

**Corso di laurea triennale in Economia e Management**

**“Impatto della crisi finanziaria del 2008 nel settore  
immobiliare statunitense”**

**Relatore:**

Prof. Rita Mascolo

**Candidato:**

Tommaso Castagnetti

**Matricola N:** 274361

Anno accademico 2024/2025



# Indice

|  |    |
|--|----|
| <b>Introduzione</b> .....  | 4  |
| <b>Capitolo 1: Panoramica del mercato immobiliare americano prima della crisi e fattori determinanti della bolla immobiliare</b> ..... | 7  |
| <b>1.1 Deregolamentazione dell'attività bancaria</b> .....   | 7  |
| <b>1.2 Anni Novanta: Boom del mercato immobiliare</b> .....  | 10 |
| <b>1.3 Politiche di credito eccessivamente permissive (mutui subprime)</b> .....   | 13 |
| <b>1.4 Cartolarizzazione</b> .....   | 17 |
| <b>1.5 Agenzie di rating</b> .....   | 24 |
| <b>1.6 Il ruolo di AIG</b> .....   | 27 |
| <b>Capitolo 2: La crisi del 2008</b> .....   | 28 |
| <b>2.1 Scoppio della bolla</b> .....   | 28 |
| <b>2.2 Diffusione della crisi finanziaria globale attraverso i meccanismi di propagazione</b> ...                                      | 30 |
| <b>2.2.1 leva finanziaria e complessità</b> .....  | 30 |
| <b>2.2.2 Crisi di fiducia e crisi di liquidità</b> .....   | 33 |
| <b>2.3 Fallimenti bancari e salvataggi governativi</b> .....   | 36 |
| <b>2.4 Effetti sull'economia reale ed impatto sociale</b> .....  | 39 |
| <b>Capitolo 3: Risposte Politiche e prospettive</b> .....  | 43 |
| <b>3.1 Interventi del governo e della Federal Reserve</b> .....  | 43 |
| <b>3.2 Riforme regolamentari</b> .....   | 50 |
| <b>3.3 Prospettive</b> .....   | 52 |
| <b>Conclusioni</b> .....   | 55 |
| <b>Bibliografia</b> .....  | 59 |
| <b>Sitografia</b> .....  | 62 |

## Introduzione

Uno tra gli eventi più significativi dell'economia moderna è la crisi finanziaria del 2008, che colpì senza distinzioni tutto il sistema finanziario globale, lasciando cicatrici che hanno modificato per sempre il panorama economico. Questa tesi si focalizzerà sull'epicentro di questa recessione, vale a dire gli Stati Uniti, esaminando le cause, le dinamiche che hanno portato al collasso e le risposte politiche promosse dal governo per affrontare le conseguenze di questa crisi storica. Per fare quanto detto dobbiamo partire dal panorama normativo-legislativo che caratterizzava gli Stati Uniti prima dell'avvento di questa recessione. Gli anni Novanta furono il teatro di un vero e proprio boom per il mercato immobiliare statunitense, che stava vivendo una significativa espansione, aiutata da politiche di deregolamentazione e da una facilitazione degli accessi al credito. Gli istituti di credito, di fatti, iniziarono ad erogare con estrema facilità "mutui subprime" a tutti quei cittadini che in assenza di condizioni particolarmente favorevoli, come quelle che stavano caratterizzando quegli anni, non sarebbero stati idonei ad ottenere un finanziamento immobiliare.<sup>1</sup> Bisogna tuttavia specificare che, l'apparente stabilità finanziaria delle banche americane era in realtà una grande copertura per un'inevitabile ed imminente sovraesposizione al rischio. Gli istituti di credito, di fatti, trasformano l'enorme quantità<sup>2</sup> di mutui rischiosi emessi in titoli vendibili, scaricando così il rischio su soggetti terzi. Questo non ha fatto altro che diffondere e tenere nascosto il rischio, creando un ambiente in cui

---

<sup>1</sup> Cfr Battaglia, F. (2015). Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria? Franco Angeli

<sup>2</sup> Cfr Battaglia, F. (2015). Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria? Franco Angeli

era difficile per tutti, inclusi gli investitori, le agenzie di rating e le stesse banche, valutare correttamente il pericolo di un collasso. Quando i mutuatari hanno iniziato a non poter pagare, l'intero sistema, basato su fondamenta instabili, è crollato, portando alla crisi globale del 2008. Ad aggravare la situazione contribuirono le agenzie di rating, che invece di occuparsi di garantire la trasparenza, hanno collaborato a mantenere la fiducia degli investitori assegnando rating ottimisti a strumenti finanziari oggettivamente rischiosi.<sup>3</sup> Allo stesso modo, la compagnia assicurativa di AIG ebbe un ruolo fondamentale all'interno della recessione, come vedremo alla fine del primo capitolo. Gli eventi che si sono verificati durante l'apice della crisi sono invece oggetto del secondo capitolo di questa tesi. Lo scoppio della bolla speculativa, aggravato dal fatto che le banche ricorrevano ad un elevato rapporto di leva, determinò l'inizio di una crisi di fiducia che paralizzò i mercati finanziari. Gli istituti di credito smisero di prestarsi liquidità l'uno con l'altro, con la conseguenza che si verificò una crisi dentro alla crisi, vale a dire quella di liquidità. Quest'ultima, assieme all'alto livello di rischio per le banche, derivante dalla perdita di fiducia nel mercato interbancario, portarono diverse importanti istituzioni sull'orlo del fallimento. "Il 15 settembre 2008, Lehman Brothers, una delle più grandi banche d'affari degli Stati Uniti, dichiarava bancarotta, facendo deflagrare la più virulenta crisi finanziaria ed economica globale dalla Grande Depressione del 1929".<sup>4</sup> Il governo degli Stati Uniti fu costretto ad intervenire al fine di salvare le istituzioni che presentavano i requisiti necessari per essere risanati.<sup>5</sup> Nonostante ciò, gli effetti della recessione erano ormai impossibili da fermare: milioni di cittadini avevano

---

<sup>3</sup> Cfr Rizzi, D., & Petrin, P. (2017/2018). La crisi finanziaria del 2008: il ruolo della deregolamentazione.

