine, che possono variare da un mese a molti anni. Accade spesso che un'istituzione emetta due rating diversi in momenti diversi, ad esempio per classificare il debito a breve termine e il debito a lungo termine di un'azienda. Gli indicatori importanti della gestione aziendale possono essere ricavati con precisione dall'analisi della sua risposta ai rischi di breve termine o alle esigenze strettamente legate alla gestione delle sue attività quotidiane.



Fonte: Borsa Italiana

## Rating statunitense

Contestualmente ai subprime, le agenzie di rating degli Stati Uniti contribuirono in maniera estremamente negativa alla più grande crisi finanziaria del mondo. Le tre principali agenzie che si occuparono di valutare gli strumenti finanziari in quel periodo, commisero diversi errori, in quanto per anni valutarono con un rating tripla A(AAA) titoli “marci e tossici” emessi dal mercato americano. Avevano fatto passare per buoni e promosso prodotti finanziari integrati in crediti immobiliari ad altissimo rischio, che le società di Wall Street avevano venduto sia all’interno del confine americano che al di fuori. Le agenzie di rating forniscono consulenza su chi ha emesso e chi ha acquistato prodotti di risparmio. Sono stati pagati per ciò che la banca ha venduto. Più vengono venduti i prodotti "tossici" che chiamano tripla A (AAA), maggiore è il loro reddito. Le note loro attribuite non sono affatto scientifiche. Questo è solo un riflesso della visione tradizionale del mercato finanziario sull'evoluzione del settore immobiliare. Per farsi un’idea precisa del funzionamento effettivo e dei tanti passaggi dal mondo della grande finanza e della speculazione a quello delle grandi corporation che dominano i mercati e viceversa. È presente anche un giudizio da parte delle massime autorità<sup>28</sup> americane, le quali ritengono che il fallimento delle agenzie di rating sia la causa principale della distruzione finanziaria. Queste tre Istituzioni sono i principali provocatori della crisi finanziaria. Al centro della crisi ci sono i titoli legati ai mutui immobiliari che senza il sigillo di approvazione dell'agenzia non possono essere valutati e venduti. Gli investitori spesso si affidano ciecamente alle loro valutazioni. In alcuni casi, devono

<sup>28</sup> Tratto dal documento «The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of The National Commission On The Causes of The Financial And Economic Crisis In The United States »

addirittura acquistare tali titoli perché gli standard relativi alle regole patrimoniali loro imposte si sono deteriorati. Senza queste Istituzioni, questa crisi non si sarebbe verificata. Le loro valutazioni sono aumentate in un primo momento, poi improvvisamente sono diminuite, gettando il mercato e la società nel caos. Un punto chiave indica che i giudizi delle agenzie di rating sono in realtà plastici piuttosto che severi, ovvero il fatto che l'industria del rating è finanziata dagli stessi enti e società che ricevono i rating: queste agenzie pagano una o più agenzie per ottenere feedback sui strumenti rilasciati o il parere dell'azienda stessa. Questo porta ad evidenti distorsioni e permette a chi riceve valutazioni di ottenere i giudizi che desidera, anche grazie alla tecnologia appena accennata. Inoltre, di conseguenza, le aziende tenderanno a rivolgersi a Istituzioni che sono disposte a dare loro i rating più alti, facendo sì che le Istituzioni adottino una strategia di "corsa al rialzo". Se i loro rating sono inferiori alle aspettative dell'emittente, l'emittente può decidere di non utilizzare l'agenzia di rating per cui lavora, il che causerà problemi per il reddito e gli interessi personali dell'agenzia. Occorre infine precisare che l'elevata ingegneria finanziaria di questi prodotti strutturati li fa comprendere e valutare solo da un numero molto ristretto di persone, causando ulteriori difficoltà in fase di rating: nel momento in cui questi titoli si fossero dimostrati ben più rischiosi di quanto motivato dal rating, la loro complicatezza sarebbe stata un motivo valido per l'errore di valutazione commesso.

## Capitolo 4

### Fallimento del sistema bancario

#### Lehman Brothers

Fondata nel 1850, Lehman Brothers Holdings<sup>29</sup> è una società di servizi finanziari globale. La sua attività comprende l'investment banking<sup>30</sup>, equity<sup>31</sup> e "vendite a reddito fisso"<sup>32</sup>, ricerche di mercato, trading, gestione degli investimenti<sup>33</sup>, private equity<sup>34</sup> e private banking<sup>35</sup>. È uno dei maggiori partecipanti al mercato dei titoli di stato statunitensi. Il 15 settembre 2008, la società ha annunciato l'intenzione di utilizzare il Capitolo 11<sup>36</sup>

---

<sup>29</sup> Lehman Brothers Holdings Inc, Mergent's Dividend Achievers, 23 April 2007, <https://doi.org/10.1002/div.5641>

<sup>30</sup> Attività quali l'emissione, la sottoscrizione e il collocamento di titoli sul mercato primario per conto di imprese o di enti pubblici.

<sup>31</sup> rappresenta il capitale contribuito da parte dei soci alla società.

<sup>32</sup> si riferisce a tutti gli strumenti finanziari dove i tassi di interesse sono fissati durante la sottoscrizione e tali rimangono per l'intera durata del titolo.

<sup>33</sup> è la gestione patrimoniale professionale di vari titoli, comprese partecipazioni, obbligazioni e altri beni, come immobili, al fine di soddisfare obiettivi di investimento specifici a vantaggio degli investitori

<sup>34</sup> è una sfera/categoria di investimenti finanziari mediante la quale un'entità apporta nuovi capitali una società target con l'acquisto di azioni e/o sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando nuovi capitali all'interno dell'obiettivo.

<sup>35</sup> è un termine anglosassone che si riferisce a una serie di servizi bancari e finanziari forniti a clienti privati di alto profilo e dotati di patrimoni importanti.

<sup>36</sup> "Questo capitolo del Codice Fallimentare prevede generalmente la riorganizzazione, di solito coinvolgendo una società o una società di persone. Un debitore del Chapter 11 propone solitamente un piano di riorganizzazione per mantenere in vita la propria attività e pagare i creditori nel tempo. Anche le persone in affari o gli individui possono avvalersi del capitolo 11", <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>

della legge fallimentare statunitense (procedure da eseguire in caso di fallimento) per dichiarare un debito bancario di 613 miliardi di dollari, un debito obbligazionario di 155 miliardi di dollari e un valore patrimoniale di 639 miliardi di dollari. Questo è il più grande caso di bancarotta nella storia americana. La società esiste ancora fino alla conclusione della procedura fallimentare.



La crisi dei mutui subprime<sup>37</sup>

Nell'agosto 2007, la società ha chiuso la sua banca di prestito subprime BNC Mortgage<sup>38</sup>, ha licenziato 1.200 dipendenti in 23 sedi, ha perso 25 milioni di dollari USA al netto delle tasse e ha ridotto l'avviamento di 27 milioni di dollari USA. Le pessime<sup>39</sup> condizioni di mercato nel settore dei mutui hanno portato a una sostanziale riduzione delle risorse e degli impegni nell'area dei subprime. Nel 2008, Lehman Brothers ha subito perdite<sup>40</sup> senza precedenti a causa della crisi dei mutui subprime in corso.

Questa perdita è chiaramente il risultato del mantenimento di ampie posizioni in mutui subprime e altri titoli a basso rating relativi alla cartolarizzazione di tali mutui, non è chiaro che Lehman Brothers lo abbia fatto perché non ha venduto affatto i suoi investimenti. I titoli in portafoglio sono ancora dovuti ad una consapevole decisione di detenere tali posizioni. Tuttavia, i titoli garantiti da ipoteca a basso rating hanno accumulato enormi perdite nel corso del 2008. Nel secondo trimestre, Lehman Brothers ha perso 2,8 miliardi di dollari ed è stata costretta a liquidare asset per 6<sup>41</sup> miliardi di dollari. Nella sola prima metà del 2008, il prezzo delle azioni di Lehman Brothers è sceso del 73%, mentre il mercato del credito ha continuato a crollare. Nell'agosto

<sup>37</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Lehman\\_Brothers#cite\\_note-nytimes-0914-42](https://it.wikipedia.org/wiki/Lehman_Brothers#cite_note-nytimes-0914-42)

<sup>38</sup> Società di mutui subprime della costa occidentale, precedentemente acquisita dalla Società Lehman Brothers

<sup>39</sup> Riportato da: "Mario Draghi, nell' Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale ed i suoi effetti, Un sistema con più regole, più capitale, più trasparenza, Audizione del Governatore della Banca D'Italia Mario Draghi, durante la Commissione 6<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Finanza e Tesoro)".

<sup>40</sup> Riportato da: "John Robert Stinespring, University of Tampa Brian T. Kench, University of Tampa, *EXPLAINING THE INTERBANK LOAN CRISIS OF 2008: A TEACHING NOTE*, Journal of Economics and Economic Education Research, Volume 10, Number 2, 2009

<sup>41</sup> Jenny Anderson, Eric Dash, *Struggling Lehman plans to lay off 1,500*, in *The New York Times*, 29 agosto 2008.

2008, Lehman Brothers ha annunciato l'intenzione di licenziare i propri dipendenti (1.500) del 6% prima della data di pubblicazione dei risultati del terzo trimestre di settembre. Già nel luglio 2008, la banca sarebbe fallita. Il 22 agosto 2008, a causa delle notizie secondo cui la Korea Development Bank, controllata dallo stato, stava prendendo in considerazione l'acquisizione della banca, il prezzo delle azioni di Lehman Brothers ha chiuso in rialzo del 5% (+16% in una settimana). Con la notizia che la Korea Development Bank "sta incontrando difficoltà nel soddisfare le autorità di regolamentazione e nell'attrarre partner per partecipare alla sua attività", la maggior parte di questi guadagni è stata rapidamente erosa. Tutto questo ha raggiunto il culmine il 9 settembre. Dopo la notizia che la società statale sudcoreana aveva accantonato l'operazione, il prezzo del titolo è sceso del 44,95% a 7,79 dollari Usa. Poiché il prezzo delle azioni Lehman Brothers è crollato della metà e l'indice S&P 500 è sceso del 3,4% il 9 settembre, la fiducia degli investitori ha continuato a essere erosa. A causa delle preoccupazioni degli investitori sulla forza delle banche, l'indice Dow Jones è sceso di 300 punti lo stesso giorno. Il Governo degli Stati Uniti non ha annunciato alcun piano di salvataggio della crisi finanziaria che coinvolga Lehman Brothers. Il 10 settembre 2008, Lehman Brothers ha annunciato una perdita di 3,9 miliardi di dollari e ha pianificato di liquidare la sua quota di maggioranza nella sua attività di gestione degli investimenti, tra cui Neuberger Berman<sup>42</sup>, con un calo del 7% del valore delle azioni. Dopo che Lehman Brothers ha inizialmente respinto qualsiasi richiesta sulla vendita della società e ha annunciato che stava cercando un acquirente, il prezzo delle azioni è sceso di un ulteriore 40% l'11 settembre 2008.

