

# Cause e conseguenze della crisi del 2008 negli Stati Uniti e in Europa

Prof. Tatiana Cesaroni

---

RELATORE

Matr. Giuseppe Gaglianone  
25426

---

CANDIDATO

# INDICE

INTRODUZIONE .....	2
1 Le origini della crisi.....	4
1.2)Il crollo del mercato immobiliare statunitense .....	10
2 Gli effetti macroeconomici e finanziari della crisi del 2008 .....	16
3 Gli effetti della recessione del 2008 sull'Europa e le misure di politica economica....	29
3.2) Focus sull'Italia .....	35
CONCLUSIONI.....	46
BIBLIOGRAFIA .....	47
RINGRAZIAMENTI .....	50

## INTRODUZIONE

L'obiettivo dell'elaborato è analizzare le cause e le conseguenze della crisi economico finanziaria del 2008 originatasi negli Stati Uniti attraverso una bolla speculativa e poi diffusasi in altri paesi. Una bolla speculativa è un fenomeno, che si presenta ciclicamente in particolari fasi del mercato, in cui vi è un ingente aumento temporaneo dei prezzi di determinati beni, dovuto ad una crescita esponenziale della loro domanda nel breve periodo. Alla fine di questo arco temporale, la bolla si conclude sempre con la sua fase di scoppio che, successivamente ad una crisi, tende a ripristinare le condizioni di origine. Nel corso della storia dell'economia mondiale abbiamo assistito svariate volte a questi eventi. Possiamo citare la bolla degli anni 20' che portò alla Grande Depressione, oppure la bolla "Dot-Com" degli anni 2000. Tuttavia, gli effetti negativi, l'estensione e l'intensità della Grande Recessione, causata dalla bolla immobiliare statunitense a partire dal 2007, la rendono uno degli eventi macroeconomici più rilevanti e potenti in assoluto. Fin da subito, negli Stati Uniti, si registrarono degli effetti devastanti, originati anche dal fallimento della banca d'Investimento Lehman Brothers, come milioni di disoccupati e di persone che persero la propria abitazione. Tale fenomeno recessivo, si espanse fin da subito colpendo anche l'Europa, che già versava in una situazione economica fragile ed ampliò i gap già presenti tra le nazioni.

Questo elaborato persegue l'obiettivo di analizzare le dinamiche di questa crisi finanziaria, dalle sue origini sino ad arrivare alle misure di politica economica attuate per arginarla. Con precisione, il primo capitolo definirà il contesto dal quale è scaturita la crisi e le sue cause principali, andando a descrivere la situazione del mercato immobiliare statunitense ed il suo crollo, congiuntamente alla fattispecie dei mutui sub-prime, che giocarono un ruolo importantissimo. Successivamente tratterà di come questi elementi abbiano influenzato il resto dell'economia reale provocando una crisi finanziaria che ha colpito le principali banche mondiali. Il secondo capitolo, si focalizzerà sull'evoluzione della crisi e sulla sua trasmissione all'economia reale, descrivendo nel dettaglio le principali dinamiche macroeconomiche e le politiche adottate dal governo per arginarla. Nel terzo capitolo si analizzano gli effetti della recessione in Europa. In particolare ci si concentrerà sulle misure di politica monetaria attuate dai paesi dell'Unione Europea in risposta agli shock derivanti dalla crisi originatasi negli Stati Uniti. Inoltre, si analizzerà

l'impatto della crisi sull' Italia e le misure economiche adottate volte a stabilizzare il ciclo economico.

# 1. LE ORIGINI DELLA CRISI

Nel corso degli anni novanta, una serie di elementi ha determinato un cambio di marcia dell'andamento del ciclo economico mondiale. L'avvento delle politiche neoliberiste ha portato ad una maggiore libertà di operato delle imprese e delle banche, dovuta ad una riduzione dell'intervento dello Stato nell' Economia. Inoltre, la globalizzazione dei mercati ha provocato una crescita economica accelerata, che portò ad un aumento del PIL pro capite mondiale del 31%. In questo periodo, gli Stati Uniti attirarono verso di sé una grande quantità di capitali esteri, certi della solidità del dollaro e del sistema economico americano. Agli inizi del nuovo secolo, però, tale sistema mostrò le proprie debolezze in seguito allo scoppio della bolla *Dot-com* e della tragedia delle Torri Gemelle, che causarono un periodo recessivo (cfr De Simone, 2014). Successivamente, l'Economia mondiale si riprese notevolmente registrando una intensa crescita, che ha visto nel triennio 2004-2006 i suoi anni migliori. Tale crescita fu preponderante nei paesi all'epoca in via di sviluppo, come alcune regioni dell'Africa e dell'Asia, ma anche nelle economie già consolidate come gli USA. Col senno di poi però, questo periodo celava dietro il *boom economico* delle condizioni insostenibili nel tempo (Verick, Islam, 2010). Le principali cause di questa espansione economica vengono riscontrate sia in caratteristiche specifiche della popolazione dei risparmiatori che dalle misure messe in atto dai policy-maker. In particolare, questo periodo è stato caratterizzato da un alto saggio di risparmio, da un livello di inflazione contenuto e bassi tassi di interesse che stimolarono le richieste di credito verso gli istituti finanziari, che contraddistinse principalmente gli Stati Uniti. Quest'ultimo elemento, nel dettaglio, è stato il principale carburante dell'espansione economica, che fece leva su una delle massime aspirazioni dell'americano medio, possedere un'abitazione propria (Mieli, 2009). In questo periodo, inoltre, si è registrato un aumento del prezzo delle attività reali e finanziarie, con un conseguente aumento del loro valore. Questo fenomeno, negli Stati Uniti d'America si è tradotto in un costante aumento del prezzo degli immobili. L'aumento del valore di questi asset (come si può osservare nel grafico 1) andava ad aumentare sia la ricchezza delle famiglie di risparmiatori e sia quella delle istituzioni finanziarie, che fecero molta leva su questa dinamica. Questi rapidi ed esponenziali aumenti di valore andarono ad alimentare ancor di più la crescita economica del periodo.

Grafico 1: Indice dei prezzi degli immobili negli USA (NAHB)



Fonte: Trading Economics

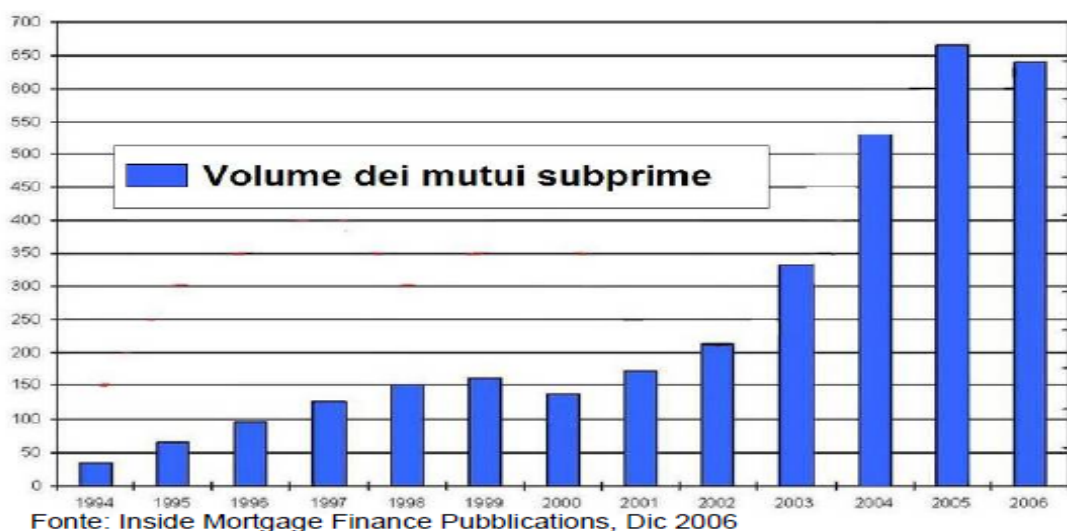
Negli States infatti, il periodo di crescita è stato favorito dalla politica fiscale espansiva del Presidente Reagan, continuata poi da Bush. Inoltre, anche l'allora Governatore della FED, Greenspan, ebbe un ruolo importante praticando una politica monetaria che abbassò drasticamente i tassi di interesse, toccando il minimo storico nel 2003 con l'1% (Gaivazzi, Amighini, 2009). Una sua celebre frase fu "Le bolle speculative non si possono prevedere perché non si sa quando e con quali modalità avverranno. Bisogna limitarsi ad intervenire ex-post, perché se si provasse a prevenirle potrebbero essere introdotti vincoli troppo pesanti sull'Economia". Alan Greenspan condusse una politica peculiare, egli puntò alla progressiva deregolamentazione del mercato finanziario, che ebbe come risultato una più larga concessione di mutui e prestiti immobiliari (Krugman, 2009). Queste misure diedero un impulso positivo in favore dei mutui a tasso variabile, rispetto a quelli a tasso fisso, implicitamente innescato dall'andamento decrescente dei tassi. Si registrò così un trend rialzista per quanto riguarda la compravendita di immobili, sia da parte delle famiglie che da parte di aziende ed investitori. Una motivazione di queste politiche messe in atto può riscontrarsi nella volontà di rispondere alla cosiddetta "Economia della paura", diffusasi nella società statunitense agli inizi del secondo millennio. Con questo termine si fa riferimento a tutti gli eventi economici negative che hanno seguito l'attacco terroristico alle Torri Gemelle nel 2001. Infatti in seguito a quest'ultimo, vi fu una grande incertezza sull'effetto che avrebbero avuto sull'economia globale, e molte aziende hanno subito ripercussioni negative. Il

settore del turismo e il settore aereo furono gravemente colpiti a causa del panico diffusi tra la popolazione. Inoltre, anche i mercati finanziari ebbero diversi crolli, con la Borsa di New York che ha subito una forte diminuzione dell'indice Dow Jones. (Domenichelli, Pace, Vallesi, 2011). La crescita della propensione al credito è stata accompagnata da un elevato utilizzo della leva finanziaria da parte delle banche, dove una volta concessi prestiti e finanziamenti, questi venivano impacchettati e piazzati sul mercato finanziario sotto forma di obbligazioni attraverso la cosiddetta *cartolarizzazione*. Quest'ultima viene definita come una tecnica di finanza strutturata, frutto dell'innovazione finanziaria, con cui le istituzioni finanziarie rendono le attività illiquide in titoli negoziabili sul mercato. In particolare, questo processo consiste nel raggruppare un insieme di prestiti o attività (ad esempio mutui immobiliari, crediti commerciali o attività immobiliari) in un'unica entità finanziaria, nota come "veicolo di cartolarizzazione". Quest'ultima prenderà le attività, le dividerà in tranches e le venderà agli investitori, dove ognuna di esse rappresenterà una quota di proprietà sull'attività sottostante. Questi strumenti vengono chiamati *Asset Backed Security* (Mishkin, Eakins, Beccali, 2019). Inoltre, così facendo, gli istituti si liberavano dei rischi di insolvenza, poiché veniva trasmesso insieme al titolo, andando però a scoraggiare la diligente valutazione dei requisiti di garanzia minimi dei mutuatari. Nel sistema di intermediazione tradizionale, la concessione di un mutuo da parte di un istituto di credito è subordinata ad una adeguata e preventiva verifica delle garanzie e della solvibilità dei clienti, volta alla minimizzazione della selezione avversa e dell'azzardo morale. Nel dettaglio vi deve essere una meticolosa analisi delle capacità di rimborso (*credit score*) dell'aspirante mutuatario e il monitoraggio delle sue operazioni future. Generalmente, maggiore è il rischio in capo ad un cliente e maggiori dovrebbero essere i vincoli posti nel suo contratto di finanziamento. Attraverso questa istruttoria è possibile categorizzare i clienti, in base al loro *credit score*, su tre livelli: sub-prime, near-prime e prime. IL meccanismo di cartolarizzazione diventò critico quando si affacciò al mercato dei *Sub-prime*: prestiti concessi a clienti definiti "ad alto rischio" di insolvenza, con punteggio creditizio e garanzie appena sufficientemente accettabili (Faia, 2012). A volte questa tipologia di mutuo andava in default, perché i titolari del prestito perdevano il lavoro o non riuscivano a saldare le rate, ma il tasso di insolvenza nel corso del tempo rimase sempre molto basso. Occorre dire anche che fino al 2004, il

segmento sub-prime costituiva una percentuale molto bassa del mercato dei mutui, inferiore al 10%. Tale frazione però a partire da quell'anno crebbe velocemente fino ad a toccare il suo massimo nel 2005, come è possibile osservare nel seguente grafico.

(Daveri, 2015)

Grafico 2: Volume dei mutui sub-prime nel corso degli anni



Fonte: Inside Mortgage Finance Publications

Allo stesso tempo però, gli istituti bancari cercavano comunque delle garanzie sul segmento sub-prime, quindi si iniziarono a rivolgere alle assicurazioni per coprirsi dal rischio di insolvenza attraverso degli strumenti derivati, i *Credit Default Swap (CDS)*. Un *CDS* è contratti derivati tra due parti in cui l'acquirente paga un premio periodico all'emittente in cambio della promessa di essere risarcito in caso di insolvenza di un'entità di riferimento oppure in caso di inadempimento su un particolare strumento finanziario, come ad esempio un'obbligazione. In pratica, i CDS sono degli strumenti di assicurazione contro il rischio di default della controparte. (Glossario Finanziario Borsa Italiana). In sintesi, gli istituti finanziari americani piazzarono in lungo e in largo muti sub-prime per i seguenti motivi principali:

- L'ingente aumento dei prezzi delle case offriva una copertura in caso di default dei mutuatari, poiché nell'eventualità di insolvenza i fondi potevano essere recuperati attraverso il pignoramento;



- La cartolarizzazione trasmetteva tale rischio a soggetti terzi, facendo allo stesso tempo recuperare parte del denaro prestato per concedere nuovi mutui;
- Così facendo si potevano espandere enormemente i profitti dei banker, anche partendo con poco capitale;
- Il settore finanziario diffuse la convinzione per cui i prezzi del mercato immobiliare sarebbero continuati a crescere nel tempo. (Mieli, 2009)

Per rendere più appetibili verso il mercato i titoli contenenti i mutui più scadenti, le banche unirono questi prodotti insieme ad altri titoli garantiti con un minore rischio di insolvenza. Il risultato di questo mix di titoli fu il *CDO (Collateralized Debt Obligation)*, tipo di strumento finanziario strutturato che si basa sulla cartolarizzazione di diversi tipi di debito dove le istituzioni finanziarie acquistano una serie di prestiti e obbligazioni di diverse qualità creditizia, li suddividono in tranches in base alla probabilità di default e al loro rendimento. Questi strumenti diventarono molto eterogenei e complicati da capire per gli investitori e ciò contribuì ad alterare il mercato. Facendo un esempio, vennero configurati CDO contenenti mutui cartolarizzati con un credit score molto basso, aventi un rating BBB, insieme a pochi titoli a basso rischio, come quelli AA (Domenichelli, Pace, Vallesi, 2011). In questo momento assumono un ruolo di estrema importanza le *agenzie di rating*. Quest'ultime sono degli enti specializzati ed indipendenti che hanno il compito di valutare la solvenza dei soggetti che emettono dei titoli obbligazionari, certificando ogni emissione con un giudizio finale. Tra le più famose troviamo Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings. Questo giudizio riguarda una classificazione del titolo basandosi su una scala, che parte dalla categoria più bassa, cioè D, fino a quella più sicura, AAA. Dalla categoria BBB alla AAA, si parla di valutazione finale positiva, mentre dalla BB in giù il giudizio finale è ritenuto negativo definendo il titolo *Junk Bonds*, letteralmente "titoli spazzatura" (Brealey, Myers, Allen, Sandri, 2020). Possiamo concludere allora che l'attività di queste agenzie ha una funzione di controllo con il fine di tutelare gli interessi dei risparmiatori. E' esattamente qui che si genera un conflitto di interessi tra le agenzie di rating e i propri clienti, cioè le società emittenti dei mutui. Questo perché se da un lato le agenzie avevano obblighi di tutela nei confronti della popolazione degli investitori, dall'altro lato avevano pressioni di tipo economico da parte degli istituti di credito, poiché più alto era il rating certificato sui titoli e più potevano ambire a remunerazioni