<sup>4</sup> Il Fatto Quotidiano, 2023, "Lehman Brothers dichiarava bancarotta 15 anni fa. E purtroppo quel botto è destinato a tornare"

<sup>5</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), La Federal Reserve e la crisi finanziaria, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

perso il lavoro, altrettanti la casa, un consistente numero di aziende avevo chiuso i battenti e l'entità delle disparità economico-sociali era aumentata a dismisura. Nell'ultima parte di questa tesi verranno esaminate le misure legislative messe in atto dalla FED e dal governo degli Stati Uniti per risolvere questa situazione ed evitare che essa si ripresenti in futuro. Tra le iniziative più rilevanti va sicuramente sottolineato il Dodd-Frank Act, una riforma finanziaria completa che include una nuova legislazione per ridurre i rischi sistemici e aumentare la trasparenza di tutto il settore finanziario. Nonostante la grande portata di queste nuove misure normative, la possibilità che una nuova crisi prenda piede non è pari a zero. Questa tesi mira quindi a raccontare in modo dettagliato quanto avvenuto, affinché sia possibile tenersi lontani dalle dinamiche che hanno caratterizzato il primo decennio del terzo millennio. Inoltre, questo elaborato invita a riflettere su una serie di aspetti che hanno caratterizzato la recessione, i quali potrebbero essere perfezionati al fine di garantire una maggiore tranquillità alle generazioni che verranno. Nelle conclusioni ho provato a fornire qualche spunto in merito a quanto appena detto, con la consapevolezza che, trovare un equilibrio tra innovazione e stabilità, sarà senza dubbio la sfida più grande dell'economia attuale.

# **Capitolo 1: Panoramica del mercato immobiliare americano prima della crisi e fattori determinanti della bolla immobiliare**

## **1.1 Deregolamentazione dell'attività bancaria**

La deregolamentazione ha sicuramente avuto un notevole impatto sulla finanza moderna, laddove per deregolamentazione intendiamo il movimento lanciato negli anni Ottanta che promuoveva per i mercati finanziari una strategia liberista basata sul principio del “laissez faire”.<sup>6</sup> Attraverso questa politica il governo di un paese incoraggia le operazioni del mercato, cessando i controlli sul mercato stesso e al contempo eliminando le restrizioni nell'economia. Per la prima volta, a seguito degli accordi di Bretton Woods, il termine deregolamentazione venne utilizzato. Ciò avvenne, appunto, quando il governo degli Stati Uniti abbracciò la liberalizzazione e la deregolamentazione per rendere le banche tanto competitive quanto gli altri intermediari, che di fatto, erano regolamentati in misura minore. Secondo Eric Helleiner, il mutamento dell'ideologia, che rappresentava la colonna portante del periodo di Bretton Woods, portò alla nascita di questo inedito concetto, giacché si passò dalla cosiddetta “embedded liberalism” (espressione che fa riferimento al fatto che policy-makers erano stati molti restii a lasciare liberi i flussi finanziari) ai valori del neoliberalismo; valori che sostenevano e sostengono, tutt'ora, mercati finanziari maggiormente liberi e un ruolo dello stato ridimensionato.<sup>7</sup> Ad ogni modo, addentrandoci nel discorso, occorre

---

<sup>6</sup> Cfr MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

<sup>7</sup> Cfr Helleiner, E. (2010). A Bretton Woods Moment? The 2007-2008 Crisis and the Future of Global Finance. *International Affairs*

ricordare che l'abbandono degli accordi di Bretton Woods determinò un aumento dell'inflazione che colpì in maniera significativa gli Stati Uniti. In virtù di quanto appena detto, il 6 ottobre 1979, Paul Volcker, l'allora presidente della Fed, annunciò che da quel momento in poi sarebbero state imposte regole rigide alle riserve bancarie, oltre al fatto che sarebbe stato imposto un aumento drastico dei tassi d'interesse con lo scopo di rispondere all'aumento dell'inflazione.<sup>8</sup> Ciononostante, le cause della fine del settore manifatturiero e di quello bancario, furono proprio queste contromisure attuate; poiché infatti le banche iniziarono un inesorabile declino perdendo i loro depositanti, non riuscendo ad attrarne di nuovi e la stragrande maggioranza delle quattromila casse di risparmio, ancora in piedi, risultarono insolventi. Di conseguenza, durante la legislatura del Presidente Ronald Reagan (1981-1989), i vincoli patrimoniali furono deregolamentati e diminuiti. Tali misure attuate riuscirono a rafforzare nuovamente la stabilità finanziaria delle banche.<sup>9</sup> Durante questi anni possiamo dunque osservare una vera e propria evoluzione nel sistema finanziario accompagnato da una trasformazione da parte di quello bancario. A tal proposito, La legge Garn-St. Germain Depository Institutions Act del 1982 (GSGDIA) ebbe un'importanza significativa poiché fu progettata per ridurre le pressioni sugli istituti bancari e, allo stesso tempo, per aumentare la loro competitività.<sup>10</sup> Per essere più precisi, il governo americano puntò a rafforzare "la stabilità finanziaria delle ipoteche sulle case concesse dalle istituzioni finanziarie per permettere l'accesso dei privati ai prestiti ipotecari per l'acquisto dell'abitazione".<sup>11</sup> Quanto appena detto risulta di fondamentale

---

<sup>8</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria*, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

<sup>9</sup> Cfr Battaglia, F. (2015). *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?* Franco Angeli

<sup>10</sup> Cfr Garonna, P. (2016/2017). *DEREGOLAMENTAZIONE e DERIVATI - Le cause scatenanti la crisi dei subprime.*

<sup>11</sup> Di Gaspare, G. (2013) *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria.* Lavis (TN), CEDAM.

importanza in quanto, come sostenuto dall'autore, questa "può essere considerata la madre delle future bolle immobiliari".<sup>12</sup> Tale legge venne ulteriormente rafforzata dalla "Alternative Mortgage Transaction Parity Act", la quale diversamente dalla prima orientava la liberalizzazione dell'attività bancaria verso il settore immobiliare, annullando molte leggi statali che impedivano alle banche di stipulare mutui per la casa diversi dai mutui tasso fisso convenzionale.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Di Gaspare, G. (2013) Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Lavis (TN), CEDAM.