#### La bancarotta<sup>43</sup>

Il 13 settembre 2008, Timothy Geithner, allora Presidente della Federal Reserve Bank di New York, ha convocato una riunione per discutere il futuro di Lehman Brothers, compresa la possibilità di una liquidazione d'emergenza dei suoi beni. Lì, Lehman Brothers ha riferito di essere in trattative con Bank of America e Barclays sulla possibile vendita della società. Il 14 settembre 2008, il New York Times ha annunciato che Barclays aveva ritirato la sua offerta di acquisire tutte o parte delle azioni di Lehman Brothers, salvando la banca dal fallimento della liquidazione. I leader della più grande banca di Wall Street hanno continuato a incontrarsi per tutto il giorno per evitare che la banca fallisse rapidamente. Quando i regolatori federali si sono opposti alla richiesta della Bank of America che il Governo fosse interessato alla vendita, la presunta partecipazione alla Bank of America sembrava essere terminata. Sempre il 14 settembre 2008, il New York Times ha riferito che Lehman Brothers avrebbe fornito protezione in caso di fallimento per la sua società madre Lehman Brothers Holdings mantenendo la solvibilità delle sue controllate durante la procedura fallimentare. Un gruppo di società di Wall Street ha accettato di fornire capitale e assistenza finanziaria per la liquidazione ordinaria delle banche, mentre la Federal Reserve ha accettato di scambiare attività di bassa

---

<sup>42</sup> Ben White, *Lehman sees \$3.9 billion loss and plans to shed assets*, The New York Times, 10 settembre 2008, Joe Bel Bruno, *Lehman shares slip on plans to auction off unit, consider sale of company*, The Associated Press, 10 settembre 2008

<sup>43</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Lehman\\_Brothers#cite\\_note-nytimes-0914-42](https://it.wikipedia.org/wiki/Lehman_Brothers#cite_note-nytimes-0914-42)

qualità con prestiti governativi e altra assistenza. Da quando Drexel Burnham Lambert è fallita con l'accusa di frode 18 anni fa, il fallimento di Lehman Brothers diventerà il più grande fallimento di una banca di investimento. L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha tenuto una riunione speciale domenica 14 settembre 2008, consentendo agli operatori di mercato di coprire varie posizioni in derivati sulla base del fallimento di Lehman Brothers nello stesso giorno. Sebbene la domanda di fallimento sia stata presentata dopo la scadenza, molti commercianti hanno cercato di adempiere al contratto che si è concluso durante l'assemblea straordinaria. A New York, poco prima dell'una di notte del 15 settembre 2008, Lehman Brothers Holdings ha annunciato l'intenzione di avvalersi della protezione in caso di fallimento del Chapter 11, sebbene le sue controllate abbiano continuato a operare normalmente. L'Australian Securities Exchange (ASX) ha sospeso la consociata australiana di Lehman Brothers dalla partecipazione al mercato, ma dopo che la stanza di compensazione ha chiuso tutti i contratti con la società. Le azioni di Lehman Brothers sono crollate dell'80%<sup>44</sup> nella fase di preapertura della Borsa di New York. Il 15 settembre 2008, l'indice Dow Jones ha chiuso a 500 punti, il più grande calo dagli attacchi dell'11 settembre. La situazione al trading floor di Lehman quel giorno sembrava pessima: un terzo del personale di vendita era assente, tutti presenti con curriculum, pizza, birra e tequila. Nel Regno Unito, questa banca d'investimento è entrata nel processo di gestione del fallimento e PricewaterhouseCoopers è stata nominata amministratore. In data 16 settembre 2008, la filiale giapponese Lehman Brothers Japan Inc. e la sua controllante hanno chiesto al tribunale distrettuale di Tokyo di utilizzare il "Management Restructuring Act" in caso di crisi aziendale. Il fallimento di Lehman Brothers è il più grande fallimento nella storia del mondo. Lehman Brothers ha infatti superato il crollo del gruppo telefonico World.Com che è fallito nel 2002. Il debito di Lehman Brothers è di circa 613 miliardi di dollari. 26.000 dipendenti hanno perso il lavoro. Al momento del fallimento, Lehman Brothers aveva circa 6.000 dipendenti in Europa. Ci sono circa 140 dipendenti nella sede italiana, di cui 120 lavorano a Milano e i restanti 20 lavorano a Roma. Richard Fuld, un direttore di banca, ha a lungo presentato bilanci falsi e ha pagato 300.000 dollari a membri del Congresso e senatori statunitensi negli ultimi dieci anni per corromperli. Ora è stato oggetto di altri congressi. Indagine di membri. Il 6 marzo 2012, 1.268 giorni dopo il crollo, Lehman Brothers Holdings (Lehman Brothers Holdings), il gigante bancario fallito durante la crisi del 2008, ha lasciato poco dopo la liquidazione, lasciando il capitolo 11, che è 639 miliardi. del dollaro USA. La società iniziò a rimborsare i propri creditori il 17 aprile dell'anno successivo, chiudendo così il capitolo iniziato con il crollo di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 e l'inizio della crisi finanziaria globale. In questa fase sono stati stanziati circa 65 miliardi di dollari per i creditori e sono stati richiesti più di 300 miliardi di dollari. "Siamo orgogliosi di annunciare che Lehman Brothers si è ritirata dal capitolo 11 e ha iniziato a distribuire l'ultima parte dei fondi ai creditori", ha affermato John Soukho in una nota. Il tribunale fallimentare ha approvato il piano di rimborso nel dicembre dello scorso anno. Tra l'altro, il nuovo consiglio di amministrazione continua a condurre la liquidazione dei beni.

---

<sup>44</sup> <https://www.marketwatch.com>, FINANCIAL STOCKS Lehman falls 80% as firm readies bankruptcy filing



## Bank run<sup>45</sup>

Corsa agli sportelli si riferisce ad un gran numero di clienti di una banca che prelevano depositi in un breve periodo di tempo. Questo fenomeno è un fenomeno tipico della crisi finanziaria, che si manifesta come una generale sfiducia nella solidità degli istituti bancari o, più in generale, nella solidità del sistema economico. Se un gran numero di clienti si ritira in un breve lasso di tempo, la banca andrà incontro a una crisi di liquidità: infatti, a seconda della natura dell'istituto di credito, è impossibile rimborsare integralmente e puntualmente i risparmi. Allo stesso tempo, tutti i depositanti. Il motivo è che le banche conservano solo una piccola parte dei loro depositi interni e utilizzano il resto per altre attività, come fornire mutui o credito e investire in azioni o obbligazioni. Pertanto, il sistema bancario si basa sulla fiducia degli investitori e, una volta fallito, innescherà un circolo vizioso e causerà l'insolvenza delle Istituzioni competenti. La liquidazione della banca crea esternalità negative per tutti i suoi clienti collegati (incluse famiglie e imprese). Inoltre, la natura altamente interconnessa del moderno sistema finanziario ha portato il rischio di panico che porta alla crisi dell'intero settore bancario e si estende all'intero sistema economico. In questo caso è necessario che la banca centrale intervenga attraverso garanzie dirette o prestiti alle Istituzioni più gravemente in crisi. Il panico bancario si

---

<sup>45</sup> <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/bank-run-corsa-agli-sportelli/>

verifica sempre dopo un periodo di espansione del credito e, in alcuni casi, la bolla è scoppiata causata dall'espansione stessa. Per evitare le corse agli sportelli, esistono altre due soluzioni istituzionali alternative: un sistema che garantisca liquidità quando necessario, fungendo da prestatore di ultima istanza, o stipulando un'assicurazione sui depositi, il cui scopo è mantenere la stabilità e la fiducia del pubblico nelle finanze sistema. In questo caso, ogni banca deve pagare una certa commissione a un fondo speciale e, in caso di fallimento, il fondo verrà rilevato dal depositante. Al fine di evitare la socializzazione del rischio a vantaggio delle banche più rischiose o per incentivare una maggiore assunzione di rischi, la commissione pagata da ciascuna banca dovrebbe essere proporzionale all'ammontare dei depositi e al rischio dato dal mercato. Un altro grave pericolo nei mercati finanziari associato alle corse agli sportelli<sup>46</sup> deriva dalla loro potenziale natura sistemica. Infatti, l'interconnessione sempre più stretta del sistema finanziario contemporaneo tende a trasformare la crisi delle singole banche nella crisi dell'intero sistema bancario, e spesso mette direttamente in discussione la banca centrale. Per evitare una serie di fallimenti di catena, l'intera infrastruttura del mercato del credito deve essere costantemente intervenire sotto forma di garanzie dirette e prestiti a beneficio delle banche che hanno vissuto la crisi per evitare l'allargamento della macchia d'olio del fallimento.

## Conseguenze economiche

Le conseguenze economiche<sup>47</sup> del panico bancario comportano difficoltà nell'ottenere credito, perdita di fondi di investimento e inaccessibilità dei depositi. Altri fenomeni sono l'iperinflazione, se si sceglie di fornire liquidità illimitata senza interrompere i pagamenti del credito, restringere i flussi di capitali, prelievi obbligatori dai conti correnti, e prezzi obbligatori dei titoli di debito utilizzati per pagare stipendi e pensioni del settore pubblico, seguiti dal settore privato. La legge di procedura civile disciplina il sequestro del credito e il pignoramento di terzi. In quanto soggetti di diritto privato, le banche non trarranno vantaggio dal non allegare pubblicità al credito. I creditori della banca possono avanzare pretese nei confronti dei debitori dell'istituto fallimentare.