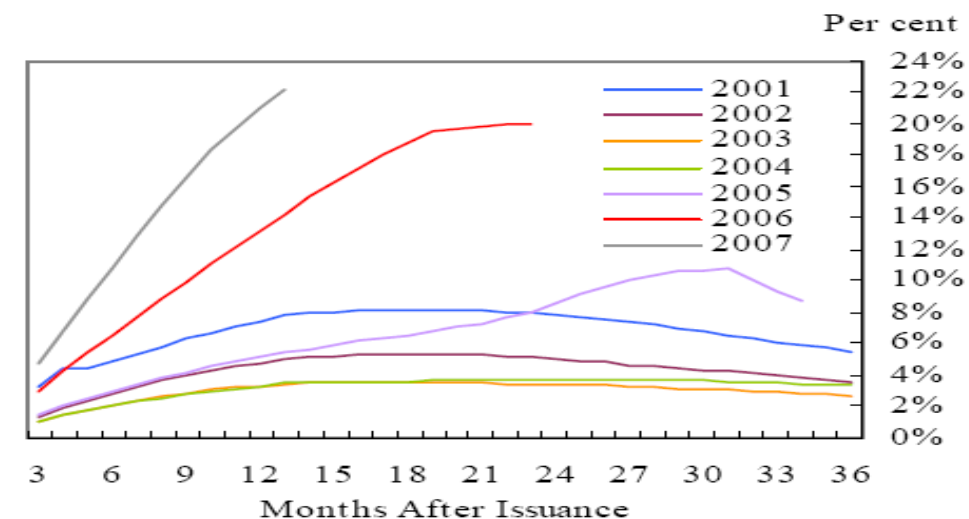
più alte (Bianchi, 2011). Queste dinamiche legittimano non pochi dubbi sulla trasparenza e la correttezza dei giudizi di affidabilità emessi sui pacchetti obbligazionari. Effettivamente, con il passare del tempo, si è potuto oggettivamente constatare che le agenzie hanno sopravvalutato i CDO, attribuendo a titoli rischiosi dei rating elevati basandosi su modelli fallaci (Gregory Mankiw, Taylor, 2015). In definitiva, i CDO cartolarizzati dagli istituti finanziari vennero pubblicizzati come investimenti a rischio contenuto e quindi sicuri, con la conseguenza che tutti gli investitori su mercato li inserirono nel proprio portafoglio. In un periodo con tassi interessi così bassi, questi titoli rappresentavano una delle poche soluzioni ad alto rendimento ed a bassa preoccupazione. Nel frattempo, le misure messe in atto dalla FED e le altre autorità competenti produssero un forte spinta ai consumi tra il 2003 ed il 2006. In verità però, l'espansione del benessere nella società non fu una conseguenza delle politiche economica, ma della grande quantità di liquidità introdotta nel ciclo economico dovuta all'eccessivo ricorso all'indebitamento. Si arrivò al punto in cui le banche iniziarono ad erogare mutui anche ai cosiddetti *NINJA (No Income, No Job, No Asset)*, che come dice il nome stesso rappresentano un insieme di soggetti senza alcun tipo di reddito e garanzia. Le tipiche categorie che rappresentavano tale segmento di mercato erano gli uomini disoccupati o le donne senza reddito con dei figli (Daveri, 2013). L'eccessiva crescita dei consumi, congiuntamente con l'aumento del prezzo del petrolio, portò la FED ad alzare i tassi di interesse. L'aumento fu graduale e protratto nel tempo, arrivando al 5% nel 2007. Gli effetti che questi rialzi ebbero sul mercato dei mutui arrivarono ben presto, la criticità principale fu che la maggior parte di questi finanziamenti erano a tasso variabile e conseguentemente anche gli interessi che i mutuatari dovevano pagare verso le banche diventarono più alti. Un elemento che contribuì a rendere la situazione ancor più complicata fu costituito dall'operato delle cosiddette SIV: società-veicolo di emanazione bancaria, che grazie a prestiti a breve termine, sottoscrissero ingenti somme di CDO per rivenderli sul mercato e puntare su un guadagno in termini di differenziale di tasso di interesse (Domenichelli, Pace, Vallesi, 2011). Queste società veicolo ufficialmente erano soggetti giuridici separati dalle banche d'origine, ma nella pratica erano utilizzatori dei loro fondi sui quali scaricavano anche eventuali perdite. A partire dal 2005, il tasso di insolvenza dei mutui sub-prime iniziò a salire, in quanto i soggetti senza garanzie non riuscivano più a pagare

le rate e corrispondere gli interessi a questo punto più alti. Ciò era l'inizio di uno scenario catastrofico.

## 1.2 IL CROLLO DEL MERCATO IMMOBILIARE STATUNITENSE

I primi segnali di cedimento del mercato immobiliare degli Stati Uniti, come accennato precedentemente, iniziano a manifestarsi nel 2005. In quest'anno, per la prima volta la crescita dei prezzi delle case si arrestò, cambiando senso di marcia ed iniziando lentamente a scendere. A questo punto i soggetti che presero a prestito fondi dagli istituti di credito si ritrovarono a pagare un mutuo di un valore complessivo molto più alto rispetto al prezzo corrente di mercato del proprio immobile. Infatti, dall'altro lato, l'aumento dei tassi di interesse impedì a molte famiglie di ripagare i propri prestiti, portando ad una forte accelerazione dei fenomeni di insolvenza (come si può osservare nel grafico 3), che andò a scatenarsi poi nel 2006 (Gaivazzi, Amighini, 2009). La principale conseguenza di ciò fu che il flusso dei pagamenti alla base della cartolarizzazione si bloccò. Oltre alle famiglie che non riescono a pagare le rate, le società veicolo, precedentemente citate, non hanno più entrando si vengono così esposte di fatto ad un reale rischio di fallimento (Bianchi, 2011).

Grafico 3: Tasso di insolvenza annuale sui mutui dal 2001 al 2007

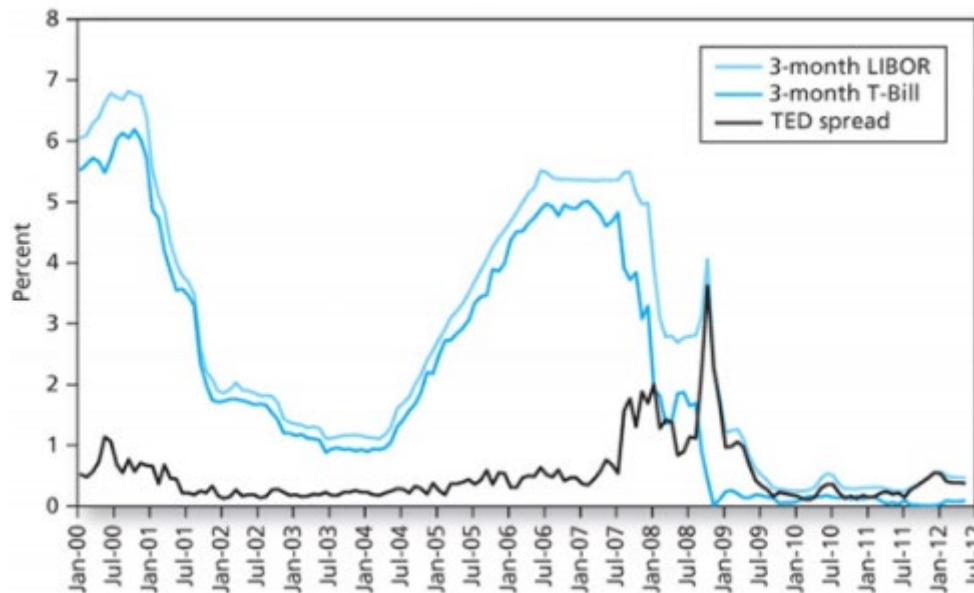


Source: Moody's Investors Service.

Fonte: Moody's, 2009

A questo punto alle banche non rimane altra strada che riscattare l'ipoteca che gravava sulle case, ma poiché il loro valore era inferiore rispetto al finanziamento emesso, gli istituti registrarono delle perdite. Facendo un esempio pratico e reale, un normale lavoratore americano che aveva comprato una casa attraverso un mutuo di 800.000 dollari diventa insolvente. Successivamente, la banca emittente del finanziamento per recuperare il capitale passa al pignoramento dell'immobile, che ora però vale 500.000 dollari, creando una minusvalenza non di poco conto. Ben presto, questo default immobiliare si espanse andando ad intaccare anche i mercati finanziari attraverso i *CDO* iniziando dai titoli più rischiosi, cioè quelli riferiti al mercato sub-prime. Tale fenomeno con il tempo andò a contagiare anche le tranches di titoli più sicuri. Tra il 2007 ed il 2008 la richiesta dei prodotti relativi al mercato immobiliare calò del 94% (Delli Gatti, 2014). La minimizzazione della domanda di questi strumenti finanziari portò ad una loro completa svalutazione, ma fu molto complesso capire il loro reale valore in quanto inizialmente vennero sottovalutati e quindi immessi sul mercato con un prezzo sbagliato. Per porre fine a questo problema venne innescato un meccanismo di riprezzamento degli stessi che portò anche le agenzie di rating a rivedere le proprie valutazioni sui prodotti in oggetto, definendoli *titoli tossici* (Giavazzi, Amighini, 2009). A questo punto gli investitori fecero di tutto pur di liquidarli ed eliminarli dal proprio portafoglio, divennero restii anche nel prestare capitale a quegli istituti che li possedevano. Iniziò una fase in cui tutte le banche e gli istituti finanziari in possesso di *CDO* cercarono di disfarsene in ogni modo, vendendoli under-price e generando perdite, ma anche in queste condizioni era difficile trovare dei compratori. Diventarono così illiquidabili (D'Amario, 2010). Allo stesso tempo, per recuperare liquidità cominciarono a vendere attività proprie a prezzi bassi, andando però a ridurre il valore delle attività rimaste in bilancio. Il problema principale fu che in questa maniera non andarono a svalutare solo il proprio attivo, ma anche quello delle altre banche che possedevano strumenti simili. Queste dinamiche portarono alla riluttanza degli istituti finanziari a prestarsi soldi a vicenda, pratica che in condizioni normali viene regolarmente usata attraverso finanziamenti a breve termine a tassi quasi nulli. Alla luce di queste tensioni ed incertezze, le banche iniziarono ad alzare i tassi d'interesse per le operazioni interbancarie e con esso il *Ted Spread* (Fracasso, 2010).

Grafico 4: Andamento Ted Spread nel periodo 2000-2012



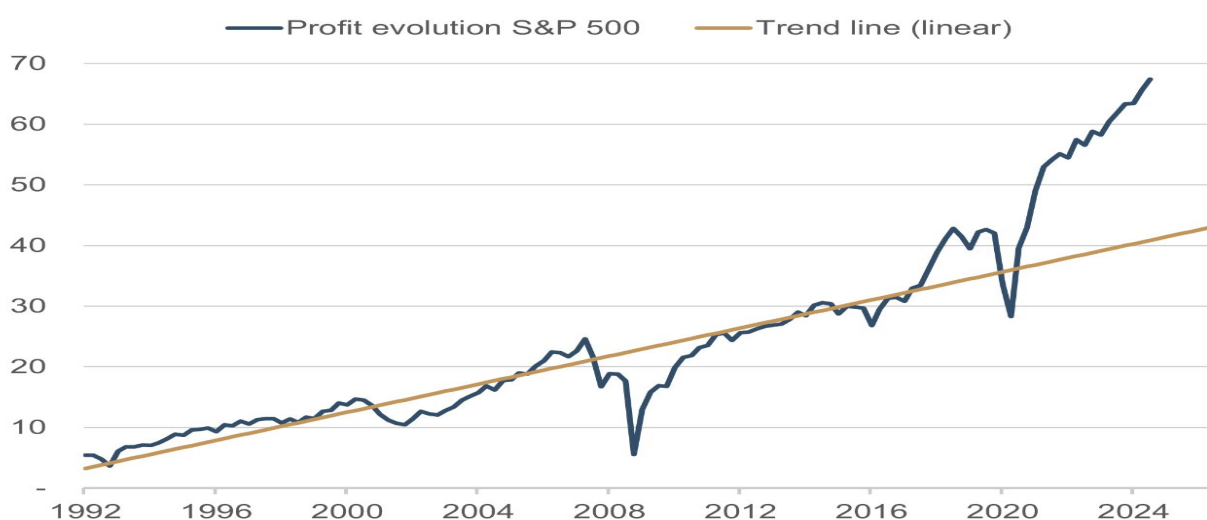
Fonte: Bodie, Kane, Marcus, 2020

Quest'ultimo è il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti interbancari a tre mesi ed il tasso delle obbligazioni del Tesoro statunitense di pari scadenza, espresso in punti base. In condizioni normali, questo indice è compreso tra i 10 e i 50 punti base in quanto le banche sono considerate sicure e leggermente più rischiose dello stato. Il Ted Spread viene considerato da molti il termometro della crisi finanziaria, infatti questa misura arrivò a toccare i 464 punti base nell'ottobre del 2008 (Gregory Mankiw, Taylor, 2015). Questa crisi di liquidità si riflesse anche sui privati, infatti le banche posero divieti interni sulla concessione di prestiti ad imprese e famiglie. Tale crisi di fiducia e liquidità portò nel febbraio del 2007 un forte crolla della borsa Dow Jones, che perse 415 punti base e distruggendo praticamente 600 milioni di dollari e praticamente battezzando la crisi finanziaria (Rotundo, 2020). Con quest'ultimo termine viene definito un periodo durante il quale i flussi informativi nel sistema finanziario subiscono una turbolenza forte, ciò ha come conseguenza sia una contrazione delle operazioni finanziarie che il brusco degli spread sul credito. Una volta in crisi finanziaria, il relativo sistema smette di funzionare in maniera efficiente non garantendo l'adeguata allocazione del capitale nella società, portando l'economia al collasso (Mishkin, Eakins, Beccali, 2019). La crisi di