<sup>13</sup> Cfr MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

## 1.2 Anni Novanta: Boom del mercato immobiliare

Come descritto nel paragrafo precedente, gli anni Ottanta rappresentano un punto di non ritorno per il sistema bancario americano in quanto le banche, forti delle politiche di deregolamentazione che erano state messe in atto, risultavano più competitive e potevano operare con maggiore libertà nei mercati. Negli anni successivi, esse ricopriranno un ruolo cruciale nel processo di creazione della bolla finanziaria, anche se, andando per gradi, bisogna specificare che tutto ebbe inizio durante la presidenza di Clinton, vale a dire dal 1993 al 2001. In questo periodo, di fatti, l'obiettivo degli Stati Uniti era quello di aumentare la produzione di case così che tutte le famiglie potessero disporre di una loro proprietà, e nel 1995, il presidente sottolineò l'importanza di questa politica in un suo discorso, affermando<sup>14</sup>:

“Nell'ultimo anno, ho chiesto al segretario dell'Hud Henry G. Cisneros [...] di sviluppare un piano per spingere entro la fine di questo secolo l'acquisto della propria abitazione in America a livelli mai raggiunti prima [...] Incrementare il numero delle case di proprietà fortificherà le famiglie e le comunità della nazione, rinforzerà la nostra economia e farà crescere la grande classe media di questo Paese. Riaccendere nelle famiglie lavoratrici il sogno di possedere la propria abitazione può preparare la nostra nazione a cogliere le ricche possibilità offerte dal XXI secolo. [...] Per molti potenziali acquirenti, la mancanza del denaro da mettere da parte per l'acconto necessario e per i costi di chiusura è il principale impedimento all'acquisto di una casa. Altre famiglie, invece, non hanno un reddito disponibile sufficiente ad affrontare le rate mensili dei mutui finanziati ai tassi di interesse del mercato per i termini di prestito standard. Le strategie di finanziamento, alimentate dalla creatività e dalle risorse del settore privato e di quello pubblico, dovrebbero tendere al superamento di queste due barriere finanziarie all'acquisto della propria abitazione”.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

<sup>15</sup> Rajan, R. G. (2012). Terremoti finanziari. Come le fratture nascoste minacciano l'economia globale. Einaudi.

Per garantire che la volontà di Clinton e degli USA venisse rispettata, si decise di abbassare il limite minimo per gli acconti e vennero create tecniche alternative per dare la possibilità, anche alle persone meno abbienti, di poter ottenere un finanziamento per l'acquisto di un immobile di proprietà.<sup>16</sup> Inoltre, mentre fino ad allora i mutui erano concessi principalmente alla parte di popolazione bianca, dagli anni Novanta il Congresso si adoperò per includere anche i gruppi etnici minoritari. Ad ingigantire questo clima di enfasi che si respirava in tutto il paese contribuirono la FED, attraverso una politica monetaria espansiva, ed il rialzo dei titoli dot-com, che fu l'ultimo fattore rilevante nella creazione di questa bolla speculativa esplosa nel 2001.<sup>17</sup> La recessione ebbe conseguenze limitate e di breve durata, il che spinse la Banca Centrale americana a intervenire prontamente per rafforzare l'economia indebolita. Essa adottò una politica monetaria espansiva volta a stimolare la crescita attraverso gli investimenti e i consumi. Come si può vedere nella Figura 1, i tassi di interesse calarono drasticamente grazie alle politiche di Alan Greenspan, capo della Riserva Federale all'epoca, portando "il tasso sui Federal funds fino all'1% nel 2003".<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup> Cfr Rizzi, D., & Petrin, P. (2017/2018). La crisi finanziaria del 2008: il ruolo della deregolamentazione.

<sup>17</sup> Mishkin, F. S., Eakins, S. G., & Beccalli, E. (2020). Istituzioni e mercati finanziari (9th ed.). Pearson.

<sup>18</sup> Ben S. Bernanke (2014), La Federal Reserve e la crisi finanziaria, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

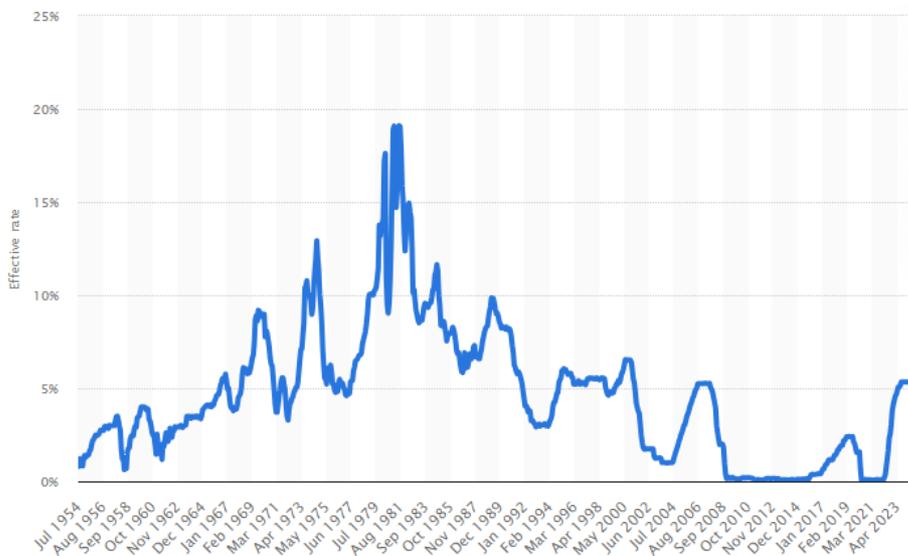


Figura 1 : Federal Funds effective Rate

Fonte: Statista, dati della Federal Reserve, 2024, "Monthly effective federal funds rate in the United States from July 1954 to July 2023",

<https://www.statista.com/statistics/187616/effective-rate-of-us-federal-fundsmonthly/>

Con tassi di interesse ridotti, il costo del denaro divenne più accessibile, spingendo numerosi americani a rivolgersi alle banche commerciali per finanziamenti e mutui. Quanto appena detto stimolò notevolmente la domanda di case, andando ad alimentarne il prezzo. Anche le politiche del governo Bush incentivarono l'acquisto di case. Come dichiarò l'allora presidente americano in un discorso nell'ottobre del 2004: "Stiamo creando una società di proprietari in questo paese, dove un numero senza precedenti di americani potrà aprire le porte dei luoghi in cui vive e dire: benvenuti in casa mia, nella mia proprietà".<sup>19</sup> Dal 2003, il numero di mutui richiesti aumentò costantemente e i criteri di concessione divennero progressivamente più permissivi.

<sup>19</sup> Klein, N. (2008). "Bush, l'ultima sconfitta". *GEDI Gruppo Editoriale*.