I creditori possono scegliere di mantenere i debiti del piano di ammortamento originario, oppure utilizzare il pignoramento ipotecario come garanzia per richiedere la restituzione di tutto il capitale. Se l'istituto si fonde con un altro prestatore, l'acquirente subentra come mutuatario e il titolare del mutuo avrà lo stesso piano di ammortamento e pagherà la rata a un'altra società. John Maynard Keynes e altri economisti hanno sottolineato che i fallimenti bancari su larga scala negli anni '30 hanno portato a una significativa riduzione dell'offerta di moneta, e la maggior parte della massa monetaria è entrata in circolazione sotto forma di prestiti bancari. Con

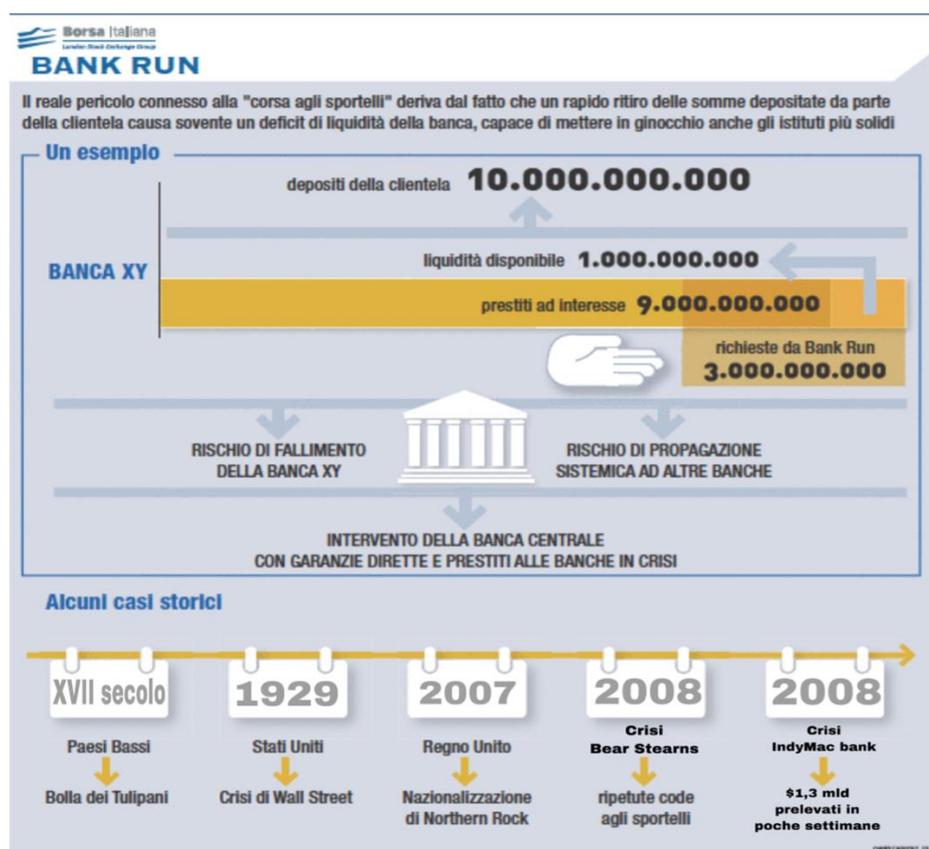
---

<sup>46</sup> Fonte <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bankrun137.htm>

<sup>47</sup> Fonte

[https://it.wikipedia.org/wiki/Panico\\_bancario#:~:text=Il%20panico%20bancario%20\(anche%20corsa,che%20la%20banca%20diventi%20insolvente.](https://it.wikipedia.org/wiki/Panico_bancario#:~:text=Il%20panico%20bancario%20(anche%20corsa,che%20la%20banca%20diventi%20insolvente.)

l'offerta, l'inventario e la piena occupazione, manca la liquidità necessaria per finanziare i salari dei lavoratori e la domanda di beni di consumo.



Fonte: Borsa Italiana

## Povertà e disoccupazione<sup>48</sup>

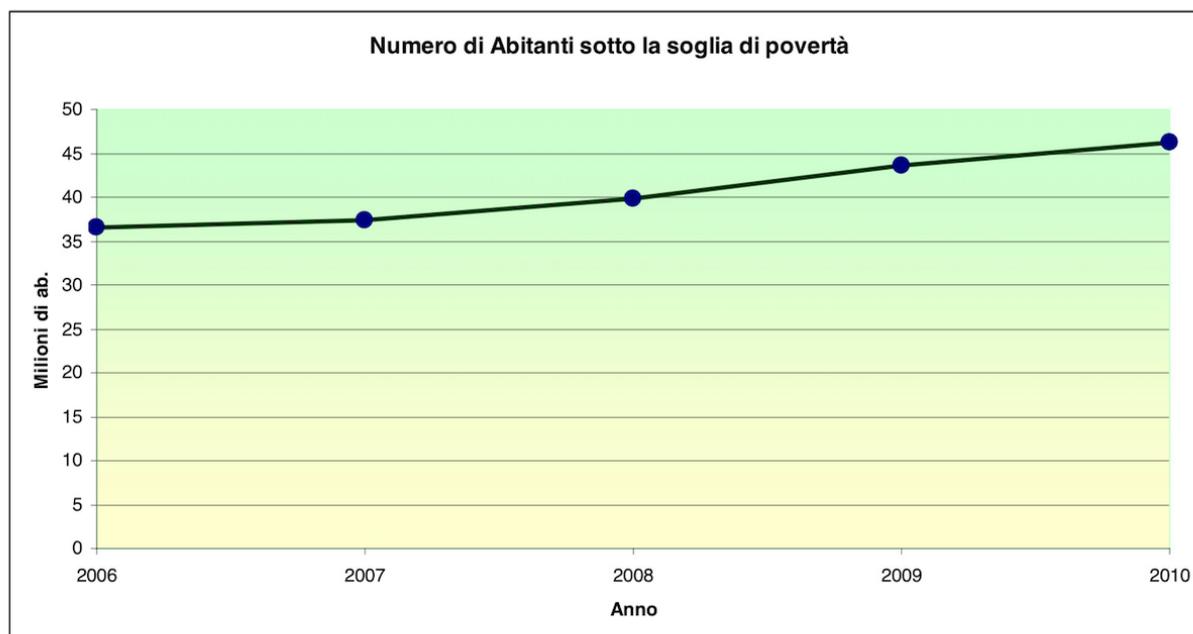
Da quando sono disponibili le statistiche, cioè dal 1948, la Grande Recessione ha causato il maggior numero di disoccupazione di lunga durata. Più di 4 milioni di americani sono disoccupati da più di 12 mesi. Sebbene il tasso ufficiale di disoccupazione sia in calo, questo apparente miglioramento è in gran parte dovuto al fatto che molti adulti hanno rinunciato a cercare lavoro. Dalla fine della crisi nel giugno 2009, l'indicatore più importante della performance economica basata sul lavoro, il rapporto tra il numero di occupati e il numero di adulti in età lavorativa, è migliorato solo leggermente. Il conseguente aumento della disoccupazione ha esacerbato un antico problema sociale negli Stati Uniti: la povertà. Molti americani sono già poveri. Nel 2010, circa 46,2 milioni di americani vivevano in povertà, pari a circa il 15,1% della popolazione americana. Sebbene la crisi sia tecnicamente superata, questo numero dovrebbe aumentare ulteriormente. Tra l'anno prima dell'inizio della crisi (2006) e il 2010, la percentuale dei poveri<sup>49</sup> negli Stati Uniti è aumentata del 27%. Nello

<sup>48</sup> Tratto da: "Enrico Marescotti, La povertà negli Stati Uniti della Grande Recessione, Quadrante Futuro, Un progetto a cura del Centro Einaudi con la collaborazione di Ersel" <https://www.quadrantefuturo.it/congiuntura/la-povertà-negli-stati-uniti-della-grande-recessione.html>

<sup>49</sup> Dati presi da: "The Employment Situation: December 2008"

stesso periodo (2006-2010), la popolazione totale degli Stati Uniti è cresciuta di meno del 3,3%. Oggi, una famiglia su cinque negli Stati Uniti ha un reddito annuo inferiore a \$ 15.000. Dal 2006, la stima ufficiale dello stato della popolazione povera è in aumento ogni anno.

## Stima della popolazione in condizione di povertà negli Stati Uniti

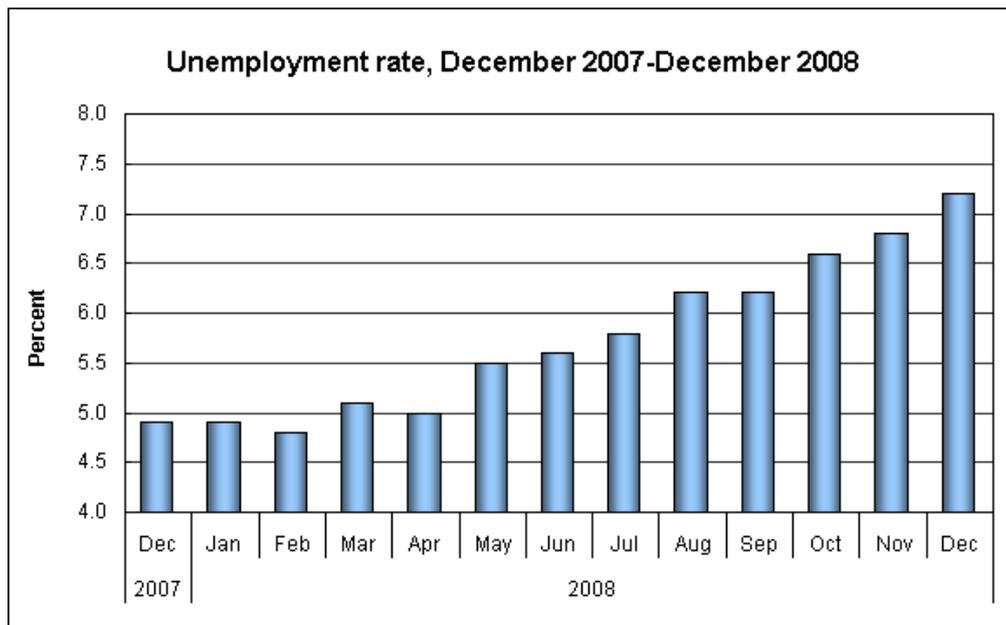


Fonte: USA Census Bureau, 2011

I livelli

di povertà continueranno ad aumentare perché, anche se la recessione economica è tecnicamente finita, continua a costringere il Governo statale a tagliare i bilanci e i pagamenti sociali, rendendo difficile la creazione di nuovi posti di lavoro di alta qualità. L'unicità della Grande Recessione non è solo l'alto tasso di disoccupazione, ma anche la lunga durata della disoccupazione, che milioni di americani devono sperimentare in prima persona. Un gran numero di questi disoccupati di lunga durata non sa quando il mercato del lavoro sarà in grado di assorbirli nuovamente. Molte persone che una volta avevano lavori ben retribuiti saranno costrette ad accettare lavori di basso livello, cadendo a volte in un circolo vizioso di povertà. Dal 2006 (l'anno prima dell'inizio della Grande Recessione), il numero di persone che vivono in povertà è aumentato ogni anno. Nel 2006, il tasso<sup>50</sup> di crescita del PIL reale degli Stati Uniti è stato del 2,9% e il tasso di disoccupazione è recentemente sceso a 4,6, il livello più basso dal 2000. La povertà tende ad aumentare. Durante la recessione, fino a un anno o più dopo la loro fine. In altre parole, anche se l'economia si riprenderà, il tasso di povertà continuerà a crescere in momenti diversi.