liquidità continuò a logorare il sistema finanziario e bancario senza dare segni di cedimento. Il primo grande collasso bancario iniziò a manifestarsi verso la fine del 2007, quando la quinta banca di investimento statunitense, Bear Stearns, dovette dichiarare che i suoi due principali fondi relativi al mercato immobiliare non disponevano più di capitale, rischiando così il fallimento. Questo istituto aveva in portafoglio attività tossiche per un valore complessivo di 32 miliardi di dollari. Nel marzo del 2008 venne salvata da J.P. Morgan, che grazie a garanzie governative pari a 29 miliardi, rilevò le sue azioni pagandole due dollari ciascuna, quando un anno prima quotavano 178 dollari. Stessa sorte toccò a due società immobiliari americane molto importanti, Freddie Mac e Fannie Mae, che avevano il compito di favorire l'acquisto di case da parte delle famiglie (Fleres, 2011). Il sistema finanziario, però, era troppo intrecciato per far sì che un singolo crollo non intaccasse anche gli altri player del mercato. Contemporaneamente agli avvenimenti che coinvolsero Bear Stearns, anche un'altra importante banca americana entrò in crisi di liquidità, Lehman Brothers. Un elemento critico in questo momento furono i *Credit Default Swap (CDS)*, a partire dal primo trimestre del 2008, i premi da pagare nei confronti delle controparti aumentarono esponenzialmente. Per i *CDS* su base quinquennale si raggiunsero i 300 punti base (Mieli, 2009). A questo punto però il Governo non poteva più sovvenzionare nuovamente un istituto privato con fondi pubblici, allora venne iniziata una trattativa per il suo acquisto. I principali attori della trattativa furono Bank of America, Barclays e Korean Development Bank. Lehman Brothers cercò di aggrapparsi anche a Warren Buffet, uno dei più grandi investitori della storia, che avrebbe potuto riportare fiducia e liquidità dai mercati finanziari. Con il passare del tempo però, Bank of America preferì rilevare Merrill Lynch per un valore complessivo di 50 milioni. Korean Development si defilò a causa delle condizioni eccessivamente svantaggiose poste in essere da Lehman Brothers. L'ultima speranza risiedeva in Barclays, che però venne bloccata nella trattativa dal governo a causa della paura di contagio del sistema da parte dei titoli tossici. Così gli Stati Uniti commisero l'errore di non salvare Lehman Brothers, che presentò istanza di fallimento il 15 settembre 2008, iscrivendo nella storia il più grande caso di bancarotta mai avvenuto (Targhetti, Fracasso, 2009). Questo avvenimento diventò il simbolo di questi anni e ovviamente creò un grande scalpore facendo capire a tutti che la crisi non si sarebbe limitata solo agli USA ma sarebbe arrivata anche oltreoceano. Il giorno successivo, il 16 settembre 2008, una delle

più grandi società assicurative d'America, la AIG, entrò in una gravissima crisi di liquidità che costrinse la Federal Reserve ad erogare un prestito da 85 miliardi di dollari per consentirsi di evitare il fallimento ed i relativi effetti ancora più grandi sull'Economia reale (Mishkin, Eakins, Beccali, 2019). A distanza di meno di un mese, il 6 ottobre del 2008, venne registrato un crollo vertiginoso delle quotazioni delle principali borse mondiali. L'indebolimento dei mercati e l'aumento dei tassi di interesse provocarono una forte contrazione nei consumi e negli investimenti, che a loro volta causarono una riduzione del PIL reale del 5,4% solo nel terzo trimestre del 2008, come è possibile osservare nel seguente grafico. (De Simone, 2014)

Figura 5: Andamento dell'indice S&P500 a partire dal 1992



Fonte: Bodie, Kane, Marcus, 2020

Le crisi finanziarie che si sono susseguite nel corso della storia sono state tutte differenti, ma hanno presentato delle caratteristiche comuni e quasi sempre si sono articolate in tre fasi. La prima è la “Fase di Avvio”, in cui avviene un *Boom and Bust* del credito e dei prezzi delle attività. Successivamente vi è la “Crisi Bancaria”, dove il deterioramento delle attività dei principali istituti finanziari e l’incapacità di rimborsare le controparti scatenano il panico e l’incertezza nei mercati. La fase finale è quella della “Deflazione del Debito”, nel corso della quale avviene una forte contrazione economica che contribuisce ancor di più ad abbassare il valore delle attività, portando al fallimento di alcuni istituti bancari. Anche nel caso della crisi finanziaria che stiamo analizzando, la

cronologia degli avvenimenti è stata identica (Mishkin, Eakins, Beccali, 2019). I segni distintivi dai quali si può evincere ciò sono:

- Il *Boom and Bust*, cioè l'impennata ed il successivo crollo dei prezzi delle attività e del credito, rappresentato in questo caso dalla bolla speculativa del mercato immobiliare alimentato dalle politiche espansive del Governo;
- La successiva stretta creditizia, che è entrata in scena subito dopo le misure messe in atto da Greenspan fino al 2005, al quale seguì invece una politica restrittiva;
- L'insolvenza delle istituzioni finanziarie, che diede inizio alla fase della "Crisi Bancaria", che come visto precedentemente è stata causata dall'eccessivo grado di leva finanziaria utilizzato dalle banche facendo un affidamento spropositato sul trend rialzista dei prezzi delle abitazioni;
- Il crollo della fiducia dei mercati nei confronti delle banche, che in questo periodo non coinvolse solo i soggetti privati che non vollero più prestare i propri soldi alle istituzioni che possedevano titoli tossici, ma anche i rapporti interbancari come visto con l'aumento del TED Spread;
- Una recessione, l'elemento con cui iniziò la fase finale, che in questo caso è rappresentata dal rallentamento dell'economia in seguito all'innalzamento dei tassi di interesse. Applicandolo al modello IS-LM, abbiamo uno slittamento verso sinistra sia della curva IS che della curva LM, abbassando il reddito della popolazione ed innalzando il tasso di disoccupazione;
- Ed infine un circolo vizioso, che come una sorta di "Domino" dovuto all'interdipendenza presente tra gli attori economici in gioco. In questa crisi finanziaria viene iniziato dall'indebolimento bancario, che si riflesse sul sistema finanziario che contagiò infine l'Economia reale. (Gregory Mankiw, Taylor, 2015)

A conclusione di ciò è possibile affermare che la FED fu responsabile della bolla immobiliare? Secondo alcuni economisti, tra cui John Taylor, la politica eccessivamente espansiva sostenuta da Greenspan potrebbe essere imputata come principale causa della bolla. Secondo Taylor, i tassi di interesse eccessivamente bassi definiti dalle misure monetarie governative implicarono un tasso ancor più basso sul credito, di conseguenza rendendo accessibile e stimolando la pratica dei mutui sub-prime (Taylor, 2007). A queste

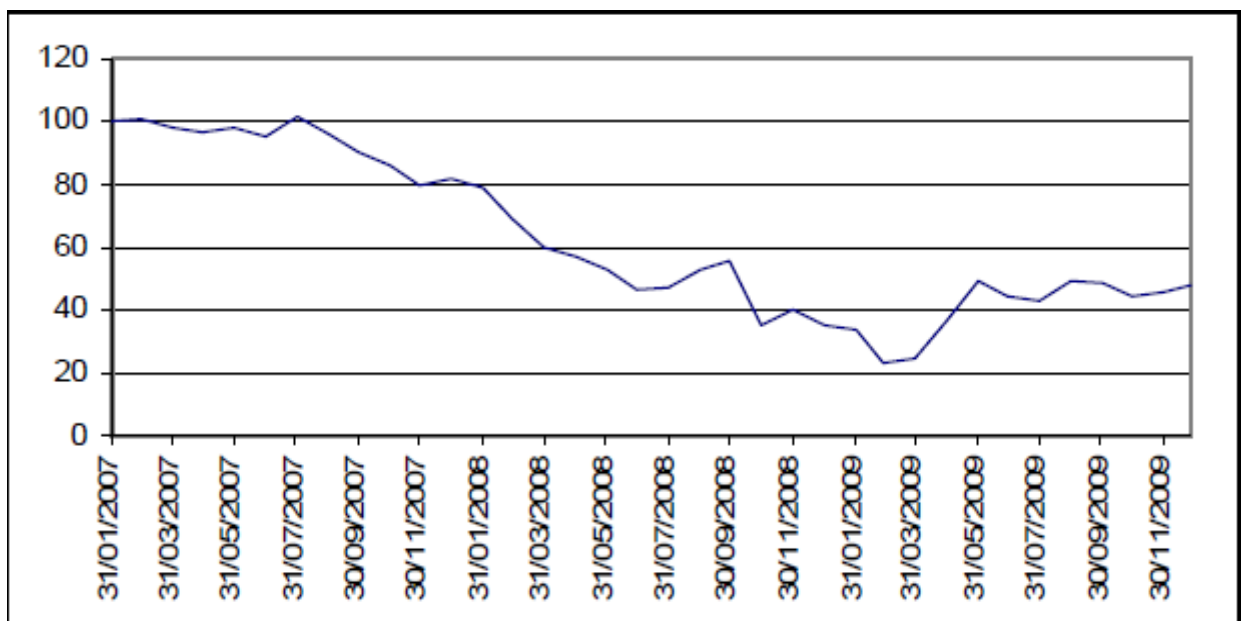


affermazioni rispose Ben Bernake, presidente della FED, sostenendo che non ci fosse evidenza nelle argomentazioni di Taylor e scaricando la colpa sulla diffusione dei prodotti derivati sul mercato, nella incorretta valutazione nella concessione dei prestiti e nell'afflusso di capitale estero nei mercati finanziari statunitensi (Bernake, 2010). A questa domanda si proverà a rispondere nel prossimo capitolo, anticipando che nel momento in cui si manifestino eventi economici negativi di questa dimensione ed intensità non ci è mai solo una colpevole ma una pluralità. Riprendendo un aforisma utilizzato anche dal presidente J.F. Kennedy “la vittoria ha moltissimi padri, la sconfitta è orfana”.

## 2. GLI EFFETTI MACROECONOMICI E FINANZIARI DELLA CRISI DEL 2008

La crisi finanziaria fino ad ora descritta non tardò a trasmettere i propri effetti all'economia reale. Il crollo finanziario avvenuto nell'ottobre del 2008 diffuse incertezza e panico non solo tra le istituzioni finanziarie sopravvissute fino a quel momento, ma soprattutto tra le famiglie ed il sistema imprenditoriale provocando una rapida contrazione dei consumi e degli investimenti. Un forte impulso negativo è stato esercitato dalla cessazione del credito verso il commercio estero, colpendo in particolar modo le imprese che già riversavano in condizioni di instabilità finanziaria, ma anche quelle in buona salute ma che avevano investimenti in corso. Dall'indice di fiducia dei consumatori negli Stati Uniti è possibile osservare come la certezza generale cominciò la sua discesa già nel 2007, ma toccò il suo punto più critico a ridosso del 2009. (Giavazzi, Amighini, 2009).

Grafico 6: Indice della fiducia dei consumatori negli Stati Uniti nel periodo 2007-2009



Fonte: The Conference Board

La crisi finanziaria si è propagata all'economia reale attraverso una serie di meccanismi di trasmissioni ricorrenti nella storia delle crisi. Quest'ultimi sono:

- Il *credit crunch*, cioè la stretta creditizia imposta dalle istituzioni finanziarie citata anche in precedenza. Nel dettaglio, consiste nell'improvvisa riduzione

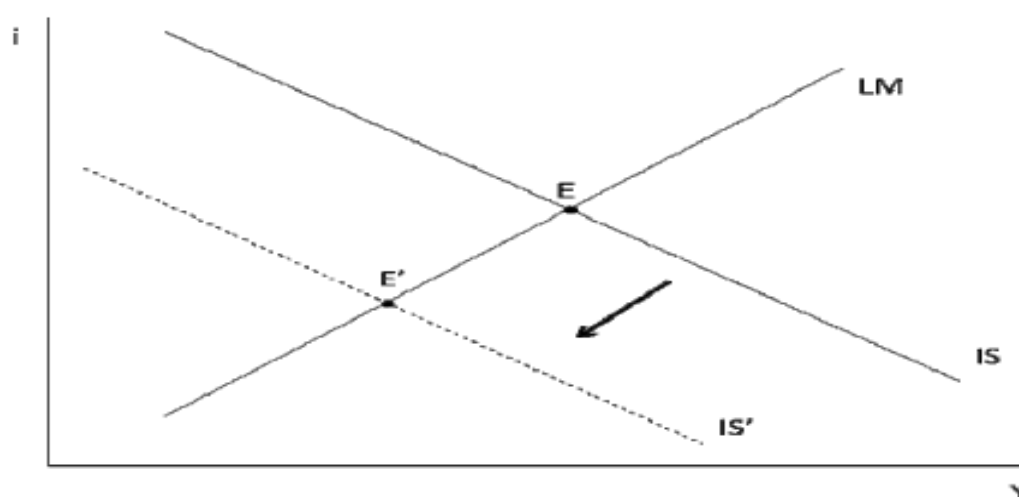
nell'erogazione di prestiti o credito, oppure uno stringimento nelle condizioni di finanziamenti già posti in essere;

- Una brusca riduzione della ricchezza immobiliare e mobiliare, dovuta al crollo dei prezzi delle abitazioni e dei principali mercati finanziari con successiva contrazione del consumo;
- Aspettative di imprese e famiglie sul ciclo economico pessimiste, come visto con l'indice della fiducia dei consumatori;
- La crescita esponenziale nell'avversione al rischio, che si traduce in una preferenza per le attività più liquide facendo crollare ulteriormente i prezzi di titoli azionari e obbligazionari; (Bianchi, 2011)

Quanto riportato fino ad ora può essere sintetizzato attraverso il *Moltiplicatore del Reddito*, che dal punto di vista della teoria Keynesiana. In sostanza, secondo questa teoria, ad una variazione della spesa pubblica o degli investimenti privati avrà un effetto moltiplicatore sul reddito dell'intera economia. Ad esempio, se un governo dovesse decidere di investire in infrastrutture, ci sarà un aumento della spesa pubblica che porterà ad un aumento della domanda di beni e servizi. In risposta a questa crescita nella domanda aggregata, le imprese aumenteranno l'offerta ed assumeranno più lavoratori. Questo, a sua volta, porterà un effetto positivo sul reddito degli individui e una crescita del PIL. Il Moltiplicatore quindi ci esplica una correlazione positiva tra il reddito nazionale e gli investimenti iniziali, dove una variazione di quest'ultimi apporta variazioni più che proporzionali sul primo (Marshall, 2013). Nel caso della crisi finanziaria, si è riscontrato un calo consistente nei consumi, negli investimenti e nelle esportazioni nette che ha provocato una riduzione altrettanto consistente nel reddito. La ricchezza della popolazione però oltre ad essere stata erosa dal crollo dei valori immobiliari e mobiliari, venne colpita anche dall'inflazione che nell'ultimo trimestre del 2008 si attestò sul 3% circa, andando complessivamente ad indebolire notevolmente il potere d'acquisto (Targhetti, Fracasso, 2008). Un altro dato importante da citare consiste nel vertiginoso aumento del prezzo delle materie prime e del petrolio, che portò i costi della produzione industriale alle stelle. A ridosso del fallimento di Lehmann Brothers il petrolio veniva scambiato per 147 dollari al barile, toccando il suo massimo storico. Allo stesso tempo anche il prezzo delle materie prime registrò un ingente incremento insieme alle tariffe per servizi come il trasporto aereo che seguirono le stesse dinamiche. Tutto ciò appesantì ancora di più il ciclo economico. (Daveri, 2013). Un altro importante canale di propagazione della crisi, come affermato anche in precedenza, furono i bilanci delle banche, che videro crollare il valore delle proprie attività. Nel modello IS-LM viene

riportato un unico tasso di interesse per le operazioni di investimento, ma nella realtà il tasso con cui le istituzioni finanziarie prestano i propri fondi è diverso da quello applicato sui depositi. Di conseguenza in occasione di una necessità di nuovo capitale, una banca che non ha la possibilità di trovare nuovi investitori, come nel caso di questa crisi finanziaria a causa della sfiducia generale, deve aumentare il tasso con cui concede finanziamenti. Tale azione, una volta replicata anche dagli altri operatori presenti sul mercato, va a ridurre drasticamente il numero delle imprese richiedenti credito per nuovi investimenti, che si tradurrà in una contrazione della produzione ed infine del consumo. Tutto ciò nel Modello IS-LM si traduce in una trasposizione della curva Investimento-Spesa verso sinistra, stabilendo un nuovo livello di equilibrio sul reddito inferiore, come si può osservare nel seguente grafico. (Giavazzi, Amighini, 2009).