### 1.3 Politiche di credito eccessivamente permissive (mutui subprime)

In quel contesto, si assistette a una proliferazione dei mutui "Subprime".<sup>20</sup> La parola subprime significa letteralmente "sotto il livello primario" e descrive quei prestiti offerti a persone che, secondo le regole classiche di prudenza bancaria, non avrebbero ottenuto credito a causa di precedenti insolvenze o della mancanza di garanzie sufficienti.<sup>21</sup> Si trattava quindi di prestiti immobiliari che le banche erogavano solo per via del contesto eccezionale; in tempi normali, nessun intermediario avrebbe accettato di concedere un mutuo con un tale livello di rischio di insolvenza. Quando si parla di contesto eccezionale si fa riferimento ai fattori che stavano caratterizzando gli Stati Uniti all'inizio del nuovo millennio, ossia un settore immobiliare in piena espansione e le politiche monetarie della FED che garantivano tassi d'interesse contenuti.<sup>22</sup>

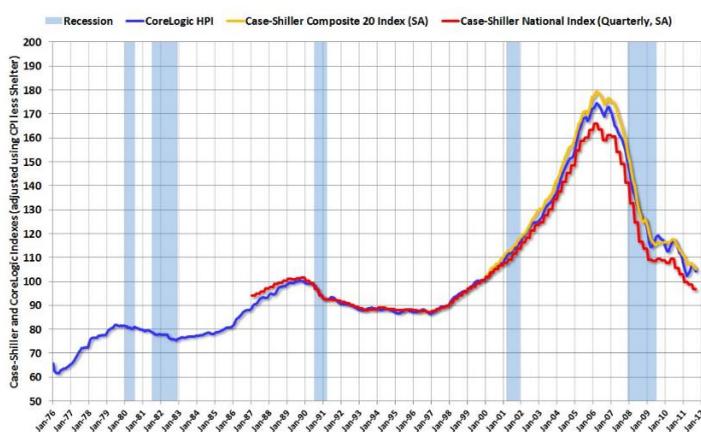


Figura 2: Real house prices

Fonte: American Full House, n.d. (non disponibile), "Real House Prices and House",

<https://americanfullhouse.com/real-house-prices-and-house-price-to-rent/>

<sup>20</sup> Presbitero, A. F. (2009). La crisi del 2007-?: fatti, ragioni e possibili conseguenze. Il Mulino.

<sup>21</sup> Martigli, C. A. (2009). La resa dei conti. Castelvecchi.

<sup>22</sup> Cfr ALESSANDRINI, F. (2018). La crisi finanziaria del 2008: il contesto economico e le cause scatenanti.

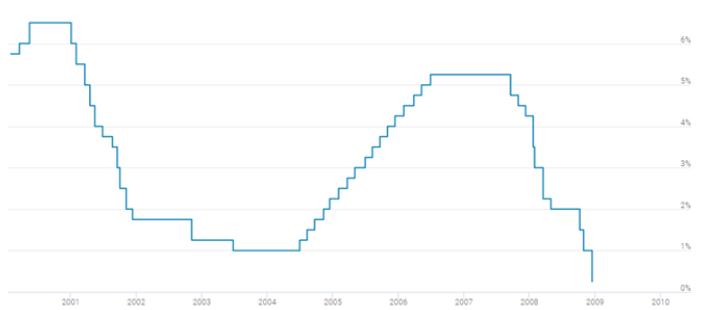


Figura 3: Andamento tasso di interesse USA (2000-2010)

Fonte: Global-rates.com, n.d. (non disponibile), "FED FEDERAL FUNDS RATE-STATI UNITI",

<https://www.global-rates.com/it/tassi-di-interesse/banche-centrali/1002/interesse-americano-federal-funds-rate/>

Le banche, dunque, erogavano il finanziamento al prenditore dal momento che, in caso di insolvenza di quest'ultimo, esse erano comunque tutelate dalla vendita della garanzia, ovvero dell'immobile che veniva comprato dal prenditore grazie al mutuo.<sup>23</sup> Negli anni caratterizzati da questo meccanismo che sembrava proficuo ed infallibile per tutte le parti, i cittadini americani risultano, di conseguenza, sempre più attratti dall'acquisto di beni immobili esclusivamente per fini speculativi. La logica seguita, di fatti, risulta alquanto intuitiva dal momento che, se di giorno in giorno aumenta il valore delle abitazioni, una rivendita successiva avrebbe consentito al cittadino di realizzare un guadagno dalla disparità tra il prezzo d'acquisto e quello di rivendita. L'acquisto di un'abitazione, tuttavia, non è un elemento accessibile a chiunque e di conseguenza i cittadini erano soliti rivolgersi all'istituto di credito per chiedere l'accensione di un mutuo, al fine di acquistare una proprietà. Come anticipato, in condizioni "normali" le banche si

<sup>23</sup> Cfr Battaglia, F. (2015). Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria? Franco Angeli

assicurerebbero che il richiedente del prestito fosse in grado di restituire il finanziamento. Tuttavia, nello scenario in questione, le banche sono molto più flessibili nella valutazione del credito. Ciò avviene perché, concedendo prestiti per l'acquisto di case, possono garantire il prestito con l'ipoteca sull'immobile. Se il mutuatario non riesce a pagare, la banca può vendere la proprietà per recuperare il denaro prestato.<sup>24</sup>

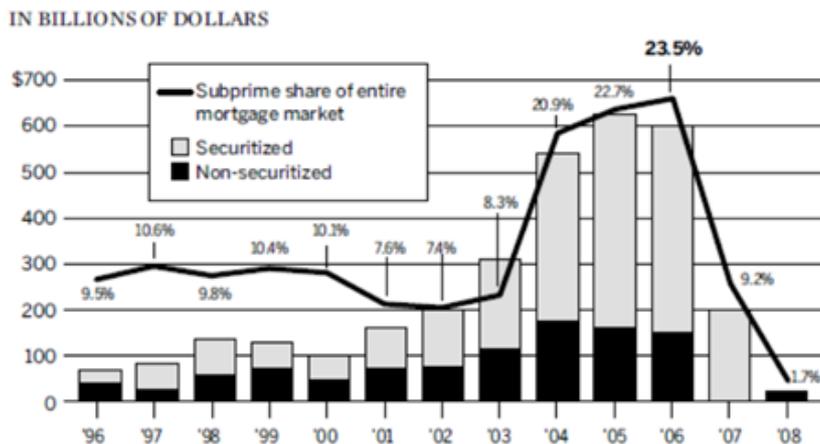


Figura 4: La concessione di mutui subprime dal 1996 al 2008

Fonte: The Financial Crisis Inquiry Commission

Con il supporto della figura 4, è possibile dedurre il rapporto dei mutui subprime rispetto al totale dei mutui erogati.<sup>25</sup> Questo mostra chiaramente come la quota dei mutui subprime sia cresciuta notevolmente, influenzando

<sup>24</sup> Cfr ALESSANDRINI, F. (2018). La crisi finanziaria del 2008: il contesto economico e le cause scatenanti.