<sup>50</sup> U.S. Bureau of Economic Analysis, Real Gross Domestic Product [GDPC1], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>



## Capitolo 5

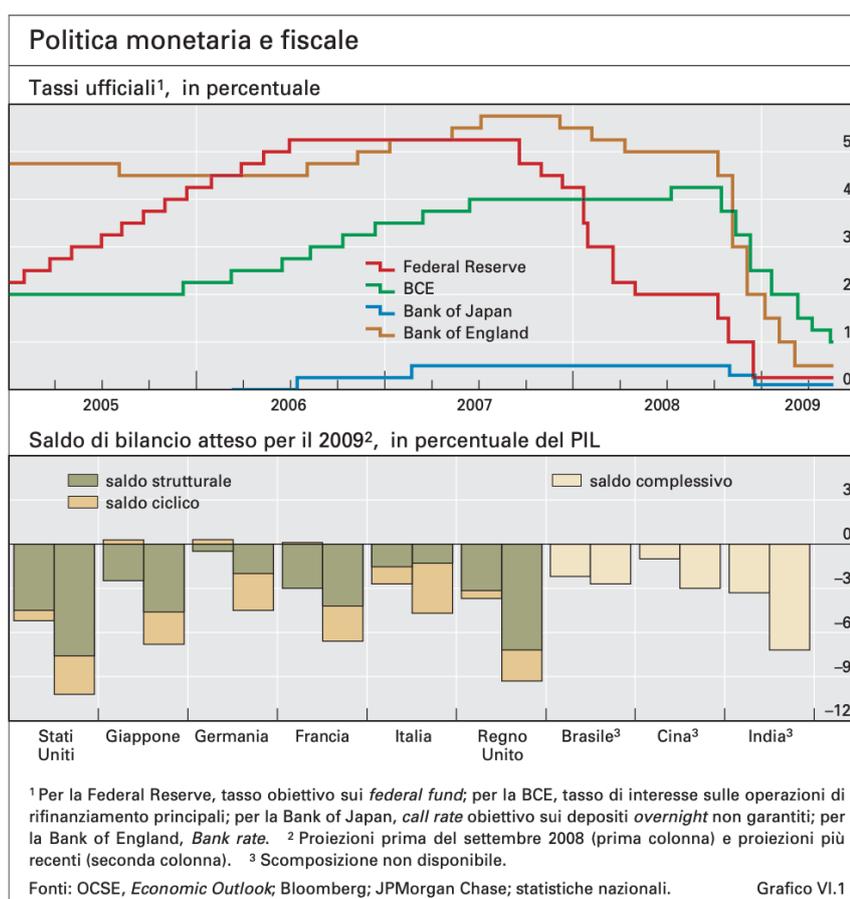
### Reazione alla Crisi

#### Banche mondiali

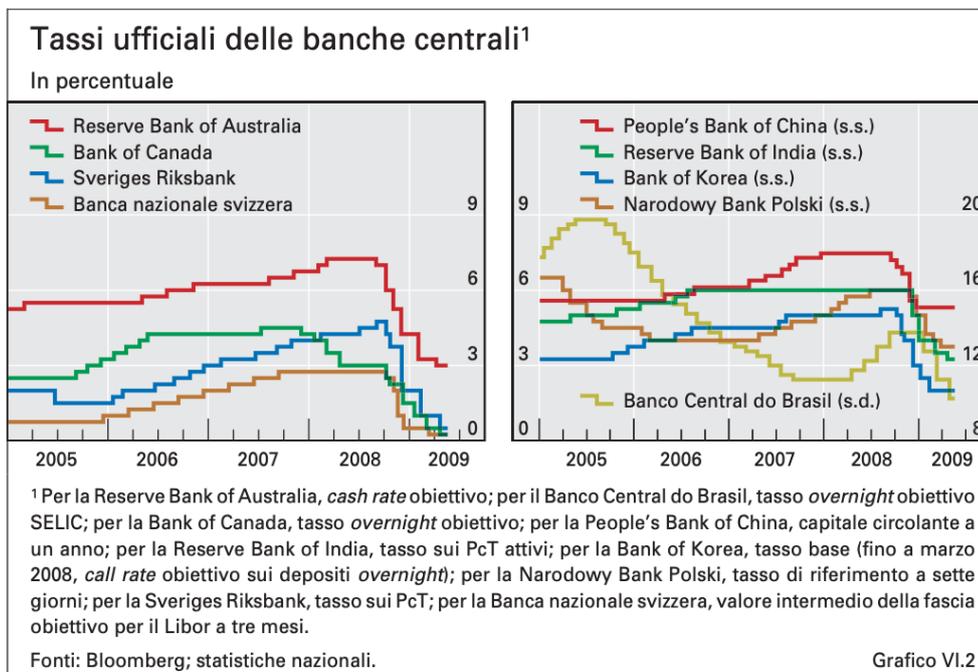
L'intensificarsi della crisi finanziaria globale nel settembre 2008 e la successiva improvvisa contrazione dell'economia mondiale hanno innescato una risposta senza precedenti da parte delle autorità competenti. Le banche<sup>51</sup> centrali di tutto il mondo hanno drasticamente abbassato i propri tassi di interesse di policy, scendendo in molti casi a livelli prossimi allo zero. In circostanze normali, avrà un potente effetto di stimolo sulle attività economiche, ma lo stato disfunzionale del sistema finanziario ha gravemente indebolito l'effetto dei tagli dei tassi di interesse. Devono essere utilizzate misure aggiuntive. Inizialmente, il Governo ha cercato di attuare un piano di salvataggio delle banche, che è stato divulgato nell'ultimo trimestre del 2008. Questi piani erano inefficaci nella stabilizzazione del sistema finanziario, quindi il Governo è stato costretto a modificare le condizioni e ad ampliare la loro portata. Alla fine dello stesso anno, divenne sempre più chiaro che né le misure di politica monetaria né i piani di salvataggio erano sufficienti per prevenire una forte contrazione dell'economia reale. Pertanto, le autorità hanno adottato misure di stimolo fiscale su vasta scala per sostenere la domanda aggregata. A metà del 2008, sullo sfondo delle turbolenze finanziarie, la banca centrale ha dovuto affrontare il duplice problema del rallentamento della crescita economica e dell'inflazione persistentemente elevata. Il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre, seguito da mercati del credito

<sup>51</sup> Da BRI 79esima relazione annuale

estremamente rigidi per diverse settimane, una minaccia incombente alla stabilità delle principali Istituzioni finanziarie e una forte opposizione all'attività economica, ha segnato un punto di svolta nella politica economica, mondiale e monetaria. L'8 ottobre, con l'annuncio ufficiale dei tagli simultanei dei tassi di interesse, le sei principali banche centrali hanno avviato per la prima volta nella storia una serie di interventi coordinati sui tassi di interesse. Anche altre banche centrali di tutto il mondo hanno iniziato a tagliare rapidamente i tassi di interesse. A fine maggio 2009, la Federal Reserve, la Bank of Japan, la Bank of England, la Bank of Canada, la Sveriges Riksbank e la Swiss National Bank avevano ridotto il tasso di interesse a un livello prossimo allo zero. Da settembre 2008 a maggio 2009 la Banca Centrale Europea ha ridotto di 31,4 punti percentuali il tasso di interesse per le sue principali operazioni di rifinanziamento, ancora lontano dalla soglia dello zero. Tuttavia, dalla fine del 2008, l'adeguata offerta di riserve della banca centrale ha spinto il tasso di interesse overnight al tasso di deposito della Banca centrale europea, quindi non è lontano dallo zero.



Non tutte le banche centrali hanno margini di manovra per abbassare i tassi ufficiali. Nonostante il calo dell'inflazione e il deterioramento dell'economia reale, la fuga di capitali ha costretto le autorità monetarie di Islanda, Russia e Ungheria ad inasprire le proprie politiche alla fine del 2008, nonostante la graduale riduzione dei tassi di interesse nei mesi successivi.



Sebbene la politica monetaria sia stata allentata rapidamente e in modo significativo dopo il fallimento di Lehman Brothers, i limiti della politica dei tassi di interesse erano più evidenti in molti paesi. Le tensioni sui mercati finanziari e l'aumento dei premi per il rischio di credito e di liquidità hanno danneggiato il meccanismo di trasmissione. Le banche generalmente trasferiscono alla clientela il calo dei costi di rifinanziamento, ma hanno anche sostanzialmente inasprito gli standard creditizi, che hanno compensato l'impatto dei tagli ufficiali dei tassi di interesse sulla situazione finanziaria complessiva. Poiché in molti paesi i tassi di interesse ufficiali hanno raggiunto livelli storicamente bassi, la soglia zero per i tassi di interesse nominali è diventata un limite vincolante, ostacolando l'applicazione delle regole di politica monetaria, negativo in molte economie avanzate valore. Inoltre, varie considerazioni hanno indotto la banca centrale ad astenersi dal tagliare ulteriormente i tassi di interesse dopo aver abbassato i tassi di interesse a un livello leggermente superiore allo zero. Di solito basso, anche se il tasso di interesse del mercato monetario è ancora positivo, il tasso di interesse sui depositi bancari può scendere a zero. Se ciò accade, ulteriori cali dei tassi di mercato non possono essere trasferiti a famiglie e imprese, perché le banche devono mantenere un certo margine di profitto tra i tassi attivi per mantenere la redditività. Allo stesso modo, se i tassi di interesse scendono a un certo livello, anche i fondi comuni di investimento del mercato monetario possono smettere di realizzare profitti. In questo contesto, molte banche centrali hanno adottato ulteriori misure per migliorare il funzionamento dei mercati del credito e allentare le condizioni finanziarie. Al giorno d'oggi, l'attuazione della politica monetaria viene solitamente effettuata con l'aiuto di obiettivi di tasso di interesse a brevissimo termine. Questo metodo si basa su due elementi principali: il tasso chiave (tasso ufficiale)<sup>52</sup> viene annunciato per segnalare l'indirizzo della valuta desiderata. Per operazione di gestione della liquidità ampia si intendono le operazioni che interessano tutti gli

<sup>52</sup> Il tasso ufficiale può assumere la forma di un tasso direttamente manovrato dalla banca centrale con le sue operazioni, come il tasso minimo di offerta della BCE, o può semplicemente rappresentare l'obiettivo annunciato per un tasso di mercato, come il tasso obiettivo sui federal fund della Federal Reserve.