Grafico 7: Equilibrio di mercato in seguito ad un aumento dei tassi sui prestiti bancari



Fonte: Giavazzi, Amighini, 2009

L'inversione del ciclo economico non tardò ad intaccare anche il mercato del lavoro. Tra le nazioni contagiate dalla crisi finanziaria al livello mondiale, gli Stati Uniti hanno registrato le peggiori conseguenze in termini di disoccupazione. Generalmente si tende a pensare che la maggiore flessibilità del mercato del lavoro USA ne determini un'elevata ciclicità, che lo porta a sovra-performare in periodo di boom economico ma al contrario, nelle fasi recessive, vede un aumento vertiginoso del tasso di disoccupazione. Già nell'ultimo trimestre del 2007 si erano registrati 1 milione di nuovi disoccupati ma è a partire da terzo trimestre del 2008 che le condizioni del mercato del lavoro esplodono: la media è di 600 mila nuovi disoccupati al mese. In particolare, si è registrato un crollo nei

livelli occupazionali nel settore dei servizi alle imprese, nel settore del commercio e nel settore dei servizi finanziari, ovviamente legato al fallimento di interi segmenti nell'industria finanziaria. Inoltre è necessario ricordare l'importanza e la crescita che ebbe il settore edilizio in quegli anni: fino al 2006 la manodopera richiesta per la costruzione di abitazioni fu altissima e crollò insieme al prezzo degli immobili portando con sé circa un milione e mezzo di posti di lavoro. Il tasso di disoccupazione USA, dall'ultimo trimestre del 2008 sino al primo trimestre del 2011, non scese mai al di sotto del 9% toccando il suo punto di massimo nell'ottobre del 2009 con il 10%. (C.N.E.L., 2009).

Grafico 8: Andamento del tasso di disoccupazione USA (2000-2018)

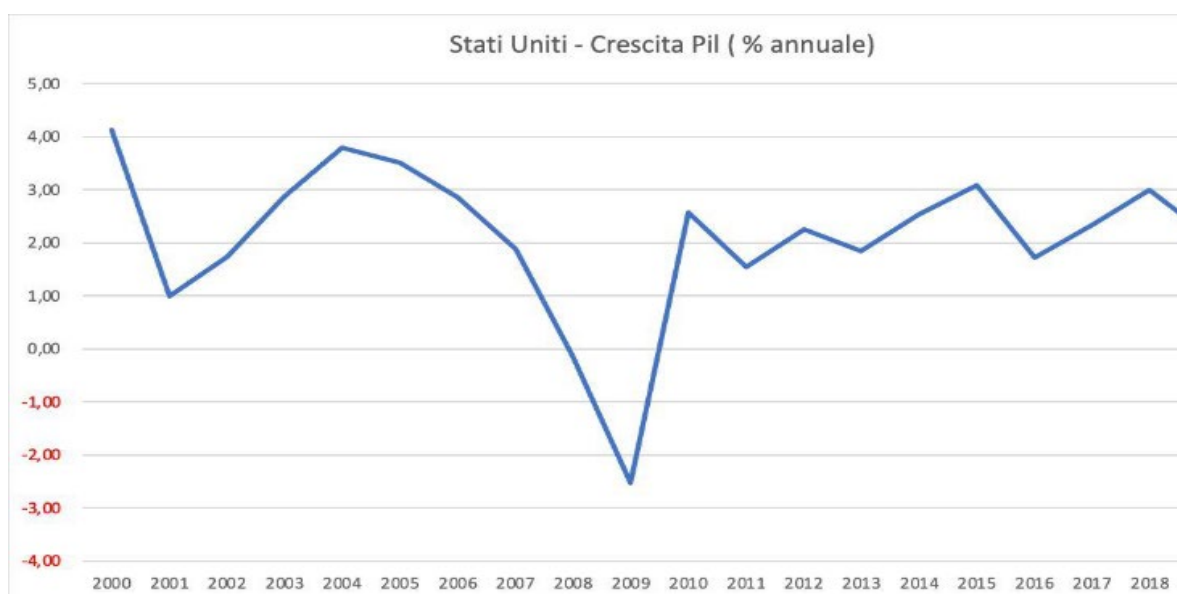


Fonte: Borsa Italiana, 2023

La teoria Mainstream evidenzia, come in periodo di crisi, gli effetti più importanti sono i cosiddetti *effetti ricchezza reale*. Quest'ultimi partono dall'assunzione per cui i consumi non dipendono unicamente dal flusso di reddito corrente ma anche dalla ricchezza accumulata fino a quel momento. Di conseguenza tutte le famiglie che hanno subito delle perdite, sia a causa della disoccupazione sia per i crolli in borsa, sono indotte a diminuire i propri consumi anche per non erodere quanto risparmiato precedentemente nel corso della loro vita. Allo stesso tempo, secondo la Teoria Keynesiana, l'elemento critico in una crisi è rappresentato dalla fase di stagnazione nel ciclo economico causato dal peggioramento del clima tra gli operatori economici e dall'aumento dell'incertezza. La

poca fiducia sul mercato spinge al ribasso gli investimenti da parte delle imprese, sia piccole che grandi, basandosi su delle previsioni che hanno come oggetto una domanda di beni non consistente. I keynesiani, quindi, sostengono che gli investimenti, nonostante siano la componente più variabile nell'equazione del reddito, siano l'elemento più importante in quanto ha effetti moltiplicatori su occupazione, ricchezza e consumo (D'Amario, 2010). Nella fattispecie della recessione in questione, i risultati registrati nelle variazioni del PIL in questi anni convengono con tutte e due le teorie. Il reddito nazionale è stato fortemente eroso sia a causa della riduzione nel consumo e sia a causa dei mancanti investimenti da parte degli imprenditori, causando per la prima volta dalla Seconda Guerra Mondiale una decrescita, non solo statunitense ma al livello mondiale. Analizzando i risultati registrati alla chiusura del 2009, gli USA presentano un -2,4% nel PIL, un -9,3% nella produzione industriale, un -16% negli investimenti complessivi. Contestualmente a ciò anche i prezzi al consumo hanno segnato un -0,4 dato da una riduzione dell'inflazione portando con sé anche una notizia positiva: i prezzi di petrolio e materie prime crollano arrivando a 35 euro per barile (Daveri, 2013). Di grande importanza diviene evidenziare anche come a causa di questa recessione, a partire dal 2007 la popolazione statunitense al di sotto della linea di povertà ha avuto una crescita costante: a fine 2009 arrivò a toccare la soglia del 15%. (Bianchi, 2010)

Grafico 9: Variazione annuale PIL USA (2000-2018)



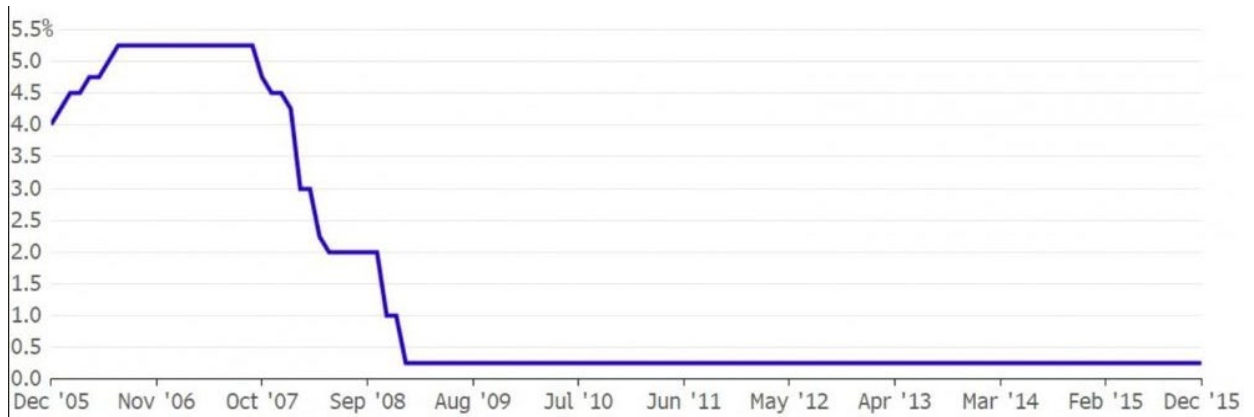
Fonte: Investing.com

Come visto, il principale gap da colmare che ha causato questa importante frizione nel ciclo economico riguarda la domanda nei consumi. Fino a questo periodo storico, il pensiero economico si era basato sulla cosiddetta *Economia dell'Offerta*, evidenziando come nel binomio offerta-domanda la componente importante fosse la prima e non la seconda. Tale dinamica, si basava sulla convinzione per cui tutti gli shock negativi nella domanda tendono a sanarsi automaticamente, una volta che prezzi e salari diventano in grado di adeguarsi alla fase del ciclo in corso dell'economia. (Krugman, 2009). La realtà dei fatti diede torno a questa corrente di pensiero, mostrando come in un libero mercato in cui vi è una domanda non sufficiente lo rende difficilmente sostenibile nel tempo. Gli Stati Uniti recepirono l'errore, e nonostante sia stato l'epicentro della crisi, grazie ad efficienti e repentine misure di politica economica fu la nazione in cui gli effetti negativi furono più attenuati e più rapidamente sanati. Il pacchetto di interventi studiato dalla FED, ricalcato successivamente anche dalle altre Banche Centrali, si articolava lungo tre dimensioni:

- 1) Creazione ed offerta di liquidità all'interno del sistema, per compensare la mancanza nel consumo e investimento;
- 2) Acquisto di tutti i *titoli tossici* ancora in circolazione e successivo "smaltimento";
- 3) Ripristino dei bilanci delle banche più duramente colpite.

Andando in ordine cronologico, i primi due pacchetti di interventi sono stati approvati dall'amministrazione Bush mentre l'ultimo e più decisivo è stato implementato dal neo-presidente Obama, insediatosi a gennaio 2009. Per quanto riguarda la prima leva della creazione di liquidità, è opportuno citare che l'iniezione di moneta effettuata dalla FED è stata coadiuvata anche una riduzione dei saggi di interesse, volta a non ripetere l'errore effettuato nella crisi del 1929 stigmatizzato da Milton Friedman. Secondo il Premio Nobel per l'economia infatti, durante la Grande Depressione la FED abbassò i tassi ma non aumentò di pari livello la liquidità all'interno del sistema, portando ad una contrazione monetaria. Tale pratica ebbe l'effetto di peggiorare la crisi economica. Da quell'esperienza, la Federal Reserve capì l'importanza di fornire al sistema liquidità nei periodi di difficoltà e ciò guidò la politica durante la crisi del 2008. La banca centrale americana, infatti, iniziò una politica definita poi *Zirp* (*Zero rate of interest policy*), arrivando a raggiungere lo 0.25% (Targhetti, Fracasso, 2008).

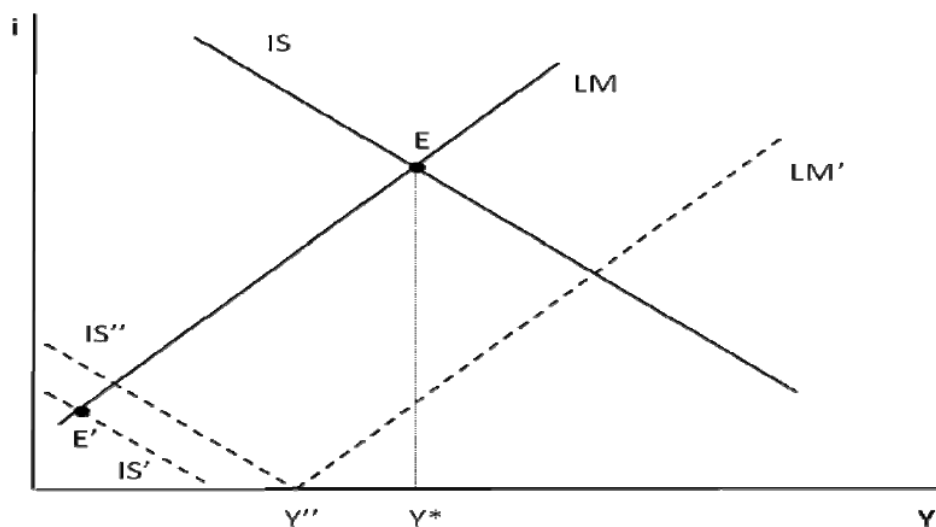
Grafico 10: Andamento tassi di interesse USA (2005-2015)



Fonte: Bloomberg

Allo stesso tempo però, quando i tassi sono prossimi allo zero, si dice che l'economia si trova in una *Trappola della Liquidità Keynesiana*: a questo punto la politica monetaria tradizionale non ha più effetto in quanto non può ridurre ulteriormente i tassi di interesse per convincere gli individui a tenere più liquidità. Per questo sono state necessarie anche le altre due misure poste in essere. In un modello IS-LM come quello configurato nel grafico 7, questa manovra ha spinto la curva LM verso destra andando a definire un nuovo punto di equilibrio per il reddito  $Y^*$ , poiché è stato necessario uno spostamento verso destra della curva IS di eguale misura.

Grafico 11: Politica monetaria nel caso di una Trappola di Liquidità



Fonte: Giavazzi, Amighini, 2009



Relativamente agli interventi dedicati alle banche, questi risultano molto più complessi. Le perdite e le svalutazioni collegate alla crisi finanziaria, secondo le previsioni, avrebbero potuto raggiungere una quota superiore ai 2.000 miliardi di dollari (F.M.I., 2011). L'elemento che più di tutti rende la situazione enormemente problematica, è il grado di incertezza presente sui mercati, i corsi azionari e i titoli bancari hanno una volatilità elevatissima. Il piano messo in atto dal Tesoro ha come obiettivo principale l'acquisto dei *titoli tossici* ancora in circolazione, con il fine di ripulire i bilanci delle istituzioni finanziarie. Tale azione è vantaggiosa anche in termini prettamente di assetto societario, in quanto lascia al proprio posto sia i manager che gli azionisti delle società, con l'unica pecca consistente nelle perdite momentanee date dal *capital loss*. In sintesi, è possibile affermare che la FED ha eseguito una nazionalizzazione dei *titoli tossici* senza nazionalizzare le istituzioni finanziarie loro proprietarie. Con il senno di poi, viene registrata un'eccessiva sproporzione nel quantitativo di fondi utilizzati: vengono impiegati 700 miliardi di dollari. Nonostante ciò gli strumenti derivati dai sub-prime in circolazione sono ancora troppi e tale intervento non produce gli effetti desiderati (Targhetti, Fracasso, 2008). In Europa invece diversi paesi seguirono il piano disposto dal primo ministro inglese Gordon Brown, che prevedeva una vera e propria nazionalizzazione delle banche in difficoltà. A questo punto il governo statunitense capì che gli interventi sul sistema finanziario, seppur giusti e dovuti, non sono sufficienti a sanare una crisi che si è eccessivamente allargata all'economia reale. In una circostanza come quella fino ad ora descritta, la politica monetaria non riesce ad indurre gli individui ad aumentare il consumo e a creare domanda. L'unica soluzione possibile allora risulta nel cosiddetto *Stimolo Fiscale* della Politica di Bilancio: il Governo mette in atto un piano di aumento della spesa pubblica volto a finanziare il disavanzo presente nell'economia reale tra domanda ed offerta. In tempi normale è una pratica sconsigliata in quanto accelera l'inflazione, ma in periodi di recessione è un rischio che può venire messo in secondo piano. L'obiettivo finale di questa linea di intervento era quello di riuscire ad indurre gli individui ad aumentare il consumo e gli investimenti, creando quindi domanda effettiva. Tale *fiscal stimulus* è stato implementato attraverso un aumento degli ammortizzatori sociali per le famiglie, un aumento dei crediti di imposta per le imprese per aumentare gli investimenti ed infine un ingente programma di investimenti pubblici in infrastrutture ed educazione. Dando un'occhiata ai numeri dell'intervento, il piano

approvato da Obama nel 2009 prevede fondi pari a 825 miliardi di stimolo fiscale distribuiti su due anni, a cui però vanno aggiunti i 700 miliardi, citati precedentemente, impiegati dalla precedente amministrazione Bush. E' il più grande piano di investimenti pubblici al mondo dal secondo dopoguerra (Targhetti, Fracasso, 2008). Il rovescio della medaglia fu l'esponenziale aumento del deficit pubblico, che già si attestava sui 1200 miliardi che dovrà essere riassorbito con un futuro aumento delle imposte al momento non inserito in un piano di medio-lungo termine.