<sup>25</sup> Cfr Rizzi, D., & Petrin, P. (2017/2018). La crisi finanziaria del 2008: il ruolo della deregolamentazione.

pesantemente il mercato immobiliare.<sup>26</sup> Secondo i dati registrati nel periodo della bolla immobiliare, quasi un terzo dei mutui erogati era classificato come non prime e il 60% di questi venne concesso senza adeguate verifiche sull'affidabilità creditizia del richiedente.<sup>27</sup> Di conseguenza, la qualità dei prestiti andava progressivamente peggiorando. Infine, bisogna specificare che, in questo contesto, un altro tema di grande rilevanza è quello dei tassi d'interesse dal momento che ai mutui subprime veniva applicato un tasso più elevato, in quanto questi finanziamenti erano destinati a clienti considerati "ad alto rischio". Per comprendere meglio quanto appena detto, bisogna specificare che, in economia, ad un maggiore rischio corrisponde un tasso di interesse più elevato. Continuando a parlare di tassi d'interesse risulta altrettanto fondamentale sottolineare che i mutui subprime erano caratterizzati da un tasso variabile, con la conseguenza che, se il tasso della FED fosse aumentato, anche l'importo della rata da pagare aumentava.<sup>28</sup> Finché la Federal Reserve manteneva dei tassi d'interesse contenuti, l'importo della rata risultava sostenibile, ma una volta che la FED iniziò ad aumentare i tassi, il pagamento del mutuo portò all'insolvenza di molti mutuatari. Alla luce di quanto è stato detto sembrerebbe logico che l'insolvenza dei mutuatari determini una semplice perdita nei bilanci delle banche che hanno concesso il finanziamento, anche se, bisogna specificare che, in realtà, questa insolvenza costituirà una delle cause di maggior importanza per lo scoppio della bolla nel 2008. I prossimi paragrafi ci aiuteranno a capirne le ragioni.

---

<sup>26</sup> Cfr Rizzi, D., & Petrin, P. (2017/2018). La crisi finanziaria del 2008: il ruolo della deregolamentazione.

<sup>27</sup> Cfr The Financial Crisis Inquiry Commission, (2011), The Financial Crisis Inquiry Report, PublicAffairs.

<sup>28</sup> Cfr Blanchard, O. (2009). Macroeconomia. Il Mulino.

## 1.4 Cartolarizzazione

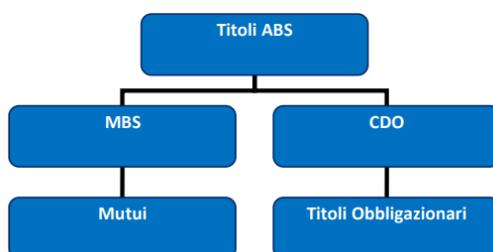
La situazione economica che caratterizzava gli Stati Uniti agli inizi del nuovo millennio era dunque quella che vedeva la FED mantenere bassi i tassi di interesse, con la conseguenza che il costo del denaro era a sua volta poco elevato, oltre al fatto che i cittadini ottenevano mutui grazie ai quali riuscivano a coprire interamente il valore delle proprietà immobiliari. Inoltre, come menzionato in precedenza, le banche diminuirono sostanzialmente le verifiche sulla capacità finanziaria dei richiedenti mutui che intendevano acquistare proprietà, in quanto il valore di questi beni cresceva costantemente, e di conseguenza, gli istituti finanziari non erano particolarmente preoccupati in caso di insolvenza. Consapevoli di questa situazione, le banche cercarono di massimizzare i profitti sfruttando il periodo favorevole: più mutui erogavano, più aumentavano le loro entrate grazie alle imposte e alle commissioni associate a ogni finanziamento.<sup>29</sup> L'unione di questi fattori determinò la nascita di una vera e propria bolla finanziaria all'interno del mercato americano. Bisogna tuttavia specificare che, le banche erano insoddisfatte delle tempistiche con le quali tornavano i fondi che avevano erogato, con la conseguenza che, per le banche, era necessario trovare una chiave che permettesse loro di avere un ritorno più immediato dei fondi prestati. La risposta a questo problema è rappresentata dal passaggio del sistema "originate and hold" a quello "originate and distribute", espressione con quale si fa riferimento al fatto che, attraverso la cartolarizzazione, le banche erano in grado di "trasformare" i mutui concessi e venderli rapidamente, spostando così il rischio su terze parti e assicurandosi prontamente liquidità.<sup>30</sup> Nel primo scenario, l'istituto bancario concede un prestito e recupera l'intero importo

---

<sup>29</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria*, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

<sup>30</sup> Bianchi, C. (n.d.). *La crisi globale del 2007-2009: cause e conseguenze*. Università di Pavia.

con gli interessi solo al termine del periodo di rimborso, assumendosi tutto il rischio di mancato pagamento. Invece, nel secondo scenario, la trasformazione dei prestiti in strumenti finanziari consente di convertire crediti a lungo termine in titoli, trasferendo il rischio a nuovi investitori. In sostanza, la cartolarizzazione è un processo attraverso il quale beni finanziari non liquidi e indivisibili, capaci di generare flussi di cassa, vengono trasformati in titoli negoziabili e frazionabili. Questo metodo consente di creare strumenti finanziari chiamati Asset-Backed Securities (ABS).<sup>31</sup> Se i beni di base sono mutui, si ottengono Mortgage-Backed Securities (MBS), mentre se sono obbligazioni, si generano Collateralized Debt Obligations (CDO), come illustrato nel diagramma.<sup>32</sup>



*Figura 5: Organigramma delle diverse categorie di strumenti finanziari scambiabili creati tramite il processo di cartolarizzazione*

*Fonte: Riproduzione personale*

In questo contesto, acquisirono grande importanza le così dette “government sponsored enterprise” o più semplicemente GSE, che facevano parte di una