aspetti del quadro operativo, inclusi il periodo, il prezzo e i requisiti di garanzia della liquidità della banca centrale, seguendo la direzione perseguita, mantenendo il tasso di interesse di mercato di riferimento coerente con il tasso di interesse ufficiale. In generale, le operazioni di gestione della liquidità sono progettate e attuate in modo da garantire che agiscano solo in conformità a specifici tassi di interesse di mercato selezionati. In questo modo, svolgono funzioni di supporto senza incidere o avere rilevanza informativa per scopi orientati alla politica monetaria. Tuttavia, oltre all'influenza dei tassi di interesse ufficiali, le operazioni di gestione della liquidità possono essere utilizzate anche per influenzare deliberatamente alcuni elementi del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, come i prezzi delle attività, i rendimenti e le condizioni di finanziamento. In questo senso, le operazioni di liquidità non svolgono più un ruolo puramente passivo, ma diventano parte integrante dell'orientamento monetario complessivo. Nello specifico, gli interventi possono essere suddivisi in tre categorie in base ai loro obiettivi immediati. La prima categoria comprende misure volte a garantire che i tassi di interesse di mercato siano coerenti con i tassi di interesse ufficiali, la seconda categoria comprende misure volte ad allentare le tensioni nel mercato interbancario all'ingrosso e la terza categoria è progettata per supportare specifici mercati del credito, in particolare non bancari mercati del credito. Misure e alleggerimento delle condizioni finanziarie più in generale. Per specifici collegamenti del meccanismo di trasmissione, oltre al tradizionale obiettivo di tasso di interesse, gli ultimi due tipi di operazioni rientrano nell'ambito delle operazioni di bilancio. Per la prima categoria, il risultato del perseguimento degli obiettivi di tasso di interesse è principalmente quello di fornire riserve in modo più flessibile in quantità e frequenza per far fronte alla crescente instabilità della domanda. Al fine di ancorare i tassi di interesse a breve termine su obiettivi ufficiali, la Bank of England e la Federal Reserve hanno inoltre ridotto l'ampiezza del corridoio effettivo per i tassi overnight e modificato le iniziative applicabili alle operazioni di fine giornata utilizzabili dalle controparti. Allo stesso tempo, le banche centrali devono rafforzare la loro capacità di assorbire le riserve in eccesso per neutralizzare l'impatto di una forte espansione sui tassi di interesse overnight. Come si evince dalla composizione delle passività della banca centrale, questa strategia è stata attuata in vari modi. La Banca d'Inghilterra e la Banca nazionale svizzera hanno iniziato a emettere titoli, la Banca centrale europea e la Banca centrale australiana hanno accettato sempre più depositi fruttiferi e la Federal Reserve ha ricevuto più depositi dal Ministero delle finanze e ha iniziato a pagare interessi su riserve. La seconda serie di misure ha avuto particolare rilievo nelle prime due fasi della crisi, mirava a ridurre la diffusione del mercato interbancario a termine ed era considerata un indicatore della tensione in questo segmento di mercato di base. Questo obiettivo è stato raggiunto direttamente fornendo più prestiti a termine per sopperire alla carenza di offerta sul mercato, e indirettamente raggiunto questo obiettivo rimuovendo le barriere alla regolare allocazione delle riserve nel sistema e garantendo l'accesso al finanziamento della banca centrale. A tal fine, ampliando il perimetro delle garanzie qualificate e delle controparti qualificate, estendendo il periodo delle operazioni di rifinanziamento e stabilendo linee di swap tra banche centrali, sono state allentate le condizioni per la costituzione di riserve per allentare la pressione finanziaria sui mercati esteri, in particolare il mercato del dollaro USA. Il terzo tipo di misure di risposta è diventato più importante con l'intensificarsi delle turbolenze finanziarie, con l'obiettivo di alleviare direttamente la stretta creditizia nel settore non bancario e di alleviare più in generale il contesto

finanziario. Le misure più importanti includono la fornitura di fondi al settore non bancario per sostenere la liquidità e ridurre gli spread di rischio in mercati specifici, come la carta commerciale, i titoli garantiti da attività e le obbligazioni societarie e gli acquisti diretti di titoli del settore pubblico per incidere sui rendimenti del benchmark. generalmente. Nell'ambito di un'azione volta a ridurre il rischio di deflazione e ad alleggerire il contesto monetario complessivo, la Banca nazionale svizzera ha intrapreso un'azione degna di nota per intervenire sul mercato dei cambi in risposta alla pressione al rialzo sul franco svizzero. La Banca centrale europea ha adottato due misure l'8 e il 15 ottobre e ha annunciato una serie di importanti adeguamenti al proprio funzionamento di politica monetaria. In particolare, restringere il corridoio di politica monetaria a cento punti base, simmetricamente attorno al tasso di interesse di riferimento del sistema euro. In questo modo, l'onere per l'ottenimento di linee di prestito marginale (4,25%) e depositi a vista (3,25%) è relativamente contenuto per la controparte. Inoltre, è stato annunciato che tutte le operazioni sarebbero state condotte attraverso un'asta a tasso fisso pari al tasso di interesse ufficiale del sistema euro, e l'importo richiesto sarebbe stato assegnato per intero. Inoltre, a partire da novembre, sono state annunciate nei prossimi mesi altre quattro operazioni semestrali, una nuova operazione trimestrale e un mese di rinnovo.

### Le modifiche nell'assetto operativo della politica monetaria<sup>53</sup>

Le tipologie di garanzie utilizzabili per le operazioni di politica monetaria sono state ampliate e comprendono ora le obbligazioni emesse nell'Eurozona denominate in dollari USA, sterline inglesi e yen giapponesi. Saranno inoltre accettati prestiti bancari emessi nell'ambito dell'ordinamento giuridico britannico. La soglia minima di rating per incorporare garanzie nelle operazioni della banca centrale è stata ridotta a tre B- (BBB-); questa regola non si applica agli ABS. I depositi vincolati nel sistema dell'euro possono essere utilizzati anche come garanzia per operazioni di rifinanziamento. Ogni settimana verranno lanciate operazioni di cambio valuta, che prevedono la vendita di dollari statunitensi e franchi svizzeri all'euro. Infine, al fine di ampliare la partecipazione alle operazioni di fine tuning, in modo da favorire l'ottenimento di liquidità anche da parte delle controparti più piccole, dal 6 ottobre a queste operazioni possono partecipare tutte le controparti delle operazioni di politica monetaria, non una sola. è stato fino ad ora. Come riportato nel comunicato stampa della Banca Centrale Europea, tale struttura sarà mantenuta ove necessario, in ogni caso almeno fino al 20 gennaio 2009, termine del periodo di mantenimento di fine anno. Le misure collaterali proseguiranno fino alla fine del 2009.

---

<sup>53</sup> Riportato da: "Mario Draghi, nell' Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale ed i suoi effetti, Un sistema con più regole, più capitale, più trasparenza, Audizione del Governatore della Banca D'Italia Mario Draghi, durante la Commissione 6<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Finanza e Tesoro)"

## Governo

La risposta di emergenza alla crisi era inizialmente di natura puramente nazionale. Ciò può essere spiegato, e in una certa misura, è inevitabile perché i casi più gravi e difficili si verificano in tempi diversi, caratteristiche diverse, stretti legami con la struttura finanziaria locale e partecipazione di risorse pubbliche sotto il controllo del Governo nazionale. Di fronte all'aggravarsi della crisi, la necessità di ricapitalizzazione del sistema bancario è diventata più urgente, è più difficile chiedere aiuto al capitale privato. L'intervento diretto dello Stato è diventato inevitabile. I veri e propri fallimenti delle Istituzioni finanziarie sono sempre più frequenti, prima negli Stati Uniti e poi in Europa. Negli Stati Uniti, gli interventi di stabilizzazione comportano fusioni aziendali, solitamente con intervento o garanzie da parte del Dipartimento del Tesoro e della Federal Reserve, imprese sponsorizzate dal Governo (GSE) Fannie Mae e Freddie Mac, e salvataggi della compagnia assicurativa AIG, e infine approvati da Congresso a sostegno finanziario. Il piano globale dell'organizzazione prevede sovvenzioni per oltre 700 miliardi di dollari USA. In risposta alla Grande Recessione, sono stati aumentati i finanziamenti del Federal Package Plan (ARRA)<sup>54</sup> del 2009; inoltre, i requisiti di ammissibilità del reddito sono stati allentati e gli stati possono applicare regole più rilassate per determinare l'ammissibilità del programma iniziale. Un'altra importante misura di welfare (forse la forma di assistenza più ovvia durante la recessione) è l'assicurazione contro la disoccupazione (UI). Negli Stati Uniti si può far risalire al New Deal di Franklin Roosevelt, che sostituì parte dei salari dei disoccupati, di solito fino a 26 settimane. La responsabilità di questo programma è condivisa dal Governo federale (che sostiene i costi amministrativi) e dallo stato che gestisce il pagamento effettivo da parte dell'individuo. Il finanziamento del sussidio proviene principalmente dall'imposta sui salari del datore di lavoro, che viene calcolata in base alla sua storia lavorativa: più un dipendente utilizza i benefici dell'UI, maggiore è il carico fiscale che il datore di lavoro deve sostenere. Se il sistema degli ammortizzatori sociali perdesse il sostegno che ha ricevuto finora, la situazione potrebbe peggiorare. Tuttavia, l'amministrazione Obama non è rimasta a guardare.