Grafico 12: Variazione del debito pubblico USA in relazione al PIL (2000-2016)



Fonte: Macrotrends

Il pacchetto di investimenti pubblici comprendeva sia misure di breve termine, come l'assistenza sociale per le famiglie maggiormente colpite dalla crisi, che programmi in infrastrutture per avere effetti positivi anche di lungo periodo. Da tenere in conto sono gli appelli lanciati da economisti quali Strauss Khan e Blanchard, che fecero notare l'importanza e la necessità di interventi analoghi a quelli effettuati negli USA anche nel resto del mondo per raggiungere gli effetti desiderati ed uscire dalla recessione. Con il passare del tempo, arrivando al 2010, la liquidità e le misure adottate dallo stato hanno trasmesso i loro effetti all'economia reale dando inizio alla risalita economica. Il graduale innalzamento della curva di domanda aggregata portò a una ripresa nei consumi pari al 4,4%, con conseguente aumento dell'inflazione del 1%. Anche il PIL registrò una ripresa, segnando un +3,8 rispetto al 2009, pur restando al di sotto del livello di pieno impiego (Daveri, 2013). Questi dati testimoniano come, in maniera graduale, il reddito di

equilibrio crebbe ad un altrettanto graduale spostamento della curva IS. Sin da subito il governo si è interrogato su quali riforme dovessero essere implementate per prevenire ed evitare eventuale future crisi di questa entità. A tal proposito, la presidenza Obama nel luglio del 2010 approvò il *Dodd-Frank Act* che prevedeva cinque categorie di regolamentazione:

- *Tutela dei consumatori.* La legislazione creò un nuovo ente all'interno della FED con il potere di vigilare su tutte società partecipanti ad emissioni di prodotti finanziari legati ai mutui immobiliari rivolti ai consumatori meno abbienti. Questa categoria era focalizzata sulla capacità di solvenza degli acquirenti di questi titoli;
- *Autorità di risoluzione.* Questo atto dota il governo della capacità di assumere la il controllo delle istituzioni finanziarie in via di fallimento e di procedere poi al loro rilancio o liquidazione;
- *Regolamentazione del rischio sistemico.* Venne istituito un comitato, presieduto dal Tesoro, che adempiva al monitoraggio dei mercati per prevenire la creazione di bolle speculative per minimizzare il rischio di contagio;
- *Regolamentazione del trading.* Alle banche venne posto un limite alla quantità operazioni di scambio sui propri titoli finanziari effettuate ma non realizzate per conto dei clienti. Venne inoltre imposto un ulteriore limite sulle percentuali di partecipazione in hedge fund e private equity;
- *Regolamentazione dei derivati.* La legislazione introdusse l'obbligo per gli strumenti derivati standardizzati di negoziazione su piattaforme regolate dalla presenza della Clearing House. Quest'ultima, regola il mercato su base giornaliera per assicurare la solvenza degli operatori. Inoltre si negò alle banche di operare su determinati derivati considerati rischiosi, come alcuni swap. (Mishkin, Eakins, Beccali, 2019)

Come abbiamo visto, l'epicentro della crisi non ha coinvolto propriamente le banche commerciali in sé ma le loro *banche ombra*, le cosiddette SIV, che svolgevano attività di intermediazione per le loro case madri. Con il *Dodd-Frank Act*, viene conferita alla Federal Deposit Insurance Corporation (società governativa fondata nel 1933 che svolge funzioni di controllo della solvibilità e garanzia dei depositi) l'autorità di risoluzione sulle banche ombra, in uguale misura rispetto alle banche tradizionali. Ciò dà la possibilità di

mettere in liquidazione un'istituzione finanziaria in difficoltà che potrebbe essere un pericolo per l'economia, con giudizio insindacabile del FDIC. Per quanto riguarda le dimensioni, si è testato che una volta che un'istituzione diventa troppo grande, ciò rappresenta un problema in caso di incertezze. Così la riforma, per limitare le dimensioni delle società finanziarie, ha disposto dei vincoli sulle fusioni tra banche ed ha inasprito i requisiti patrimoniali obbligatori. Il tema dell'esposizione al rischio in questa crisi finanziaria ha assunto un ruolo cruciale. Proprio per questo, l'Act in questione ha introdotto molteplici restrizioni per le banche commerciali e di investimento, tra tutte la più famosa è la *regola di Volcker*. Quest'ultima impone il divieto di effettuare determinate tipologia di investimenti speculativi, come ad esempio l'eccessiva esposizione dei depositanti verso i strumenti derivati o hedge funds. Di pari importanza vi è sicuramente la regolamentazione finanziaria, troppo morbida almeno fino al 2007. Attraverso il *Dodd-Frank Act* sono stati imposti regimi di controllo più stringenti, non solo per quanto riguarda gli investimenti finanziari. Infatti, da questa crisi finanziaria tutti gli attori economici hanno posto maggiore attenzione sulla valutazione di tutti i rischi presenti, partendo dal rischio di credito sui finanziamenti, che possano essere obbligazioni o mutui. Alla luce di quanto detto fino ad ora, da cosa è scaturita la crisi finanziaria del 2008? Possiamo affermare che è stata causata da una combinazione di fattori tra cui una serie di comportamenti e decisioni adottati da diversi attori del sistema economico. Non è possibile individuare una singola categoria di responsabili, in quanto la crisi è stata il risultato di un insieme di elementi diversi ma interconnessi fra di loro, molti dei quali sono stati criticati ed analizzati. In primis, uno dei fattori principali è stato il *basso costo del denaro*, promosso dalle banche centrali a partire dall'inizio degli anni 2000, attraverso la riduzione dei tassi di interesse. Tale politica aveva l'obiettivo di stimolare la crescita economica, ma ha anche incentivato un eccessivo indebitamento delle famiglie e delle imprese. In particolare, il basso costo del denaro ha creato una bolla immobiliare, in cui il prezzo degli immobili è aumentato rapidamente ed in modo esponenziale, spingendo molte persone a contrarre mutui per acquistare una casa. In questo contesto, gli *acquirenti di immobili* hanno svolto un ruolo chiave nella creazione della bolla immobiliare, sia come privati che come speculatori. Infatti, molte persone hanno contratto mutui e richiesto prestiti in misura superiore alle proprie effettive capacità di spesa, spinte dal desiderio di possedere una casa e dal timore di rimanere escluse dal mercato immobiliare

in rapida crescita. Allo stesso tempo, alcuni *speculatori* hanno acquistato immobili sotto forma di investimento, cercando di cavalcare il trend immobiliare in crescita. In aggiunta a ciò, gli *intermediari finanziari*, soprattutto quelli facenti parte del mercato dei mutui ipotecari, hanno incentivato oltremisura le famiglie ad accendere finanziamenti, anche quando erano consapevoli che il loro rimborso era incerto. In particolare, il segmento dei mutui sub-prime, ovvero dei finanziamenti erogati a persone con basso reddito e cattiva reputazione creditizia, ha rappresentato un fattore determinante alla base della crisi finanziaria. Le *banche di investimento* invece, sono state anch'esse protagoniste nella creazione della crisi finanziaria attraverso la cartolarizzazione tradizionale e sintetica, che ha consentito la vendita sul mercato di prodotti derivati di difficile comprensione. In questo modo, le banche hanno venduto titoli di debito garantiti da mutui ipotecari, senza rendere consapevole la controparte dei rischi in gioco, aumentando la vulnerabilità del sistema finanziario, sfruttando le asimmetrie informative. Le *agenzie di rating* hanno attribuito classificazioni troppo alte ai titoli garantiti da mutui ipotecari, sottovalutando il rischio di insolvenza dei debitori e contribuendo a rendere il mercato non trasparente. In questo modo, hanno consentito alle banche di investimento di vendere titoli di debito di scarsa qualità a investitori non consapevoli dei rischi connessi. Le *autorità di vigilanza* e i *responsabili delle politiche economiche* hanno avuto la responsabilità di garantire la sicurezza tra gli attori economici e nel sistema bancario, ma non sono riusciti a prevedere le conseguenze negative della crisi finanziaria. D'altro canto, anche la *deregolamentazione del sistema finanziario* è stata critica, in quanto ha dato la possibilità agli intermediari finanziari l'implementazione di pratiche speculative e rischiose, come l'eccessivo uso della leva finanziaria (Friedman, Kraus, 2011). In conclusione, è possibile affermare che la crisi finanziaria è distribuita su tutti questi gruppi di attori economici. Questo evidenzia come, alla base di tutto ciò, vi è stato un problema di irresponsabilità generale e di negligenza all'interno dell'intero mercato. Dal punto di vista sociale, la crisi ha aumentato la consapevolezza delle disuguaglianze economiche e ha messo in risalto la necessità di politiche pubbliche volte a ridurre le disparità e incentivare il lavoro. Inoltre, ha causato una grande incertezza nei confronti del sistema finanziario e delle istituzioni regolatrici, evidenziando quanto sia importante e necessaria la stabilità economica e misure capaci di prevenire ed affrontare le crisi.

### 3. GLI EFFETTI DELLA RECESSIONE DEL 2008 IN EUROPA E LE MISURE DI POLITICA ECONOMICA ADOTTATE DALL'ITALIA

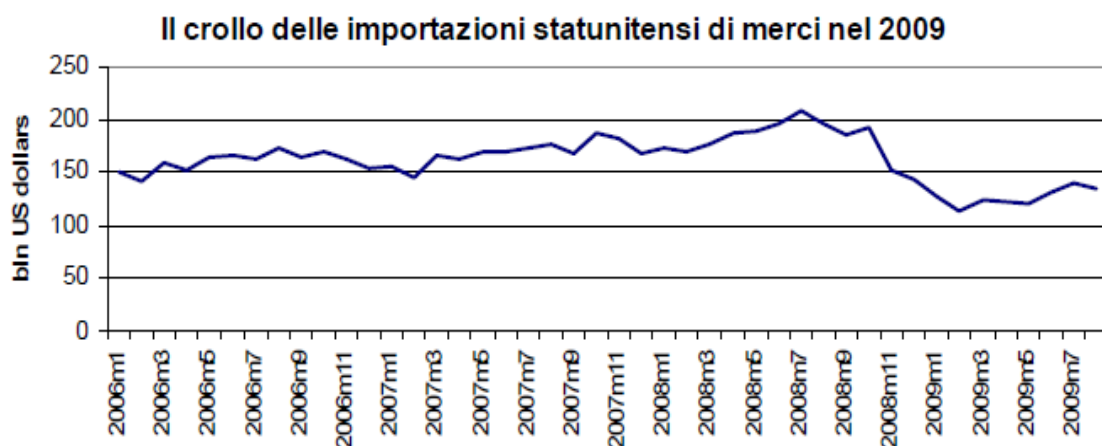
La recessione del 2008 non si è limitata solo agli Stati Uniti. Infatti, a causa della vendita dei titoli cartolarizzati legati al mercato immobiliare alle istituzioni finanziarie di tutto il mondo, la crisi ha preso piede anche nel resto del mondo creando il cosiddetto *effetto contagio*. Infatti, gli ormai famosi *titoli tossici* relativi al segmento sub-prime, erano stati acquistati da tutte le banche internazionali. Inizialmente l'economia europea sembrava resistere alla crisi finanziaria, ma successivamente anche le banche europee sono state colpite da pesanti perdite dovute allo smobilizzo di *CDO* (strumenti finanziari derivati garantiti da pool di mutui ipotecari, descritti nel primo capitolo) e dalla successiva scarsa liquidità sui mercati. A ridosso dell'ultimo trimestre del 2008, in corrispondenza del fallimento di Lehman Brothers, ci si rese conto che le banche europee erano fortemente esposte sul mercato immobiliare statunitense. In particolare, analizzando la situazione patrimoniale delle principali istituzioni finanziarie in quel momento, si poteva osservare come:

- Le banche avevano investito pesantemente nei titoli sub-prime negli anni precedenti alla crisi. Si stima infatti che alla fine del 2006, questi operatori possedevano il 36% della loro totalità;
- Oltre agli investimenti in titoli statunitensi, avevano emesso sul mercato primario dei propri strumenti finanziari collegati all'andamento del settore immobiliare americano. Per finanziare queste operazioni, erano stati presi in prestito dollari dalla FED e ciò ha avuto un effetto a catena sulla liquidità del sistema bancario;
- Le stesse banche erano state protagoniste anche della sottoscrizione di *CDS* (strumento derivato con la funzione di copertura sul rischio di credito, citato nel primo capitolo), ma che non furono sufficienti per coprire le perdite;
- In alcune nazioni come la Spagna e l'Irlanda, si sono verificate ulteriori bolle speculative immobiliari parallele a quella americana, che hanno contribuito a

peggiore gli effetti della crisi e le sue conseguenze. (Setzer, Van Noord, 2010)

Una volta che la crisi finanziaria ha preso piede negli USA e le prime istituzioni finanziarie sono iniziate a cadere, i risultati negativi non si sono fatti attendere anche nell'Eurozona. Infatti, a causa della forte esposizione appena esplicitata, anche le banche europee hanno subito ingenti perdite che hanno trasmesso le loro conseguenze all'economia reale. Oltre al canale finanziario però, la recessione è stata trasmessa anche attraverso altri due vettori: il canale del commercio internazionale e il canale del credito. Il canale del commercio si riferisce all'importanza dei flussi commerciali tra le diverse economie. Ciò va ad spiegare un concetto basilare in macroeconomia. Infatti, i consumatori e le aziende di una nazione impiegano una frazione del proprio reddito nell'acquisto di beni e servizi originari di un altro paese. Nel momento in cui la ricchezza disponibile diminuisce, viene meno anche il flusso beni-denaro fra gli stati e quindi il l'import-export. Gli Stati Uniti sono il più grande importatore al mondo e poiché tra il 2008 e il 2009 le importazioni sono calate del 46%, ciò ha significato una equivalente riduzione nelle esportazioni nelle altre nazioni. Il risultato finale ha attestato un decremento del 12% nel volume degli scambi internazionali (Giavazzi, Amighini, 2009).