---

<sup>31</sup> Cfr MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

<sup>32</sup> Cfr ALESSANDRINI, F. (2018). La crisi finanziaria del 2008: il contesto economico e le cause scatenanti.

procedura che prevedeva, in primo luogo, come anticipato, la concessione di prestiti alle famiglie americane da parte delle banche commerciali ed in secondo luogo la vendita dei mutui e del rischio ad essi collegato a soggetti terzi, onde evitare il loro fallimento in caso di insolvenza dei mutui stessi. I creditori (banche commerciali) potevano quindi creare delle ipoteche da vendere alle GSE, le quali, a loro volta, dopo averle raggruppate e divise in piccoli pacchetti con differenti livelli di rischio, li presentavano come titoli. Queste agenzie, essendo governative, non potevano fallire e pertanto il loro rating risultava affidabile, tanto che Fannie Mae e Freddie Mac, garantirono agli investitori in subprime mortgages la certezza di guadagno.<sup>33</sup> Osservando la Figura 6 è possibile comprendere al meglio il modo di operare delle banche commerciali.

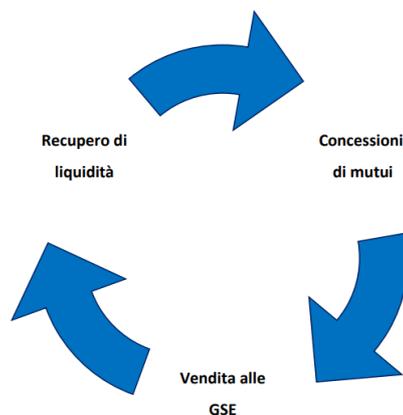


Figura 6 Figura 6: Modello Originate-to-Distribute

Fonte: Riproduzione personale

---

<sup>33</sup> Cfr Trotta, A. (2009). I sistemi finanziari tra innovazione e instabilità. G. Giappichelli Editore.

Gli MBS consentirono alle banche di suddividere i pacchetti di mutui in segmenti con diversi profili di rischio, dove nello specifico, viene detto che, esistevano tranche equity (rischiosa) e tranche senior (meno rischiosa).

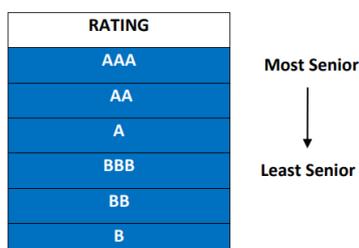


Figura7: Tranche di qualità elevata e bassa classificate secondo il rating

Fonte: <<<https://www.slideshare.net/madhumauthe/the-big-short-110508292>>>

I titoli risultanti dal processo di cartolarizzazione dei prestiti immobiliari erano scambiati nei cosiddetti mercati "over the counter", ed il totale di queste attività finanziarie, che nel 2000 era di soli 500 milioni, raggiunse 2,6 trilioni di dollari sette anni dopo. Com'è facile intuire, la cartolarizzazione divenne un prodotto popolare e redditizio tanto da attirare altri istituti di credito che fino a quel momento erano ancora in fase di sviluppo, come, ad esempio, le banche d'affari. Entrando nel vivo della questione bisogna specificare che, queste ultime, collaborando con banche commerciali e istituti di prestito ipotecario, optarono per sviluppare un sistema di cartolarizzazione indipendente dalle GSE.<sup>34</sup> Di conseguenza, Bear Stearns e Lehman Brothers iniziarono a comprare società-veicolo, vale a dire aziende operanti nel settore del credito ipotecario, al fine di aumentare il livello di privatizzazione della filiera.

<sup>34</sup> Cfr MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

La procedura rimane la stessa: la banca d'affari, detta "originator", acquisisce una società indipendente, nota come SPV (Special Purpose Vehicle), e riceve prestiti e finanziamenti dai clienti. La società veicolo, così come valeva per le GSE, diventa titolare degli attivi finanziari, gestendo i rischi correlati, ed ottiene interessi e capitale dal pubblico. La SPV, alla conclusione del ciclo, produce ed eroga titoli finanziari noti come ABS, i quali servono a ottenere i fondi richiesti per acquistare nuovi prestiti e finanziamenti dalle banche d'affari.

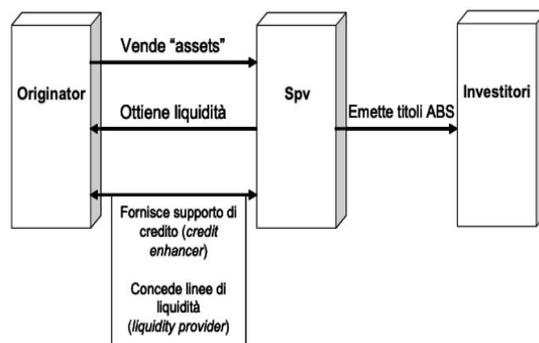


Figura 8: Schema del processo di cartolarizzazione

Fonte: CONSOB

Bisogna tuttavia specificare che questo procedimento, molto frequentemente, non si concludeva con la vendita degli ABS agli investitori dal momento che le società veicolo erano solite combinare più ABS in un nuovo strumento finanziario, precedentemente introdotto, detto CDO.<sup>35</sup> Questi ultimi sono strumenti di debito garantiti da una serie di ABS, che producono flussi di cassa grazie agli interessi pagati sui crediti sottostanti, ossia i prestiti e mutui subprime erogati dall'originator.<sup>36</sup> Come se non bastasse, le società veicolo aggregavano vari CDO per generare nuovi strumenti finanziari chiamati CDO<sup>2</sup>. Questo processo complicava notevolmente la situazione, poiché i titoli risultanti erano estremamente complessi e difficili da interpretare, rendendo impossibile determinare esattamente il loro contenuto ed i rischi associati. Nel periodo che precedette l'esplosione della bolla, l'espansione dei prestiti immobiliari negli Stati Uniti fu davvero notevole. Un aspetto particolarmente rilevante è che le banche d'affari, che fino ad allora avevano avuto un ruolo secondario, iniziarono a dominare il mercato della cartolarizzazione, sorpassando il sistema GSE che era stato predominante fino al 2003. Per un'analisi dettagliata di questo cambiamento, possiamo osservare i seguenti grafici a torta.<sup>37</sup>



Figura 9: Distribuzione percentuale dei prestiti concessi dal sistema GSE e dalle banche per i periodi 1999-2003 e 2005-2006.