Già nel 2009 ha approvato un piano di stimolo per estendere l'assicurazione sanitaria ai bambini delle famiglie più povere e tagliare le tasse per i lavoratori a basso reddito, il che potrebbe aiutare a mitigare gli effetti più negativi. Inoltre, ha rafforzato una serie di programmi di eliminazione della povertà, quasi tutti già esistenti, che ora sono minacciati da una riduzione delle entrate fiscali federali, che ha portato a tagli di bilancio negli Stati Uniti. Tra questi, il più importante è SNAP, un programma federale che consente alle persone a basso reddito di acquistare cibo attraverso l'uso di carte elettroniche. Questo è il più grande programma di nutrizione sociale negli Stati Uniti. La carta viene utilizzata come carta di debito e il titolare della carta può utilizzare la carta solo per acquistare cibo di base. Per la prima volta nella storia, più di 40 milioni di persone utilizzano di

---

<sup>54</sup> Congresso degli Stati Uniti. " HR 1 - American Recovery and Reinvestment Act del 2009" <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/1/text>

recente i vantaggi SNAP. Circa un americano su otto ha beneficiato di questo programma di sostegno alimentare. Nel solo 2012, l'USDA spenderà circa 73,5 miliardi di dollari per supportare SNAP. In considerazione dell'alto tasso di disoccupazione<sup>55</sup>, il numero di persone che percepiscono i sussidi è aumentato in modo significativo. All'inizio del 2007, circa 2,5 milioni di americani hanno ricevuto pagamenti dall'interfaccia utente. Questo numero è cresciuto fino a raggiungere la cifra di 6,6 milioni a metà del 2009. Alla fine del 2010, poco più di 4 milioni di disoccupati ricevevano sussidi e si stima che entro il 2012 saranno circa 6 milioni. Barack Obama è diventato il 44esimo Presidente. Americano. Si è impegnato a fare della risoluzione della crisi economica una priorità per il suo Governo. Ha scelto la squadra economica e ha istituito una nuova commissione temporanea per affrontare la situazione senza precedenti. Obama ha firmato un piano<sup>56</sup> di stimolo da 787 miliardi di dollari per trasformarlo in legge. La misura è quella di sostenere importanti settori dell'economia statunitense, tra cui l'energia e la sanità. Il segretario al Tesoro Timothy Geithner ha annunciato che spera di condurre uno "stress test" su 19 importanti banche statunitensi per determinare la loro salute e resistenza a una possibile crisi prolungata. La decisione è stata presa nell'ambito del "Programma di stabilità finanziaria", alcuni dei quali erano rappresentati dal "Programma di investimento pubblico-privato" e dal "Term Asset-Backed Securities Lending Facility".

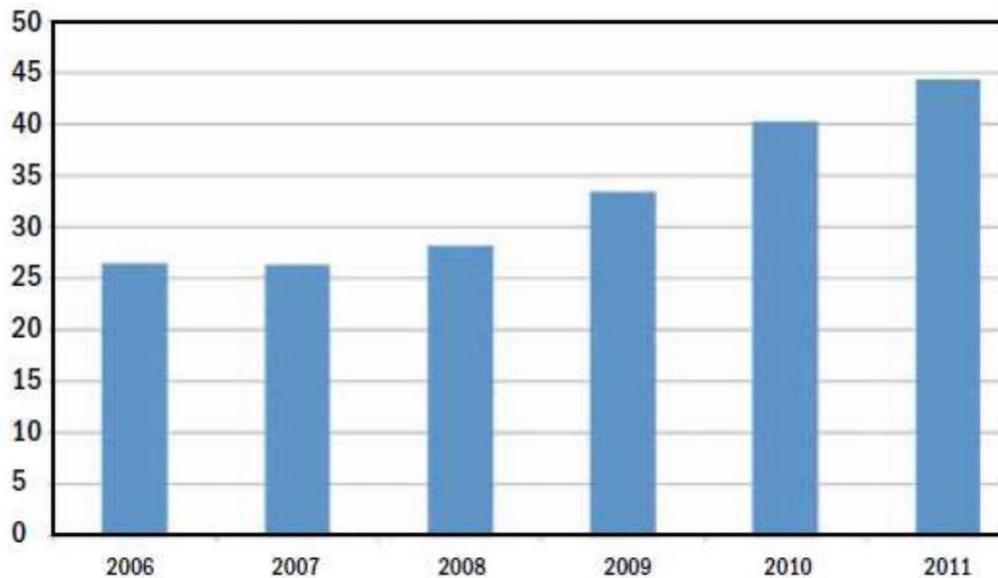
L'acquisto di azioni privilegiate nell'ambito del piano (altre operazioni simili saranno effettuato nei prossimi mesi). La Federal Reserve ha annunciato di aver raggiunto un accordo di swap line con la Banca d'Inghilterra, la Banca centrale europea, la Banca del Giappone e la Banca nazionale svizzera per aiutare il Washington Institute a garantire liquidità alle Istituzioni finanziarie statunitensi.

---

<sup>55</sup> Ufficio di statistica del lavoro degli Stati Uniti. " Disoccupazione nel novembre 2009"  
[https://www.bls.gov/opub/ted/2009/ted\\_20091208.html](https://www.bls.gov/opub/ted/2009/ted_20091208.html)

<sup>56</sup> Riportato da: "Mauro F. Guillén Director of the Lauder Institute, guillen@wharton.upenn.edu, in The Global Economic & Financial Crisis: A Timeline, Wharton Arts and Science University of Pennsylvania.

## Beneficiari del programma SNAP (in milioni), 2006-2011



Nota: Il beneficio medio mensile SNAP nel 2012 sarà di \$ 133,84 a persona e \$ 283,96 a unità abitativa di proprietà.

Fonte: US Department of Agriculture

### Federal Reserve System

Il 6 ottobre, la Federal Reserve ha concesso alle banche prestiti a breve termine per 900 miliardi di dollari. Il giorno successivo, ha annunciato un piano per fornire circa 1,3 trilioni di dollari in prestiti a società al di fuori del settore finanziario. Il 10 ottobre, l'indice Dow Jones ha chiuso la sua settimana peggiore della sua storia, salendo del 22,1%. L'11 ottobre i leader del Gruppo dei Sette si sono riuniti a Washington e hanno concordato sulla necessità di una risposta globale alla crisi, ma non hanno deciso su un piano specifico. Lo stesso concetto è stato ribadito al summit finanziario tenutosi a Washington il 14 novembre, considerato il secondo sistema di Bretton Woods, sottolineando di non cedere alla tentazione del protezionismo. Il Presidente della Federal Reserve Ben Bernanke ha spiegato nell'audizione semestrale al Congresso che la crisi si sta attenuando e ha sottolineato che "gli investitori stanno tornando al mercato del credito". Questo mese, altri indicatori macroeconomici indicano che la recessione iniziata nel dicembre 2007 sta per finire. Nelle settimane

successive alla crisi, nel contesto di un significativo deterioramento<sup>57</sup> della situazione di liquidità dei principali sistemi bancari, il sistema euro, la Federal Reserve e le principali banche centrali hanno adottato diverse misure per sostenere le esigenze di liquidità del sistema bancario. Tra queste vi sono modifiche al quadro operativo di politica monetaria, volte a fornire condizioni più favorevoli al rifinanziamento del sistema bancario, all'aumento della quota di allocazione nelle operazioni di mercato aperto, alla riduzione della penale per i prestiti finali e all'ampliamento del perimetro delle garanzie disponibili. A partire da settembre, la Fed ha operato una serie di aggiustamenti al quadro operativo di politica monetaria e ha integrato gli assetti dei mesi precedenti. In particolare, tali innovazioni considerano principalmente l'ampliamento delle garanzie utilizzabili per le principali linee di credito a sconto. Lo strumento è stato lanciato nella primavera del 2008 e consente alle controparti di mercato aperto di ottenere fondi della banca centrale su base bilaterale a un tasso di interesse fisso di 25 punti base superiore al tasso obiettivo di politica monetaria. Contestualmente è stato avviato un programma di aste di opzioni<sup>58</sup>, la cui attuazione ha consentito l'accesso ad un programma di swap di titoli, operativo dai primi mesi del 2008, denominato TSLF (Term Securities Lending Facility)<sup>59</sup>. La finalità del piano di emissione delle opzioni è quella di consentire alle controparti di ottenere garanzie a fronte di attività illiquide in determinati momenti di tensione, soprattutto alla fine del trimestre.

Come parte della politica di estensione della garanzia, la Federal Reserve ha annunciato il lancio di un programma chiamato Commercial Paper Financing Facility (CPFF)<sup>60</sup> il 7 ottobre. Quest'ultimo prevede che la Federal Reserve acquisti carta commerciale statunitense di alto rating (inclusa la carta commerciale garantita da attività) attraverso uno strumento appositamente autorizzato, l'importo massimo per ciascun emittente. La Federal Reserve finanzia lo strumento al tasso obiettivo dei fondi federali per consentire l'acquisto di titoli. La finestra temporale per la presentazione del CP di rifinanziamento è il 30 aprile 2009.

---

<sup>57</sup> Riportato da: "Mario Draghi, nell' Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale ed i suoi effetti, Un sistema con più regole, più capitale, più trasparenza, Audizione del Governatore della Banca D'Italia Mario Draghi, durante la Commissione 6<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Finanza e Tesoro)"

<sup>58</sup> Riportato da: "Mario Draghi, nell' Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale ed i suoi effetti, Un sistema con più regole, più capitale, più trasparenza, Audizione del Governatore della Banca D'Italia Mario Draghi, durante la Commissione 6<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Finanza e Tesoro)"

<sup>59</sup> Tale programma include anche titoli obbligazionari con *rating investment grade* e cartolarizzazioni di mutui. Una misura analoga è stata peraltro adottata nel Regno Unito dalla Bank of England sempre nella prima metà del 2008

<sup>60</sup> Il Commercial Paper Funding Facility era un sistema creato dal Federal Reserve Board degli Stati Uniti durante la crisi finanziaria del 2007-2008 per migliorare la liquidità nei mercati del finanziamento a breve termine

## Conclusioni

La Grande Depressione è stata sicuramente una delle crisi che hanno colpito più duramente i mercati prima americani e poi mondiali, seconda forse solo alla recente pandemia mondiale causata dalla malattia SARS-COVID19. Come per ogni evento negativo della storia umana, la crisi non è semplicemente avvenuta ma, al contrario, è stata causata dall'uomo e dalle sue azioni finalizzate unicamente all'arricchimento personale. Questa vicenda ha chiarito, in modo inequivocabile come, se lasciato agire con pochi o addirittura senza limiti, l'uomo sia capace di pensare prima ai propri interessi. Esempio lampante di quest'ultimo concetto è stata la concessione di prestiti senza alcuna garanzia, da cui riceverne le enormi commissioni e poi da poter rivendere alle banche, che creavano i CDO e altri strumenti finanziari ritenuti talmente sicuri da essere consigliati come investimento anche ai fondi pensione e ad altri fondi di vitale importanza per il sostentamento della popolazione ed una volta che questi strumenti si sono rilevati per quel che sono sempre stati, hanno condotto in povertà milioni e milioni di americani ignari di cosa stesse accadendo. Un altro esempio da esaminare sono le agenzie di rating americane che, in piena crisi, continuarono a classificare i CDO composti da migliaia di mutui subprime con un rating tripla A(AAA) poiché loro stesse erano pagate dalle stesse banche creatrici di questi strumenti, alle quali non conveniva che il rating fosse modificato data l'enorme presenza di CDO e simili nei loro libri contabili.