Grafico 13: riduzione delle importazioni negli Stati Uniti durante il 2009



Fonte: Giavazzi, Amighini, 2009

I paesi che sono stati maggiormente colpiti da questa dinamica sono stati quelli più esposti e dipendenti dal commercio estero, come ad esempio la Germania. Inoltre stati come Inghilterra e Irlanda hanno subito degli effetti amplificati a causa delle peggiori

condizioni del settore bancario, simili a quelle delle banche americane, una volta che il mercato interbancario è entrato in crisi di liquidità. Per quanto riguarda il canale del credito, anche nelle principali banche europee si sono registrate dinamiche molto simili a quelle avvenute negli Stati Uniti. Infatti, una volta che il mercato immobiliare è scoppiato e conseguentemente tutti gli strumenti finanziari ad esso collegati le istituzioni europee registrarono pesanti perdite. L'aumento nel tasso di insolvenza sui prestiti ha provocato anche in Europa un aumento dei tassi di interesse da parte della BCE che implicarono anche qui tutti gli effetti correlati al *credit crunch*. Ragionando a posteriori, si può osservare come in questo periodo, a causa della crisi di liquidità nel mercato interbancario, non vennero erogati sufficienti prestiti verso le imprese e le famiglie europee e ciò provocò un forte rallentamento nel ciclo economico. Questo ebbe un importante effetto negativo anche sul mercato del lavoro. In tutti i paesi di segnala una critica impennata nel tasso di disoccupazione nel biennio 2008-2009, registrando un +9% complessivo nell'area euro, ma toccando dei massimi in alcuni paesi come il 20% in Spagna. Si stima che tra il 2008 ed il 2013 l'Unione Europea abbia perso circa 6,3 milioni di posti di lavoro. (D'Amario, 2010). Di conseguenza, questa stretta creditizia ha generato delle frizioni anche nel prodotto interno lordo dei vari stati in misura però di molto maggiore rispetto agli USA. Analizzando le variazioni nel PIL è possibile osservare come nell'area euro, durante il 2009, è stata registrata una riduzione complessiva del 4% circa. Scendendo nello specifico per i paesi europei principali si rileva come in Germania e nel Regno Unito vi è stato un caso del 4,8%, in Spagna del 3,6%, in Italia del 5,5% ed in Francia del 2,3% (Daveri, 2013).

Grafico 14: variazione del PIL nelle principali categorie di paesi europei nel periodo 2008-2009

	Tasso di crescita del PIL (%)	
	2008	2009
Mondo	+2,7	-0,6
Paesi ricchi	+0,5	-3,2
Paesi emergenti	+6,1	+2,1
Stati Uniti	+0,4	-2,4
Area dell'euro	+0,6	-3,9
Germania	+1,2	-4,8
Francia	+0,3	-2,3
Italia	-1,0	-5,5
Spagna	+0,9	-3,6
Regno Unito	+0,5	-4,8

Fonte: Fondo Monetario Internazionale



Come si può vedere, nonostante la crisi sia nata negli Stati Uniti, i paesi europei hanno subito degli effetti di gran lunga peggiori. Le motivazioni di ciò sono varie. In primo luogo l'economia europea ha una maggiore esposizione al settore bancario. Come detto precedentemente, molte delle principali banche avevano praticato un livello di leva finanziaria eccessivamente alto che ha causato gravi perdite e esponendone alcune al rischio fallimento. Inoltre, se per le banche americane alcune perdite erano state attenuate dal pignoramento degli immobili sui cui gravavano i mutui, quelle europee avevano quasi la totalità dei titoli collegati al mercato immobiliare basati sulla cartolarizzazione sintetica, quindi con nulla di fisico in loro possesso. In secondo luogo, nell'Eurozona vi è stata una mancanza di coordinamento nella risposta delle autorità fiscali e monetarie. Molti paesi hanno praticato delle politiche molto eterogenee fra di loro che hanno creato tensioni anche nella comunicazione politica. In aggiunta a ciò, in alcuni stati sono state messe in atto delle misure restrittive in risposta alla crisi, come ad esempio tagli alla spesa pubblica e aumenti nelle imposte. Il loro obiettivo era quello di ridurre il deficit di bilancio, tuttavia i risultati che ne hanno tratto sono stati fortemente negativi. Infatti, queste politiche hanno solo rallentato ulteriormente il ciclo economico, aumentando la disoccupazione e inaspriendo la recessione. Infine la crisi ha successivamente messo in risalto la vulnerabilità dell'economia europea, aprendo le porte alla crisi del debito sovrano (Van Reenen, 2014). Analogamente a quanto successo in America, in linea generale anche in Europa molti governi nel 2009 misero in atto manovre straordinarie per sostenere la domanda nel consumo, sia attraverso incentivi fiscali e sia per mezzo di fondi pubblici. Inoltre, vennero realizzate delle garanzie in favore di banche e aziende in difficoltà e dei sostegni ai lavoratori appena usciti dal mercato del lavoro. Nel dettaglio, le misure attuate possono essere sintetizzate come:

- Taglio nei tassi di interesse, dove la BCE ha ridotto il tasso per l'Eurozona dal 4.25% del 2008 fino all' 1% nel 2009. Ugualmente all'operato della FED, l'obiettivo era quello di rendere più favorevole l'accesso al credito da parte di imprese e consumatori;
- Operazioni di rifinanziamento a lungo termine, con cui sono stati offerti alle banche europee dei finanziamenti a basso costo per allentare il credit crunch;
- *Quantitative easing*, misura di politica economica che viene implementata per stimolare ulteriormente l'offerta di moneta e l'economia, nel momento in cui i

tassi di interesse sono prossimi allo zero. Questo obiettivo viene perseguito dai governi nazionali acquistando dei titoli in possesso delle banche commerciali. Nel nostro caso i titoli collegati al mercato immobiliare americano e titoli di stato, in maniera tale di aumentare la liquidità in circolazione. Questa dinamica dovrebbe incentivare le banche ad aumentare gli impieghi nei confronti delle aziende e dei consumatori. E' una misura equiparabile alla politica di riacquisto dei *titoli tossici* praticata dalla FED negli USA, ma in Europa non poteva essere attuata dalla BCE e questo rese l'intervento meno efficace;

- Supporto di liquidità alle banche, la BCE ha esteso la durata dei prestiti di emergenza e l'offerta di garanzie sui prestiti bancari, oltre all'apertura di nuove linee di credito;
- Iniezioni di liquidità nel mercato, sono stati offerti anche prestiti a breve termine alle banche commerciali per stimolare il ciclo economico e aumentare gli impieghi;
- Misure di supporto alle PMI, con cui sono stati istituiti dei programmi di finanza agevolata e credito comunitario per porgere aiuto economico alle piccole e medie aziende europee. (Giavazzi, Amighini, 2009)

La Banca Centrale Europea ha avuto un ruolo fondamentale durante la crisi, divenendo la figura garante di stabilità economica e finanziaria per eccellenza. Nella gestione della crisi, essa ha subito molte critiche per il suo operato ed ha affrontato sfide importanti per salvaguardare la stabilità nell'area euro. Inizialmente, la BCE ha realizzato le misure di politica monetaria convenzionali tagliando i tassi di interesse ma ciò non fu abbastanza. Arrivati a questo punto vennero attuate le politiche non convenzionali. Uno dei principali strumenti utilizzati è il *programma di acquisto di covered bonds*, che consisteva nell'acquisto di obbligazioni garantite dalle banche per apportare liquidità e supportare il mercato. Ciò ha permesso alle banche di monetizzare gli asset in loro possesso e ridurre il rischio di credito, dando anche un impulso alla concessione di prestiti. Un'altra importante misura non convenzionale utilizzata sono stati i *TLTRO (Long Term Refinancing Operation)*, cioè un piano di rifinanziamento a lungo termine a condizioni speciali e a tassi di interesse sotto la media. Anche qui l'obiettivo era dare impulso al credito, ma questo strumento fece sorgere molte critiche poiché questi prestiti verso le sole banche richiedenti potevano essere visti come dei "sussidi" ed essere utilizzati per

altre attività (Mishkin, Eakins, Beccali, 2019). E' importante evidenziare come la BCE, nella stesura di queste politiche economiche abbia collaborato con altre banche centrali, in particolare con la FED, per accomunare le misure praticate al livello globale. Purtroppo, questo non è avvenuto del tutto a causa di discrasie tra i governi, citate anche in precedenza (Papadia, 2012). Anche in molte nazioni europee, sono stati disposti dei piani per il salvataggio bancario, in quanto come negli USA, molte delle banche più importanti versavano in condizioni di grave difficoltà. La prima è il Regno Unito, che con il piano di Gordon Brown, mise in campo una vera e propria nazionalizzazione di alcune istituzioni finanziarie. Tra queste troviamo la Royal Bank of Scotland e la Lloyds Banking Group in cui il Governo è subentrato con il 75% del capitale sociale, oltre a grandi iniezioni di capitale verso Barclays e HSBC. Allo stesso tempo la Germania presenta un piano di aumenti di capitale per 10 miliardi divenendo l'azionista principale di Commerzbank e azionista di Deutsche Bank. La Francia invece entra nel capitale di BNP Paribas, Societ  Generale, Credit Agricole e altre banche minori, per una quota vicina ai 10 miliardi di euro. I governi di Belgio, Lussemburgo e Olanda entrano nel gruppo Fortis, mentre l'Irlanda prima garantisce i depositi bancari e successivamente nazionalizza l'attuale Banca Anglo-Irlandese (Targhetti, Fracasso, 2008). Una nazione che merita una menzione particolare   sicuramente la Polonia. Questa   stata l'unica nazione europea a registrare una crescita economica nel 2009, ci    dovuto a un deprezzamento della moneta nazionale congiuntamente all'apertura di una linea di credito con il Fondo Monetario Internazionale (FMI). Il fattore cruciale   risieduto nella scelta del governo polacco di non adottare l'euro come moneta ma mantenere quella nazionale, lo zloty. Il tasso di cambio flessibile ha quindi reso i prodotti esteri pi  costosi, facendo quindi concentrare il consumo di famiglie e aziende sui prodotti nazionali. Il risultato   stato una crescita del PIL a fine anno del 3,4% (Maria Drozdowicz-Bie , 2011). In generale quindi,   possibile affermare che la crisi finanziaria del 2008 ha avuto degli effetti pi  gravi sull'Europa rispetto agli USA innanzitutto per la diversa struttura economica. Infatti, l'economia europea presenta un alto grado di diversificazione dove al suo interno le varie nazioni presentano organizzazioni molto eterogenee tra loro. A questo si aggiunge la moneta unica, l'euro, che aumentato la difficolt  dei paesi membri di reagire in modo indipendente alla crisi. Il quadro fiscale europeo inoltre   molto rigido, fattore che limita la flessibilit . Il sistema economico statunitense, invece,   pi  standardizzato ed omogeneo.

Ciò gli permette di adottare politiche monetarie unitarie ed aggressive per stimolare l'economia. Bisogna anche ricordarsi che molti paesi europei, già prima della crisi, presentavano dei livelli di debito molto alti, che hanno peggiorato la situazione durante la recessione ed hanno appesantito ulteriormente il ciclo economico. (Belkin, 2012)

### 3.1 FOCUS SULL'ITALIA

Come le altre nazioni europee, anche l'Italia ha subito gli effetti della crisi finanziaria del 2008, che hanno causato conseguenze critiche per il suo sviluppo economico, il tasso di occupazione e la finanza pubblica. Anzi, analizzando la variazione del PIL alla fine del 2009 (grafico 14) possiamo notare che, tra i principali paesi europei, l'Italia è quello che ha realizzato il peggior risultato, registrando un -5,5%. Negli anni antecedenti alla crisi, l'economia italiana stava vivendo un periodo di crescita moderata che però già evidenziava la presenza di diversi problemi strutturali. Innanzitutto l'Italia era caratterizzata da un basso tasso di produttività. Questo era causato da diversi fattori, come la scarsa qualità dell'istruzione, la mancanza di adeguati investimenti in innovazione in vari settori e una forte rigidità nel mercato del lavoro, che presentava alti costi di licenziamento. Ciò si rifletteva in una crescita del PIL lenta, al di sotto delle medie europee. Un altro fattore molto importante da considerare risiedeva nel debito pubblico. Quello italiano era uno dei più alti in Europa già prima della crisi. Nel 2007 il rapporto debito pubblico/PIL era del 103,5% e crebbe fortemente durante e dopo questi anni di recessione, avviandosi alla crisi del debito sovrano.

Grafico 15: rapporto debito/PIL per i principali paesi UE prima e dopo la crisi

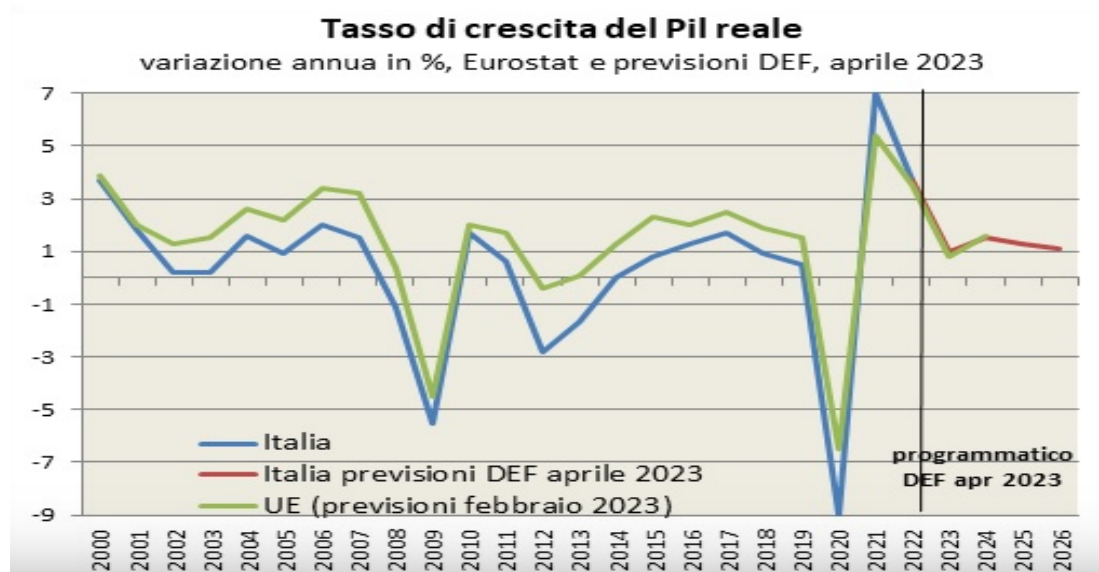
	2007	2009	2011	2014p
Stati Uniti	61,9	88,8	102,2	114,1
Regno Unito	44,7	67,8	85,0	113,9
Germania	64,9	74,5	80,5	85,1
<b>Italia</b>	103,5	116,4	120,1	131,4
Francia	63,8	79,2	86,0	109,7
Spagna	36,3	53,9	69,2	97,0

Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Inoltre le imprese italiane, dal punto di vista della competizione internazionale, non reggevano il confronto con le altre nazioni. La struttura imprenditoriale dell'Italia era

molto frammentata e basata sulle piccole e medie aziende, che soffrono tutt'ora le multinazionali estere sia in termini di accesso ai finanziamenti, che per economie di scala e diversificazione (C. Cottarelli, L. Jaramillo, 2012). L'Italia, in quel periodo, aveva una forte necessità di riforme strutturali per risolvere queste criticità. In primis urgeva quella sul mercato del lavoro, sul sistema pensionistico e sul prelievo fiscale. Tuttavia a causa di contrasti politici queste misure tardarono ad arrivare mentre alcune vennero implementate ma solo parzialmente, pertanto i problemi non furono risolti. Con l'avvento della crisi, con i gradualisti fallimenti nel sistema bancario e i relativi salvataggi, prima negli USA e successivamente anche in Europa, tutte queste criticità emersero esponendo l'Italia a tutti i relativi rischi, più di ogni altra economia europea. Infatti, alla fine del 2008 l'indice destagionalizzato del fatturato industriale cala del 13%, gli acquisti da parte di aziende del 15%, i beni durevoli acquistati da parte delle famiglie del 5% e 1% per i beni di consumo. I consumatori italiani adottano quindi la strategia del *wait and see*, cioè rimandano al futuro il consumo, al pari delle imprese che rinviando gli investimenti. Il tutto viene amplificato dalla contrazione del commercio internazionale, a cavallo del 2008 le esportazioni italiane calate del 19%. Ciò può essere facilmente tradotto in una contrazione della domanda aggregata, corrispondente ad una riduzione del reddito disponibile ed infine del PIL. (Daveri, 2013)