Fonte: "Lo schianto" Adam Tooze (2018)

<sup>35</sup> Cfr Trotta, A. (2009). I sistemi finanziari tra innovazione e instabilità. G. Giappichelli Editore.

<sup>36</sup> Cfr ALESSANDRINI, F. (2018). La crisi finanziaria del 2008: il contesto economico e le cause scatenanti.

<sup>37</sup> Cfr MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

I grafici mostrano come la distribuzione dei prestiti sia cambiata pre e post 2004, con un focus sulla differenza tra le pratiche delle GSE e delle banche commerciali.<sup>38</sup> Prima del 2004, le GSE occupavano il 70% del mercato della cartolarizzazione, ma dopo tale anno, i prestiti privati hanno preso il sopravvento. Infine, bisogna specificare che, i titoli di cartolarizzazione godevano spesso di ottime valutazioni da parte delle agenzie di rating, creando l'illusione di un investimento sicuro per i risparmiatori, quando, in realtà, questi titoli erano basati su ABS garantiti da prestiti ad alto rischio di insolvenza.<sup>39</sup> In aggiunta, aziende come l'American International Group (AIG) offrivano polizze assicurative per proteggere gli investitori dalle perdite in caso di default, a fronte di un premio. Tutto sembrava quindi funzionare senza intoppi: chi investiva era felice, i richiedenti di prestiti erano tranquilli e le agenzie di rating erano ottimiste, anche se, bisogna specificare che, questo si fondava sul continuo apprezzamento degli immobili e sulla permanenza di tassi di interesse molto favorevoli. Non appena la Fed avesse smesso di mantenere i tassi così ridotti, il meccanismo apparentemente perfetto e proficuo sarebbe saltato. In sostanza, l'intero sistema economico e finanziario era costruito su basi estremamente instabili: in caso di default dei mutuatari, i principali perdenti sarebbero stati i possessori di CDO, poiché le banche, senza liquidità sufficiente, non sarebbero state in grado di trasferire fondi alle SPV, impedendo così il pagamento delle cedole ai detentori di tali titoli. Pertanto, la situazione del 2008 può essere paragonata a un enorme castello di carte: una minima alterazione delle condizioni di equilibrio avrebbe potuto causare un collasso totale e irreversibile.

---

<sup>38</sup> Cfr MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

<sup>39</sup> Cfr ALESSANDRINI, F. (2018). La crisi finanziaria del 2008: il contesto economico e le cause scatenanti.

## 1.5 Agenzie di rating

Le agenzie di rating sono aziende esperte che valutano la stabilità finanziaria e l'affidabilità di emittenti e titoli sul mercato, fornendo un punteggio chiamato rating.<sup>40</sup> Fitch Investors Service, Moody's e Standard & Poor's sono le agenzie principali, le cui classificazioni indicano la capacità dell'emittente di adempiere ai propri obblighi finanziari secondo le scadenze prestabilite.<sup>41</sup> In sostanza, questi rating, espressi in codici alfabetici e contrassegnati da un colore, aiutano gli investitori a giudicare la sicurezza degli investimenti, come possiamo notare nella Figura 10.

| Sortable Table Key             | Moody's                   | Fitch                | S&P                          |
|--------------------------------|---------------------------|----------------------|------------------------------|
| Highest grade credit           | Aaa                       | AAA                  | AAA                          |
| Very high grade credit         | Aa1, Aa2, Aa3             | AA+, AA, AA-         | AA+, AA, AA-                 |
| High grade credit              | A1, A2, A3                | A+, A, A-            | A+, A, A-                    |
| Good credit grade              | Baa1, Baa2,<br>Baa3, Baa4 | BBB+, BBB,<br>BBB-   | BBB+, BBB,<br>BBB-           |
| Speculative grade credit       | Ba1, Ba2, Ba3             | BB+, BB, BB-         | BB+, BB, BB-                 |
| Very speculative credit        | B1, B2, B3                | B+, B, B-            | B+, B, B-                    |
| Substantial risks - In default | Caa1, Caa2,<br>Caa3, Ca   | CCC, CC, C,<br>RD, D | CCC+, CCC,<br>CCC-, CC, C, D |

Figura 10: I rating

Fonte: Credit Report Service

<sup>40</sup> Cfr Borsa Italiana (n.d.), Agenzia di rating, Borsa Italiana.  
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/agenzia-di-rating.html>.

<sup>41</sup> Cfr Borsa Italiana (n.d.), Agenzia di rating, Borsa Italiana.

Il verde indica il massimo grado di solvibilità, mentre, spostandosi verso il basso, la probabilità di pagamento diminuisce drasticamente per i titoli contrassegnati in rosso. Dopo aver brevemente descritto il ruolo e il lavoro di queste agenzie, possiamo considerare l'influenza che hanno avuto durante l'ultima crisi finanziaria. Le agenzie di rating erano incaricate di valutare i titoli derivati emessi dalle banche.<sup>42</sup> Solitamente, un investitore avverso al rischio tende ad acquistare titoli sicuri, valutati AAA dalle agenzie (verde), mentre gli investitori maggiormente propensi al rischio accettano anche titoli con rating inferiori (rosso), che offrono rendimenti più elevati. I problemi emersero quando le istituzioni finanziarie cominciarono a creare pacchetti di titoli con differenti gradi di rischio, da AAA a CCC+, complicando il lavoro delle agenzie di rating.<sup>43</sup> L'obiettivo delle banche era ottenere quanti più titoli con alti rating e rendimenti possibili, con la conseguenza che, le agenzie di rating, essendo remunerate dalle entità finanziarie per le loro valutazioni, erano inclini a fornire il maggior numero di rating AAA possibile. Tuttavia, va precisato che l'errore delle agenzie di rating non fu completamente intenzionale, poiché l'intero processo era caratterizzato da mancanza di informazioni e scarso interesse. Cinque entità principali erano coinvolte nella catena: chi originava i prestiti, chi li raggruppava in pacchetti, chi valutava il rischio, le imprese sostenute dal governo che gestivano i flussi di denaro e, infine, gli investitori. Con una catena così complessa e tanti attori, i rischi reali di questi strumenti finanziari sfuggivano spesso all'analisi, poiché l'obiettivo primario era massimizzare i profitti piuttosto che garantire la sicurezza e la trasparenza. Gli ABS e altri titoli strutturati erano tra gli asset più attraenti nei primi anni 2000 e questi strumenti finanziari, il cui valore dipendeva dall'andamento di un

---

<sup>42</sup> Cfr Trotta, A. (2009). I sistemi finanziari tra innovazione e instabilità. G. Giappichelli Editore.