Una testimonianza di quanto violente siano state le ripercussioni di questo tragico evento, si possono “vedere” anche oggi. La Crisi del 2007-2009 ha, per prima cosa, devastato l'economia americana per poi allargarsi a macchia d'olio colpendo l'intera economia mondiale, in special modo nel continente Europeo, nel quale ha contribuito a delineare una ben marcata linea di separazioni tra i paesi “virtuosi” (Germania, Francia, Inghilterra e la quasi totalità dei paesi nord-europei) e quelli che, a pochi anni dalla crisi, verranno chiamati PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna). Per i Paesi appartenenti al primo gruppo il contraccolpo subito è stato duro ma sostenibile, sebbene per i primi anni sia stata registrata una netta perdita di benessere e di conseguenza un aumento del tasso di disoccupazione, mediante l'utilizzo di alcune strategie politico-monetarie l'obiettivo ultimo di ripresa è stato raggiunto senza troppe difficoltà.

Per i Paesi facenti parte del secondo gruppo, invece, la situazione è diametralmente opposta. Ancora oggi, a distanza di più di dieci anni dalla crisi, gli Stati coinvolti faticano nel far tornare ai livelli pre-schianto, la crescita del Pil. Uno di questi nel corso dei precedenti dieci anni ha rischiato di fallire (Grecia) e ha dovuto essere salvato dall'Unione Europea, che come organizzazione di paesi fondata sul conseguimento e

mantenimento del benessere socioeconomico, non poteva permettersi di assorbire le conseguenze derivanti dai fallimenti di paesi con un'economia importante come quella dei PIIGS.

Come da ogni disastro, anche da questo si è potuto imparare a non ripetere più gli errori del passato. Infatti, da allora sono stati introdotti regolamenti finanziari ed istituiti Enti di Vigilanza e Controllo con lo scopo unico di prevenire comportamenti scorretti al fine di evitare di mettere nuovamente in pericolo l'economia mondiale.

## Bibliografia

1. La teoria di Dow è un insieme di definizioni e regole relative al comportamento dei prezzi degli strumenti finanziari presentata da Charles Dow sulla quale si basa l'analisi tecnica moderna
2. Da "Istituzioni e mercati finanziari nona edizione di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccali"
3. Termine inglese che indica una riduzione del livello di indebitamento delle istituzioni finanziarie. Uno dei problemi più frequenti e spinosi che queste si trovavano di fronte era proprio l'indebitamento (leverage) eccessivo. Per ridurlo, le strade possibili sono due: aumentare il capitale o ridurre i prestiti alla clientela
4. A metà degli anni 90', una bolla speculativa legata alle nuove tecnologie informatiche generò la crisi delle cosiddette aziende Dot-com. Il Presidente della Fed Alan Greenspan si esprime al riguardo dichiarando di essere molto preoccupato di come gli investitori sembrassero irrazionalmente coinvolti

pagando prezzi eccessivamente elevati per le azioni appartenenti al mondo tecnologico, come riportato da “European Journal of Information System (2008)”.

5. “Affamare la bestia” è un’espressione nata negli anni ’80 per descrivere un’idea di politica economica di stampo conservatore adottata anche da Ronald Reagan, che fu presidente degli Stati Uniti dall’81 all’89. L’idea è semplice: se si tagliano le tasse, il Governo (la ‘bestia’) ha meno fondi a disposizione, riduce la spesa e inevitabilmente si ridimensiona. In realtà non sembra che la strategia funzioni, dato che gli stati si finanziano con il debito e non solo con le tasse, e piuttosto che tagliare servizi che valgono voti o rinunciare alle proprie politiche (o guerre) un Governo può scegliere di indebitarsi e posticipare la soluzione del problema, sperando magari che tocchi a qualcun altro.
6. Tratto da: “The Bush Tax Cut and National Saving Alan J. Auerbach *Department of Economics, University of California, Berkeley, Berkeley, CA 94720- 3880 and National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA 02138, National Tax Journal Vol. LV, No. 3, September 2002*”
7. Dati tratti da <https://www.cbo.gov/about/products/budget-economic-data>
8. Tratto da: “Robert E. Rubin, Peter R. Orszag, and Allen Sinai, Sustained Budget Deficits: Longer-Run U.S. Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray”
9. Tratto da: “Obama’s speech nell’intervento a Washington, D.C. on Wednesday, April 5, 2006 THE BROOKINGS INSTITUTION, RESTORING AMERICA’S PROMISE OF OPPORTUNITY, PROSPERITY AND GROWTH”
10. Tratto da: “Adam Tooze, Lo schianto, 2018”
11. Tratto da: “Micheal Pettis, The Volatility Machine: Emerging Economies And The Threat of Financial Collapse, New York (NY), Oxford University Press, 2001
12. Tratto da: “Guillermo A. Calvo, Ernesto Talvi, Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning From Argentina And Chile, Nber Working Paper Series 11153, 2005”.
13. Tratto da: “David A. Steinberg, Why Has China Accumulated Such Larger Foreign Reserves? The Great Wall Of Money: Power And Politics In China’s International Money Relations, Ithaca (NY), Cornell University Press, 2014, p.71”.
14. È un organismo, indipendente dalle forze politiche, che si occupa di analisi delle politiche pubbliche e quindi di quei settori che vanno dalla politica sociale alla strategia politica, dall’economia alla scienza e alla tecnologia, dalle politiche industriali o commerciali alle consulenze militari, sino all’arte ed alla cultura.
15. The Blackstone Group è una delle più grandi società finanziarie del mondo, specializzata nei settori di private equity, investimenti immobiliari, hedge funds, leveraged buyout e strategie d’investimento.
16. Le elezioni di medio termine negli Stati Uniti sono le elezioni generali che si tengono a metà del mandato quadriennale di un Presidente. Vengono svolte il martedì successivo al primo lunedì di novembre e riguardano: il Congresso, le assemblee elettive dei singoli Stati ed alcuni dei Governatori statali.

17. Tratto da: “Lo schianto, A. Tooze”
18. Fondo Monetario Internazionale: è un'organizzazione internazionale pubblica a carattere universale composta dai Governi nazionali di 190 Paesi e insieme al gruppo della Banca Mondiale fa parte delle organizzazioni internazionali dette di Bretton Woods, dal nome della località in cui si tenne la famosa conferenza, che ne sancì la creazione. È stato formalmente istituito il 27 dicembre 1945, quando i primi 44 stati firmarono l'accordo istitutivo e l'organizzazione nacque nel maggio del 1946 e attualmente gli Stati membri sono 190.
19. Banking Act of 1933 (Glass-Steagall Act), June 16, 1933, United States, Congress.
20. Tratto da: “Lo schianto, A. Tooze”.
21. Tratto da capitolo 3.3 de “Istituzioni e mercati finanziari” di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccali
22. Tratto da capitolo 3.5 de “Istituzioni e mercati finanziari” di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccali
23. Il progetto si rifà ad Alexander Hamilton, il primo Segretario del Tesoro, che gettò le basi della moderna economia americana. Egli promosse i mercati del capitale nel paese, incoraggiò il commercio e si batté per una politica fiscale sana. I principi che ispirano il Progetto sono coerenti con la convinzione profonda di Hamilton, secondo cui offrire maggiori possibilità di miglioramento avrebbe animato l'economia americana, motivando la gente ad impegnarsi fino in fondo. Egli riconobbe inoltre, non soltanto la capacità sostanziale del mercato di produrre ricchezza economica, ma anche la necessità di aiuti ed incoraggiamenti prudenti da parte del Governo per promuovere e guidare le forze di mercato.
24. Tratto da capitolo 5, mini-caso 5.1 de “Istituzioni e mercati finanziari” di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccali
25. La prima comparsa del rating si può far risalire al documento “History of Railroads and Canals in the United States” a cura di Henry V. Poor. Nel 2010, entra entò in vigore il “Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, attraverso il quale venne istituito L'Office of Credit Ratings, con lo scopo di vigilare sulle agenzie di rating.
26. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>
27. Fornisce informazioni sui rapporti di credito tra gli intermediari finanziari e i loro clienti; proprio per questo è spesso consultata dalle banche per valutare un nuovo cliente o integrata nelle valutazioni espresse dalle Agenzie di Rating.
28. Tratto dal documento «The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of The National Commission On The Causes of The Financial And Economic Crisis In The United States »
29. Lehman Brothers Holdings Inc, Mergent's Dividend Achievers, 23 April 2007, <https://doi.org/10.1002/div.5641>
30. attività quali l'emissione, la sottoscrizione e il collocamento di titoli sul mercato primario per conto di imprese o di enti pubblici.
31. rappresenta il capitale contribuito da parte dei soci alla società.

32. si riferisce a tutti gli strumenti finanziari dove i tassi di interesse sono fissati durante la sottoscrizione e tali rimangono per l'intera durata del titolo.
33. è la gestione patrimoniale professionale di vari titoli, comprese partecipazioni, obbligazioni e altri beni, come immobili, al fine di soddisfare obiettivi di investimento specifici a vantaggio degli investitori.
34. è una sfera/categoria di investimenti finanziari mediante la quale un'entità apporta nuovi capitali una società target con l'acquisto di azioni e/o sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando nuovi capitali all'interno dell'obiettivo.
35. è un termine anglosassone che si riferisce a una serie di servizi bancari e finanziari forniti a clienti privati di alto profilo e dotati di patrimoni importanti.
36. “Questo capitolo del Codice Fallimentare prevede generalmente la riorganizzazione, di solito coinvolgendo una società o una società di persone. Un debitore del Chapter 11 propone solitamente un piano di riorganizzazione per mantenere in vita la propria attività e pagare i creditori nel tempo. Anche le persone in affari o gli individui possono avvalersi del capitolo 11”, <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>
37. [https://it.wikipedia.org/wiki/Lehman\\_Brothers#cite\\_note-nytimes-0914-42](https://it.wikipedia.org/wiki/Lehman_Brothers#cite_note-nytimes-0914-42)
38. Società di mutui subprime della costa occidentale, precedentemente acquisita dalla Società Lehman Brothers.
39. L'avviamento contabile è un'attività immateriale che sorge quando un acquirente acquisisce un'attività esistente. L'avviamento rappresenta attività non identificabili separatamente. L'avviamento non include le attività identificabili che possono essere separate o divise dall'entità e vendute, trasferite, date in licenza, affittate o scambiate, singolarmente o insieme a un contratto correlato, attività o passività identificabile indipendentemente dal fatto che l'entità intenda fare così.
40. Riportato da: “Mario Draghi, nell’ Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale ed i suoi effetti, Un sistema con più regole, più capitale, più trasparenza, Audizione del Governatore della Banca D’Italia Mario Draghi, durante la Commissione 6<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Finanza e Tesoro)”.
41. Riportato da: “John Robert Stinespring, University of Tampa Brian T. Kench, University of Tampa, *EXPLAINING THE INTERBANK LOAN CRISIS OF 2008: A TEACHING NOTE*, Journal of Economics and Economic Education Research, Volume 10, Number 2, 2009
42. Jenny Anderson, Eric Dash, *Struggling Lehman plans to lay off 1,500*, in *The New York Times*, 29 agosto 2008.
43. Ben White, *Lehman sees \$3.9 billion loss and plans to shed assets*, The New York Times, 10 settembre 2008,  
Joe Bel Bruno, *Lehman shares slip on plans to auction off unit, consider sale of company*, The Associated Press, 10 settembre 2008
44. [https://it.wikipedia.org/wiki/Lehman\\_Brothers#cite\\_note-nytimes-0914-42](https://it.wikipedia.org/wiki/Lehman_Brothers#cite_note-nytimes-0914-42)
45. marketwatch.com, FINANCIAL STOCKS Lehman falls 80% as firm readies bankruptcy filing