Grafico 16: Tasso di crescita annuale PIL reale a partire dal 2000



Fonte: Eurostat, 2023

Per quanto riguarda il settore bancario italiano, esso inizialmente soffrì la crisi finanziaria in maniera piuttosto contenuta rispetto agli altri paesi europei. La motivazione di ciò può essere riscontrata in diversi fattori. Uno di questi è l'intermediazione basata su strette relazioni di lungo periodo con la clientela, che ha sicuramente giocato un ruolo importante. Grazie ad un'ampia rete di filiali le banche italiane hanno stretto rapporti duraturi con le famiglie di risparmiatori, che hanno garantito una fonte di raccolta stabile nel tempo. Oltre a questo, il sistema bancario italiano ha da sempre erogato prestiti verso le piccole e medie imprese, che richiedevano importi ridotti rispetto alle grandi aziende, andando così ad abbassare il rischio di credito. Queste sono delle importanti differenze con le banche estere. Un'altra caratteristica dell'Italia si ritrova nel basso livello di indebitamento privato rispetto agli altri paesi. Le PMI italiane sono da sempre caratterizzate da una discreta avversione nei confronti dei debiti, di conseguenza preferiscono ricorrere ai risparmi o agli utili reinvestiti (Mieli, 2009). Inoltre, nei bilanci delle banche italiane, le operazioni aventi come asset sottostanti titoli esposti alla crisi finanziaria (come MBS o CDS legati al mercato immobiliare americano) avevano poco peso confrontandole con il resto delle banche europee. Tuttavia, le istituzioni finanziarie in Italia erano comunque significativamente esposte al mercato dei sub-prime. Da rapporti di Banca d'Italia e del Fondo Monetario Internazionale, si può constatare come i principali player italiani avevano investito tra il 10% ed il 20% del loro portafoglio in prodotti strutturati legati a tale segmento, pari ad un importo di 35 miliardi di euro. In ogni caso di molto inferiore rispetto alle istituzioni finanziarie estere. Questa sensibilità ha però comunque causato ingenti perdite, tra le più famose vi troviamo la Banca Monte dei Paschi di Siena, che perse 1,5 miliardi di euro e che si avviò verso il suo fallimento (Carretta, Farina, Schwizer, 2013). Un altro elemento di vitale importanza per cui il settore bancario italiano ha resistito relativamente meglio rispetto a quello delle altre nazioni risiede nella maggiore regolamentazione e vigilanza. Infatti, l'operato del sistema di vigilanza italiano è stato considerato abbastanza efficace, anche grazie alla presenza della Banca d'Italia come autorità di vigilanza indipendente. Essa ha implementato sin dal 2007 subito rigorosi controlli sui bilanci delle banche e ha incoraggiato una gestione conservativa dei rischi. Inizialmente venne chiesto agli intermediari di fornire valutazioni autonome sull'operatività dei prodotti derivati. Insieme a ciò, Banca d'Italia eseguiva delle ispezioni mirate per accertarsi che il controllo su tali strumenti fosse adeguato e per

valutare più nel dettaglio l'attività degli intermediari. Successivamente venne fatta una rilevazione sull'esposizione del settore al segmento dei sub-prime, nella quale venne richiesta un'analisi di tutti i rischi collegati ai *CDO*, *MBS* e *CDS* detenuti in portafoglio dalle banche italiane. L'obiettivo di questi controlli risiedeva nel far comprendere al settore l'importanza nel consolidare e stabilizzare i bilanci delle società veicolo. Con il passare del tempo, la sorveglianza venne intensificata e, nel luglio del 2008, venne ribadita l'importanza e l'esigenza di rispettare determinati margini di fabbisogno finanziario relativamente all'esposizione ai rischi del segmento sub-prime. Tutte queste misure messe in atto dalle autorità di vigilanza italiane, con il senno di poi, furono decisive nell'attenuare l'impatto della crisi una volta che si è intensificata. Inoltre, la Banca d'Italia ha collaborato a stretto contatto con le autorità europee e internazionali per coordinare le operazioni di risposta alla crisi. Infatti, sono state adottate delle misure per garantire la liquidità del sistema, grazie all'apertura di linee di credito di emergenza presso la BCE (Signorini, 2009). Allo stesso tempo il governo italiano ha disposto delle riforme volte alla salvaguardia della stabilità del settore bancario. In particolare, gli obiettivi erano la protezione dei depositanti, il supporto della liquidità all'interno del sistema, la patrimonializzazione delle banche il rafforzamento della capacità di finanziare l'attività produttiva. Attraverso il primo pacchetto di misure, il MEF è stato nominato come garante sui depositi bancari privati, attivabile nel momento in cui l'assicurazione sia inadempiente. Successivamente esso è stato reso capace di fornire delle garanzie sulle passività bancarie a breve termine di nuova emissione, con il fine di stimolare la liquidità. Oltre a ciò è avvenuto il cosiddetto *asset swap*, attraverso il quale il Ministero dell'Economia e Finanza ha acquistato titoli di stato dalle banche in cambio di liquidità, ponendo in essere oltre a ciò degli *swap*, che indirizzavano i relativi flussi di cassa verso le banche. Il secondo pacchetto di interventi erano invece volti ad evitare il *credit crunch*. Con la legge n.2 veniva autorizzato il MEF di sottoscrivere attività bancarie e imputarle al patrimonio, a seguito della valutazione della Banca d'Italia. Le banche che accedevano a questo strumento di finanziamento dovevano impegnarsi a sostenere l'economia erogando prestiti a imprese e famiglie, sotto le condizioni target della BCE. L'obiettivo finale era quello di evitare un possibile circolo vizioso, come avvenuto negli Stati Uniti (Mieli, 2009). Se durante il 2008 le banche italiane subirono perdite, soprattutto quelle di dimensioni medie e piccole, a causa dei titoli collegati ai sub-prime e all'aumento del

costo del denaro, le misure introdotte hanno prodotto i loro effetti positivi nel 2009. In questo anno infatti, il settore bancario italiano è riuscito a contenere i danni e preservare una relativa stabilità. Secondo i dati della Banca d'Italia, rispetto all'anno precedente, il totale delle attività in possesso degli intermediari finanziari è cresciuto notevolmente, ma anche il capitale proprio e si è registrata una variazione positiva anche nel tasso di impieghi. Se le banche si sono parzialmente protette dalla crisi finanziaria, essa ha trasmesso i suoi effetti più gravi all'economia reale italiana. A partire dal 2008 è stato possibile assistere ad una forte contrazione nella domanda interna di beni e servizi, negli investimenti delle aziende e soprattutto nel consumo delle famiglie, come spiegato nel dettaglio ad inizio paragrafo. Un settore fortemente colpito fu quello delle costruzioni. Quest'ultimo, in quegli anni, era uno dei motori fondamentali della crescita economica dell'Italia. La riduzione dell'accesso al credito ha reso più difficile per le imprese edilizie ricevere finanziamenti, ma allo stesso tempo anche ai consumatori per aprire mutui immobiliari. Ciò ha inoltre spinto al ribasso il prezzo delle abitazioni. L'altro settore principalmente colpito fu quello manifatturiero, costituito nella sua quasi totalità da piccole e medie aziende, che sono entrate in forte difficoltà. L'effetto a catena creato ha provocato anche un blocco al mercato internazionale. Gli investitori stranieri, nel biennio in questione, hanno ridotto i loro impieghi in Italia a causa dell'ambiente economico instabile. Il risultato è stato una forte riduzione delle esportazioni, che ha avuto un impatto devastante su tutta l'industria manifatturiera e sul saldo di bilancio nazionale (FMI, 2019). Andando più nel dettaglio, le famiglie italiane sono state colpite soprattutto sul loro potere d'acquisto, che si è notevolmente indebolito. Nonostante ciò, nel primo periodo della crisi gli italiani non modificarono i loro livelli di consumo e le loro abitudini, minimizzando però la propensione al risparmio. Quest'ultima negli anni della recessione toccò il minimo storico. Successivamente nel 2009, con l'intensificarsi delle difficoltà economiche, le abitudini di consumo vennero riviste attuando una spesa più discrezionale in termini di prezzo. L'acquisto di beni durevoli venne accantonato temporaneamente. Ciò si tradusse anche in una contrazione delle importazioni, che combinata con quella delle esportazioni, provò un ulteriore aggravamento della situazione economica. Il risultato di tutte queste variazioni negative possono essere sintetizzate con i numeri: nel 2009 abbiamo osservato una riduzione nella spesa delle famiglie del 2,9%, nella domanda di beni durevoli del 10,9%, del 2,4 per i beni non durevoli, delle importazioni del 17%, mentre le esportazioni



del 16,2%. A causa di queste voci, la domanda aggregata è scesa complessivamente del 6,7%, mentre il PIL, come visto anche in precedenza, del 5% (Pagano, Visco, Panetta, 2010). Proprio in questo anno, il 2009, sono emerse tutte le debolezze del tessuto imprenditoriale italiano, caratterizzato dall'elevato numero di piccole e medie imprese. Una caratteristica molto importante da ricordare, negativa in questo caso, è che queste aziende sono da sempre a conduzione prettamente familiare, senza un vero assetto aziendale/manageriale. Questo le rende molto sensibili ed esposte alle variazioni del ciclo economico, in quanto quasi sempre si trovano impreparate nelle risposte. Infatti, la reazione del sistema alla crisi è stata un'ulteriore frammentazione, in quanto le strategie implementate sono state divergenti in base alla regione ed al settore. Gli effetti sono stati devastanti. Tra il 2008 ed il 2013 sono fallite ben 13.000 PMI, 5.000 hanno aperto procedure concorsuali e altre 23.000 sono state auto-liquidate (Battaglia, 2015). La causa di questi fallimenti, oltre alla riduzione della domanda, risiede in problemi di liquidità derivanti dal *credit crunch*. Come è semplice immaginare, queste forti contrazioni nel ciclo economico e nell'attività produttiva hanno enormemente danneggiato il mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è aumentato in maniera costante ogni anno per quasi 10 anni. In particolare, nel 2008 si attestava sul 6,1% ed è arrivato al 7,7% alla fine del 2009, fino a raggiungere il picco sul circa 13% a cavallo del biennio 2014-2015, per poi iniziare la discesa (Istat, 2018).

Grafico 17: variazione tasso di disoccupazione in Italia a partire dal 2000



Fonte: Eurostat

Andando ad analizzare attentamente come questa disoccupazione è stata distribuita, è possibile rilevare importanti differenze, sia dal punto di vista geografico che sociale. Il Mezzogiorno rappresenta l'area in cui la disoccupazione si è manifestata con più anticipo ed in maniera più intensa lungo tutto il periodo della crisi. Dal punto psicografico invece, le categorie più colpite sono state: i lavoratori a termini e quelli con contratti flessibili, i lavoratori dei settori più colpiti ed infine i giovani. Con il passare del tempo però è cresciuto di pari passo anche il tasso di mancata partecipazione. Questo incremento è stato spinto dall'aumento degli individui scoraggiati, che vedendo l'incertezza economica hanno smesso di cercare lavoro. Allo stesso tempo però, deve essere considerato un altro elemento importante, cioè la mancanza nella creazione di nuove opportunità lavorative ed imprenditoriali. La chiusura di molte aziende e il mancato accesso al credito per aprirne di nuove ha rafforzato la disoccupazione durante questi anni. Nelle variazioni del mercato del lavoro ci sono anche delle divergenze di genere, infatti il calo dell'occupazione ha avuto maggiore effetto sugli uomini. La sua spiegazione può essere facilmente trovata nella percentuale di lavoratori nel settore edilizio e manifatturiero, quelli più colpiti dalla crisi. In questi due settori la stragrande maggioranza dei lavoratori erano, e sono tutt'ora, uomini. L'occupazione femminile invece ha relativamente retto bene, riprendendo la crescita a partire poi dal 2011. Un'altra categoria che ha subito gli effetti più gravi di questa contrazione nel lavoro, oltre gli uomini ed il Mezzogiorno in generale, sono stati i giovani di età compresa tra i 15 e i 35 anni. Il tasso di occupazione per questo segmento è calato del circa 10% negli anni della crisi. Le ragioni specifiche sono essenzialmente che questo target di lavoratori è spesso impiegato nei settori più volatili dell'economia ed a più alto turnover, con contratti temporanei o a tempo determinato. Questi elementi, uniti alla poca esperienza lavorativa o tasso di specializzazione, non offrono un'adeguata garanzia nei confronti di un'ipotetica crisi. Infatti, non appena la domanda di beni e servizi di consumo è venuta meno, i giovani sono stati i primi ad essere licenziati (Brandolini, Gambacorta, Rosolia, 2015). Per rispondere alla recessione e alle criticità finora descritte, il governo italiano ha adottato una serie di politiche, che aggiungendosi alle riforme a supporto del settore bancario, impiegarono risorse per 211 miliardi. Andando ad analizzare questa cifre, possiamo osservare come il pacchetto di misure per la stabilità bancaria e finanziaria utilizzò 40 miliardi, altri 104 miliardi furono destinati a spesa pubblica nella sanità mentre per l'istruzione vennero investiti 67 miliardi. Se

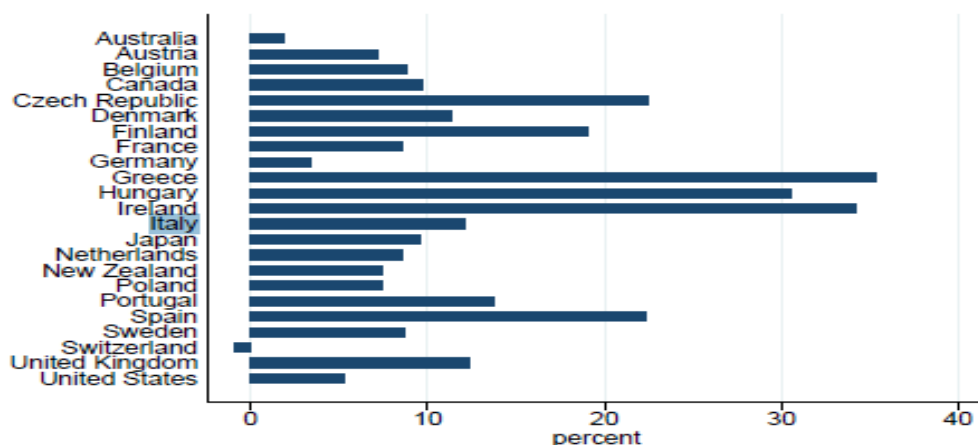
confrontate con gli interventi implementati dalle altre nazioni, queste cifre sono molto modeste. Per dare un'idea, la Gran Bretagna stanziò 625 miliardi di euro, la Francia 360 e la Germania circa 500. La ratio di ciò sta nella minore esposizione del sistema finanziario italiano al mercato dei sub-prime, che generò perdite molto ridotte rispetto agli altri paesi europei, come affermato anche in precedenza (Bianchi, 2011). Le principali politiche adottate dal governo italiano possono essere così raggruppate:

- *Incentivi fiscali per le imprese.* Sono stati offerti una serie di incentivi alle aziende per incoraggiare la spesa, le assunzioni e gli investimenti. E' stata abolita l'imposta sulle attività produttive per i fatturati inferiori a 1,5 milioni di euro, è stato esteso il periodo di ammortamento per le immobilizzazioni strumentali e sono state abbassate le aliquote fiscali per le imprese che investono in innovazione;
- *Politiche per il mercato del lavoro.* Il governo ha implementato una serie di misure volte a sostenere il livello di occupazione e migliorare l'efficienza del mercato del lavoro. Sono stati introdotti incentivi all'assunzione e sono stati ridotti i costi del lavoro;
- *Misure di sostegno ai consumatori.* Sono state adottate delle politiche di supporto al consumo, aventi l'obiettivo di ridurre il carico finanziario della crisi sulle spalle delle famiglie. Tra questa serie di misure troviamo l'abolizione dell'imposta comunale sulle abitazioni (ICI), l'abbassamento dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) sui principali beni di consumo e sono stati istituiti dei programmi di supporto alle famiglie a basso reddito;
- *Riforme strutturali.* Per migliorare la competitività dell'economia italiana e per ridurre i costi della produzione, il governo italiano ha introdotto importanti riforme strutturali. Tra queste troviamo quella sul sistema pensionistico, che ha gradualmente aumentato l'età pensionabile sia per le donne che per gli uomini, con l'obiettivo di ridurre il deficit di tale sistema. Inoltre il governo si è concentrato sulla liberalizzazione dei servizi pubblici locali, migliorando così la concorrenza tra imprese e riducendo i costi di produzione. Infine, è stata introdotta una riforma per la semplificazione del sistema fiscale, con cui si è voluto alleggerire la burocrazia e ridurre i costi di conformità per le imprese, migliorando il sistema dell'amministrazione pubblica. (Borghi, 2013)

Alla luce di quanto detto fino ad ora, è possibile affermare che gli interventi adottati dal governo italiano siano stati sufficienti per contenere gli effetti della crisi? La risposta a questa domanda è ancora oggi oggetto di dibattito per molti economisti e politici. Alcuni di essi sostengono che le misure implementate sono state appropriate e abbiano mitigato le conseguenze della crisi. Altri, invece, ritengono che non siano state sufficienti e non siano state coordinate in maniera corretta, risultando incomplete. Da una parte, le politiche a supporto del settore bancario hanno avuto un importante contributo nel contenere l'effetto contagio dei titoli tossici ed a mantenere la stabilità finanziaria. Del vero è però che le banche in Italia, già in partenza, versavano in condizioni migliori rispetto alle banche estere. Inoltre, le riforme strutturali attuate hanno aumentato la competitività dell'attività produttiva italiana, abbassando i costi e snellendo il sistema fiscale. D'altro canto, molti esperti ritengono che tutta questa serie di pacchetti di intervento adottati siano stati insufficienti ed incompleti. Il rallentamento dell'attività economica ha causato un minore gettito fiscale mentre le misure implementate hanno aumentato notevolmente i livelli di spesa pubblica. Ciò ha innalzato il livello di indebitamento pubblico, che era già oltremisura alto nel periodo pre-crisi. In aggiunta a questo non sono stati stanziati investimenti in settori chiave per lo sviluppo, come l'innovazione tecnologica. Le risorse destinate all'istruzione si sono rivelate non abbastanza, lasciando zone d'ombra ancora non sanate. Questa serie di criticità rimaste irrisolte hanno limitato terribilmente la capacità di crescita dell'Italia, aumentando la difficoltà dell'assorbimento degli effetti di questa crisi nel lungo termine (Manasse, 2014). Con il senno di poi, la risposta alla precedente domanda tende più verso un'accezione negativa. A partire dal 2010, l'Italia si trova poi costretta ad affrontare un'altra crisi, la crisi del debito sovrano, la quale è strettamente legata alla crisi finanziaria del 2008. A causa delle politiche intraprese per rispondere a quest'ultima, lo stato italiano insieme ad altri stati europei, si sono ritrovati a dover combattere un disavanzo fiscale esorbitante. Come si può vedere dal grafico 15, lo stato italiano arriva al 2011 con un rapporto debito/Pil superiore al 120%, un livello eccessivamente alto ed insostenibile. Questi paesi europei vennero denominati *PIIGS*, acronimo di Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna. Questa forte esposizione al debito pubblico, mista ad un bassissimo tasso di crescita, ha reso questi stati molto deboli e vulnerabili, attirando molti investimenti sul loro default da parte dei principali hedge fund americani. Infatti, la crisi

del debito sovrano ha iniziato a manifestarsi proprio con la diffusione dell'incertezza sui mercati finanziari, relativa alla solvenza dei PIIGS sui loro strumenti di debito. Ciò ha portato un aumento nei tassi di rendimento richiesti sui loro titoli di stato, rendendo più difficile quindi il loro finanziamento del deficit ed aumentando le probabilità di insolvibilità. Questa crisi ha portato problemi di stabilità, sia finanziaria che geopolitica, all'interno dell'Unione Europea che dovette introdurre programmi di austerità fiscale e svariati salvataggi finanziari. Le conseguenze della crisi del debito sovrano furono anch'esse molto critiche, la cui ripresa fu ancor più lenta e graduale. Essa richiese inoltre una maggiore solidarietà tra i paesi membri dell'unione, che tutt'ora è molto importante e difficile da mantenere (Baldwin, Giavazzi, 2015). Attraverso alcuni working papers prodotti dal National Bureau of Economic Research, è possibile analizzare gli effetti di lungo termine della recessione del 2008 in termini di perdita di produzione potenziale basandosi su 23 paesi OECD. Innanzitutto è possibile affermare che la media europea di perdita media, ponderata per le dimensioni dell'economia, è del 8,4%. Tale analisi è basata sulla metodologia della teoria macroeconomica classica, secondo la quale un calo della domanda aggregata provoca una recessione in cui la produzione scende al di sotto del prodotto potenziale, il quale crea una perdita nella crescita economica potenziale.

Grafico 18: Perdita del prodotto potenziale su 23 paesi OECD



Fonte: National Bureau of Economic Research, 2014

Analizzando il grafico, è possibile rilevare come, tra i paesi europei, quelli ad aver minimizzato la perdita potenziale sono stati la Germania, con una percentuale inferiore al 5%, e la Svizzera che addirittura è cresciuta di più rispetto alle aspettative. Le perdite

potenziali maggiori invece si ritrovano nei *PIIGS*. Infatti, la Grecia ha registrato una perdita del 35% circa, stessa cosa per l'Irlanda, la Spagna invece arriva ad oltre il 20% mentre il Portogallo si attesta sul 15% circa. Per quanto riguarda l'Italia, è possibile affermare che tra i *PIIGS*, essa è la nazione che ha registrato la perdita potenziale minore. Infatti, per l'economia italiana la mancata crescita potenziale del suo PIL causata alla crisi finanziaria del 2008 si attesta sul 12,5% ed è dovuta principalmente alla mancanza di credito verso le imprese e i relativi mancanti investimenti. Si precisa però che questa perdita potenziale è temporanea e può essere recuperata. Tuttavia ad oggi non è stata ancora assorbita del tutto (Ball, 2014).

## CONCLUSIONI

L'analisi fino ad ora condotta ci ha mostrato come la Grande Recessione del 2008 ha rappresentato un evento eccezionale e senza precedenti che ha causato una grave contrazione economica su scala globale. Ha evidenziato l'importanza delle interconnessioni tra le istituzioni finanziarie a livello internazionale e come queste possano amplificare gli effetti negativi di un evento economico negativo. Le conseguenze della crisi sono state gravi e durature, con perdite di posti di lavoro, fallimenti aziendali e una riduzione della fiducia dei consumatori. Inoltre, essa ha messo in luce alcune disuguaglianze sociali ed economiche all'interno delle economie. Gli Stati hanno adottato misure di stimolo fiscale e monetario per contrastare la recessione e ripristinare la crescita economica. Nonostante ciò, le politiche di austerità adottate in molti paesi europei hanno rallentato il recupero economico. La crisi ha portato anche ad alcune riforme normative e istituzionali, tra cui il Dodd-Frank Act negli Stati Uniti e il pacchetto di riforme bancarie dell'Unione europea, che hanno cercato di ridurre il rischio di crisi finanziarie future e migliorare la trasparenza e la responsabilità delle istituzioni finanziarie. Tuttavia, la velocità e l'entità della contrazione e del recupero sono stati diversi tra le diverse regioni economiche. Gli Stati Uniti hanno subito una riduzione del PIL del 2,4% nel 2009, mentre l'area euro ha subito una riduzione del 5,1%. Dopo un anno e mezzo dalla crisi, gli Stati Uniti e i paesi emergenti hanno intrapreso il loro percorso di ripresa, ma il rischio di insolvenza dei debiti sovrani di alcuni Stati Membri ha causato una nuova fase recessiva nell'Unione Europea, aggravando il divario di crescita tra le economie europee e quelle statunitensi e rendendo il recupero economico più difficile per le prime. La divergenza nella ripresa è sicuramente ritrovabile nelle caratteristiche dei due sistemi economici, ma anche negli effetti che le politiche portate avanti dai governi hanno generato. Il lavoro è stato descritto come all'origine della crisi finanziaria ci sono state negligenze da parte di diversi attori economici. In Europa, uno dei problemi principali è stato quello del mancato coordinamento tra i vari organi di vigilanza nazionali. Infine, per quanto riguarda l'Italia, abbiamo osservato come partendo da una situazione di partenza che presentava forti criticità strutturali, le misure adottate abbiano evidenziato in maniera netta la differenza di performance tra l'economia italiana e il resto dell'Europa.

## Bibliografia

- Baldwin, Giavazzi, "The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions", *Journal of Policy Modeling*, 2015
- Ball, "Long term damage from the great recession in OECD countries", *National Bureau of Economic Research*, 2014
- Barone, De Blasio, Mocetti, "The real effects of credit crunch in the Great Recession: evidence from Italian provinces", *Banca d'Italia*, 2016
- Battaglia, "La Grande Recessione. Un'analisi delle sue cause con un approfondimento su Germania e Italia", *Università degli studi di Padova*, 2015
- Belkin, "The Eurozone crisis: Overview and Issues for Congress", *Congressional Research Service*, 2012
- Bernake, "Monetary Policy and Housing Bubble", *Annual Meeting of the American Economic Association*, 2010
- Bianchi, "La crisi globale del 2007-2009: cause e conseguenze", *Università di Pavia*, 2011
- Borghesi, "L'impatto delle misure anti-crisi e la situazione sociale e occupazionale: Italia", *Comitato Economico e Sociale Europeo*, 2013
- Brandolini, Gambacorta, Rosolia, "Giovani e lavoro nella crisi: evoluzione recente e implicazioni di politica economica", *CNR*, 2015
- Brealey, Myers, Allen, Sandri, "Principi di Finanza Aziendale", 2020
- Commissione dell'informazione C.N.E.L., "Rapporto nazionale dell'economia e del lavoro", *C.N.E.L.*, 2009
- Cottarelli, Jaramillo, "The Italian economy in the early 2000s: A tale of two recessions", *IMF Working Papers*, 2012



D'Amario, "La crisi economica nel 2009: origini ed effetti", INAIL, 2010

Daveri, "Macroeconomia della crisi", Zannichelli, 2013

De Simone, "Storia Economica", FrancoAngeli, 2014

Delli Gatti, "La crisi dei mutui subprime", Osservatorio Monetario, 2014

Domenichelli, Pace, Vallesi, "Mutui subprime, investimenti e struttura finanziaria: gli effetti della crisi finanziaria sulle imprese", Rirea, 2011

Faia, "Subprime, crisi dei mutui", Dizionario di Economia e Finanza Treccani, 2012

Fleres, "Too big to fail: storia di una crisi", Luiss Guido Carli, 2011

Fracasso, "Ted Spread", Finanza e dintorni, 2010

Friedman, Kraus, "Causes of the financial crisis", Critical Review, 2011

Fondo Monetario Internazionale, "Italy: selected issues", FMI, 2019

Giavazzi, Amighini, "La crisi del 2007-2010", Il Mulino, 2009

Glossario Finanziario, Borsa Italiana

Gregory Mankiw e Taylor, "Macroeconomia", Zanichelli, 2015

Gruppo ricercatori ISTAT, "Annuario statistico italiano 2018", ISTAT, 2018

Krugman, "Il ritorno dell'Economia della depressione e la crisi del 2008", Garzanti, 2009

Maria Drozdowicz-Bieć, "Reasons Why Poland Avoided the 2007-2009 Recession", Warsaw School of Economics, 2011

Marshall, "Principles of Economics", Partridge Macmillan, 2013

Manasse, "'The Italian Economy in the Euro Area Crisis", Journal of Economic Perspectives, 2014

Mieli, "La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane", Banca d'Italia, 2009

Mishkin, Eakins, Beccali, "Istituzioni e mercati finanziari", Pearson, 2019

- Pagano, Visco, Panetta, ""The Resilience of the Italian Banking System During the Global Financial Crisis", Banca d'Italia, 2010
- Papadia, "The European Central Bank and the Financial Crisis", Cambridge University Press, 2012
- Rotundo, "L'effetto contagio tra mercati finanziari: dalla crisi dei mutui subprime ad oggi", Politecnico di Torino, 2020
- Setzer, P. Van Noord, "The Global Financial Crisis and Its Transmission to Europe", document di lavoro BCE, 2010
- Signorini, "The Italian banking system and the financial and economic crisis", Moneta e Credito, 2009
- Targhetti, Fracasso, "Le sfide della Globalizzazione", Francesco Brioschi Editore, 2008
- Taylor, "Housing and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007
- Van Reenen, "Why Europe was hit harder than the US by the financial crisis", The Guardian, 2014
- Verick, Islam, "The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses", IZA, 2010

## Ringraziamenti

In primis, ci terrei a ringraziare la Professore Cesaroni per la sua grande disponibilità ed il tempo che mi ha dedicato nella stesura di questa tesi. Il suo aiuto è stato fondamentale. Inoltre, ci terrei a sottolineare che, grazie alla sua dedizione verso questa materia, è riuscita a trasmettermi un profondo interesse verso la Macroeconomia che approfondirò durante il mio percorso di studi con estremo piacere.

A mio padre, grazie per avermi da sempre dato un esempio da seguire, sia in ambito lavorativo che personale, e avermi trasmesso i valori fondamentali per la mia crescita personale.

A mia madre, grazie alla tua sensibilità e alla tua bontà non mi hai mai fatto pesare la distanza da casa e mi sei stata vicina in tutto e per tutto. Inoltre, mi hai trasmesso l'importanza della famiglia e spero che ci ciò sarai orgogliosa. Come dici sempre "La mamma è sempre la mamma"

A Giorgia, grazie per aver capito e accettato ogni mio silenzio e nervosismo anche quando non erano giustificabili. Lo stesso supporto che avrai sempre anche da parte mia.

Ad Adele, grazie per essermi stata accanto più di tutti durante il mio percorso di vita. Ci siamo rialzati insieme dai momenti più brutti e ci siamo goduti quelli più belli. Spero rimarrai un punto di riferimento.

Infine, vorrei ringraziare tutte le persone che mi hanno accompagnato in questo percorso; a partire dagli amici di una vita, passando per quelli che vi sono entrati da poco fino a quelli con cui non condivido più le mie esperienze. Ognuno di voi mi ha insegnato qualcosa che ricorderò sempre.