46. <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/bank-run-corsa-agli-sportelli/>
47. Fonte <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bankrun137.htm>
48. Fonte  
[https://it.wikipedia.org/wiki/Panico\\_bancario#:~:text=Il%20panico%20bancario%20\(anche%20corsa,che%20la%20banca%20diventi%20insolvente.](https://it.wikipedia.org/wiki/Panico_bancario#:~:text=Il%20panico%20bancario%20(anche%20corsa,che%20la%20banca%20diventi%20insolvente.)
49. Tratto da: “Enrico Marescotti, La povertà negli Stati Uniti della Grande Recessione, Quadrante Futuro, Un progetto a cura del Centro Einaudi con la collaborazione di Ersel”  
<https://www.quadrantefuturo.it/congiuntura/la-povertà-negli-stati-uniti-della-grande-recessione.html>
50. Dati presi da: "The Employment Situation: December 2008"  
[https://www.bls.gov/news.release/archives/empsit\\_01092009.pdf](https://www.bls.gov/news.release/archives/empsit_01092009.pdf)
51. U.S. Bureau of Economic Analysis, Real Gross Domestic Product [GDPC1], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>
52. Da BRI 79esima relazione annuale
53. Il tasso ufficiale può assumere la forma di un tasso direttamente manovrato dalla banca centrale con le sue operazioni, come il tasso minimo di offerta della BCE, o può semplicemente rappresentare l'obiettivo annunciato per un tasso di mercato, come il tasso obiettivo sui federal fund della Federal Reserve.
54. Riportato da: “Mario Draghi, nell’ Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale ed i suoi effetti, Un sistema con più regole, più capitale, più trasparenza, Audizione del Governatore della Banca D’Italia Mario Draghi, durante la Commissione 6<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Finanza e Tesoro)”
55. Congresso degli Stati Uniti. "HR 1 - American Recovery and Reinvestment Act del 2009"  
<https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/1/text>
56. Ufficio di statistica del lavoro degli Stati Uniti. " Disoccupazione nel novembre 2009”  
[https://www.bls.gov/opub/ted/2009/ted\\_20091208.htm](https://www.bls.gov/opub/ted/2009/ted_20091208.htm)
57. Riportato da: “Mauro F. Guillén Director of the Lauder Institute, guillen@wharton.upenn.edu, in The Global Economic & Financial Crisis: A Timeline, Wharton Arts and Science University of Pennsylvania.
58. Riportato da: “Mario Draghi, nell’ Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale ed i suoi effetti, Un sistema con più regole, più capitale, più trasparenza, Audizione del Governatore della Banca D’Italia Mario Draghi, durante la Commissione 6<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Finanza e Tesoro)”
59. Riportato da: “Mario Draghi, nell’ Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale ed i suoi effetti, Un sistema con più regole, più capitale, più trasparenza, Audizione del Governatore della Banca D’Italia Mario Draghi, durante la Commissione 6<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Finanza e Tesoro)”
60. Tale programma include anche titoli obbligazionari con *rating investment grade* e cartolarizzazioni di mutui. Una misura analoga è stata peraltro adottata nel Regno Unito dalla Bank of England sempre nella prima metà del 2008

61. Il Commercial Paper Funding Facility era un sistema creato dal Federal Reserve Board degli Stati Uniti durante la crisi finanziaria del 2007-2008 per migliorare la liquidità nei mercati del finanziamento a breve termine

## Sitografia

<https://gaiabaracetti.wordpress.com/2015/09/14/affamare-la-bestia/>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall\\_Act](https://it.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act)

[https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi\\_dei\\_subprime](https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_dei_subprime)

<https://www.quadrantefuturo.it/congiuntura/la-povertà-negli-stati-uniti-della-grande-recessione.html>

[https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009\\_6\\_it.pdf](https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009_6_it.pdf)

<https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/06/bri-79esima-relazione-annuale.pdf?cmd%3Dart>

[https://www.corriere.it/esteri/09\\_settembre\\_14/scheda\\_tappe\\_della\\_crisi\\_21e40a36-a151-11de-9cad-00144f02aabc.shtml](https://www.corriere.it/esteri/09_settembre_14/scheda_tappe_della_crisi_21e40a36-a151-11de-9cad-00144f02aabc.shtml)

<https://it.wikipedia.org/wiki/LIBOR>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Euro\\_OverNight\\_Index\\_Average](https://it.wikipedia.org/wiki/Euro_OverNight_Index_Average)

<https://it.wikipedia.org/wiki/Euribor>

<https://www.mutuisi.it/glossario-mutui/euribor>

<https://www.wikimutuo.cercamutuo.com/euribor/>

<https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/simulazione-rata-mutuo-variabile.asp>

[https://www.laleggepertutti.it/179090\\_mutuo-a-tasso-variabile-come-](https://www.laleggepertutti.it/179090_mutuo-a-tasso-variabile-come-)

<funziona#:~:text=variabile%20con%20Cap%3F->

[,Che%20cos'%C3%A8%20il%20mutuo%20a%20tasso%20variabile%3F,anche%20la%20rata%20da%20pagare.](Che%20cos'%C3%A8%20il%20mutuo%20a%20tasso%20variabile%3F,anche%20la%20rata%20da%20pagare.)

<https://fred.stlouisfed.org/>

<https://fred.stlouisfed.org/series/DJIA#0>

<https://www.consob.it/documents/11981/0/Cl.+5+H+--+peer+education/9248be84-d838-43e4-a324-dd9e6e21f811>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Too\\_Big\\_to\\_Fail\\_-\\_Il\\_crollo\\_dei\\_giganti](https://it.wikipedia.org/wiki/Too_Big_to_Fail_-_Il_crollo_dei_giganti)

[https://it.wikipedia.org/wiki/Bill\\_Clinton](https://it.wikipedia.org/wiki/Bill_Clinton)

<https://www.limesonline.com/rubrica/la-riforma-del-sistema-finanziario-americano>

<https://nicolaoliva.pressbooks.com/front-matter/introduction/>

<https://www.confrontaconti.it/guida-rating/agenzie-di-rating.aspx>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>

<https://www.ticinolive.ch/2012/01/19/agenzie-di-rating-nel-2008-persa-loccasione-di-annientarle-per-sempre/#:~:text=Le%20tre%20agenzie%2C%20in%20particolare,tossici%20emessi%20dal%20mercato%20americano.>

<https://www.tendenzamercati.net/scelte-agenzie-di-rating-base-crisi-2008-2009/>

<https://economicspicciola.wordpress.com/2014/10/12/le-responsabilita-delle-agenzie-di-rating-nella-bolla-subprime-unanalisi/>

[https://www.repubblica.it/economia/2018/09/12/news/la\\_vera\\_storia\\_del\\_fallimento\\_lehman-205828602/](https://www.repubblica.it/economia/2018/09/12/news/la_vera_storia_del_fallimento_lehman-205828602/)

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mortgage-backed-securities.html>

<https://www.economia.campania.it/mortgage-backed-securities-cosa-sono-e-come-funzionano/>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Panico\\_bancario#Episodi\\_recenti\\_famosi](https://it.wikipedia.org/wiki/Panico_bancario#Episodi_recenti_famosi)

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bankrun137.htm>

<https://it.wikipedia.org/wiki/Rating>

[https://www.wsj.com/search?query=Lehman%20brothers&mod=searchresults\\_viewallresults](https://www.wsj.com/search?query=Lehman%20brothers&mod=searchresults_viewallresults)

<https://archive.movisol.org/znews079.htm>

<https://www.hamiltonproject.org>

<https://www.startingfinance.com/appfondimenti/la-bolla-delle-dot-com/>

<https://fraser.stlouisfed.org/title/banking-act-1933-glass-steagall-act-991>

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2008/draghi\\_211008.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2008/draghi_211008.pdf)

[https://en.wikipedia.org/wiki/Goodwill\\_\(accounting\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Goodwill_(accounting))

<https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Unione\\_europea](https://it.wikipedia.org/wiki/Unione_europea)

<https://www.cbo.gov/about/products/budget-economic-data>

<https://www.mendeley.com/search/?page=43&query=Lehman%20brothers%20bankruptcy&sortBy=publicationYear>

<https://www.cambridge.org/core/services/aop-cambridge-core/content/view/F8D8FA5E67B427A168496B5DAB6BCFFF/S1742170519000449a.pdf/div-class-title-immigration-policy-and-perception-impacts-on-snap-access-and-eligibility-a-view-from-the-field-div.pdf>

<https://link.springer.com/content/pdf/10.1057%2Fejjs.2008.19.pdf>

<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/321674>

<https://www.alliedacademies.org/articles/explaining-the-interbank-loan-crisis-of-2008-a-teaching-note.pdf>

[https://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads\\_and\\_links/Restoring\\_Americas\\_Promise\\_of\\_Opportunity\\_Prosperty\\_and\\_Growth\\_Transcript.pdf](https://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads_and_links/Restoring_Americas_Promise_of_Opportunity_Prosperty_and_Growth_Transcript.pdf)

[https://it.wikipedia.org/wiki/Fondo\\_Monetario\\_Internazionale](https://it.wikipedia.org/wiki/Fondo_Monetario_Internazionale)

[https://www.repubblica.it/economia/2018/09/12/news/la\\_vera\\_storia\\_del\\_fallimento\\_lehman-205828602/](https://www.repubblica.it/economia/2018/09/12/news/la_vera_storia_del_fallimento_lehman-205828602/)

<https://www.thebalance.com/what-was-obama-s-stimulus-package-3305625>

[https://lauder.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2015/06/Chronology\\_Economic\\_Financial\\_Crisis.pdf](https://lauder.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2015/06/Chronology_Economic_Financial_Crisis.pdf)

<https://www.thebalance.com/unemployment-benefits-extensions-3306210#citation-11>

[https://www.bls.gov/opub/ted/2009/ted\\_20091208.htm](https://www.bls.gov/opub/ted/2009/ted_20091208.htm)

<https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/1/text>