<sup>43</sup> Cfr MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

sottostante, erano basati su mutui erogati per l'acquisto di immobili.<sup>44</sup> Con il mercato immobiliare in crescita, gli ABS (e i CDO) erano considerati titoli sicuri su cui investire una parte significativa delle proprie risorse. Quando il mercato immobiliare collassò, quasi tutti i derivati legati ai mutui subprime iniziarono a soffrire, poiché molti titoli al loro interno erano falsamente valutati come AAA.<sup>45</sup> Questo trascinò anche il mercato dei derivati in una crisi profonda. La distorsione è evidente, considerando che i titoli della Lehman Brothers erano ancora valutati "A" il giorno prima della dichiarazione di fallimento; dare un rating "A" a una società prossima al collasso è inaccettabile, avrebbero dovuto ricevere una classificazione come C o D, come indicato nella Figura 7.<sup>46</sup> In sostanza, le agenzie di rating hanno giocato un ruolo centrale nella creazione della bolla, poiché assegnando rating AAA alla maggior parte dei titoli, hanno perpetuato l'illusione di un mercato immobiliare sano.<sup>47</sup>

---

<sup>44</sup> Cfr Lops, V. (2014,). Ecco cosa sono gli Abs con cui la Bce spera di portare l'Eurozona fuori dalla crisi. Il Sole 24 Ore.

<sup>45</sup> Cfr Rizzi, D., & Petrin, P. (2017/2018). La crisi finanziaria del 2008: il ruolo della deregolamentazione.

<sup>46</sup> Cfr Goldberg, J., 2013, The Betrayal of the American Dream, PublicAffairs.

<sup>47</sup> Cfr Comiskey, M., & Madhogarhia, P. (2009). Unraveling the Financial Crisis of 2008. Political Science & Politics.

## 1.6 Il ruolo di AIG

Nel primo decennio degli anni 2000, l'American International Group (AIG), una compagnia di assicurazioni di rilievo, adottò una strategia innovativa che andava oltre la semplice vendita di polizze tradizionali, introducendo i "credit default swaps" (CDS).<sup>48</sup> Questi CDS erano contratti che garantivano pagamenti in caso di fallimento di un titolo finanziario, assicurando così le istituzioni finanziarie che temevano potenziali perdite sui loro investimenti. In cambio di questa protezione, AIG richiedeva una somma di denaro proporzionale al rischio percepito, rendendo il sistema vantaggioso per le banche, poiché un'assicurazione sui titoli riduceva il capitale di riserva necessario, dato che meno rischiose erano le attività, meno capitale doveva essere tenuto in riserva secondo le normative bancarie. Tuttavia, quando il mercato immobiliare crollò, AIG fu sommersa da richieste di risarcimento che non poteva soddisfare con le risorse disponibili, costringendo il governo degli Stati Uniti a intervenire per prevenire una catastrofe finanziaria e fornire i fondi necessari. Oltre a ciò, AIG offriva la possibilità di acquistare CDS anche a investitori che non possedevano i titoli sottostanti, incentivando la speculazione e aumentando i propri profitti sulla base della certezza, rivelatasi errata, che il mercato immobiliare non sarebbe mai crollato.<sup>49</sup> Quando invece i prezzi delle case crollarono, AIG si trovò nella posizione di dover pagare non solo i titolari dei titoli che avevano acquistato CDS per proteggersi dal rischio di insolvenza, ma anche coloro che avevano acquistato CDS a scopo speculativo, amplificando così le perdite nel sistema finanziario globale.<sup>50</sup>

---

<sup>48</sup> Cfr Giavazzi, F., & Amighini, A. (2010). La crisi del 2007-2010. O. Blanchard, *Macroeconomia. Il mulino.* / Cfr Mellor, M. (2010). *The Financial Crisis of 2007-08.* Pluto Press.

<sup>49</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria, Quattro lezioni,* ilSaggiatore, Milano.

<sup>50</sup> Cfr Rizzi, D., & Petrin, P. (2017/2018). *La crisi finanziaria del 2008: il ruolo della deregolamentazione.* / Cfr Mellor, M. (2010). *The Financial Crisis of 2007-08.* Pluto Press.

## Capitolo 2: La crisi del 2008

### 2.1 Scoppio della bolla

All'inizio del terzo millennio, come descritto ampiamente nel capitolo precedente, la percezione generale era che filasse tutto liscio. I cittadini americani avevano finalmente la possibilità di vivere il così detto "American dream" dal momento che, grazie a tassi di interesse bassi e all'elasticità con cui le banche concedevano finanziamenti, tutti coloro che fino a quel momento non aveva avuto la possibilità di acquistare un'immobile di proprietà ora potevano farlo. Gli istituti di credito e gli investitori, in relazione al contesto appena descritto, riuscivano ad ottenere profitti di notevole importanza grazie alla cartolarizzazione, la quale andava a distribuire il rischio in maniera talmente efficace che sembrava che quest'ultimo fosse nullo.<sup>51</sup> In sostanza, tutte le parti coinvolte erano soddisfatte delle condizioni che stavano caratterizzando quegli anni. A partire dal 2004, tuttavia, questa situazione apparentemente perfetta iniziò a vacillare dal momento che la Fed, per rispondere all'importante crescita economica che si era verificata nei primi anni duemila, fu obbligata a rialzare i tassi di interesse. Con i tassi di interesse in aumento, il costo del denaro preso a prestito iniziò ad aumentare notevolmente e di conseguenza anche il costo delle rate dei mutui subprime iniziò a diventare poco sostenibile, in quanto molti finanziamenti erano stati stipulati a tasso variabile.<sup>52</sup> Molti cittadini che qualche anno prima avevano acceso un mutuo iniziavano quindi a risultare insolventi ed in tali circostanze,

---

<sup>51</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

<sup>52</sup> Cfr Presbitero, A. F. (2009). La crisi del 2007-?: fatti, ragioni e possibili conseguenze. Il Mulino.

pertanto, anche la domanda di immobili subì un crollo, che determinerà, a sua volta, una riduzione del prezzo degli stessi.<sup>53</sup> Per concludere, possiamo quindi affermare che nel 2007, il repentino aumento dei prezzi delle abitazioni, verificatosi nei primi anni del nuovo millennio, conobbe un'inversione di rotta determinando l'effettivo scoppio della bolla speculativa del settore immobiliare.

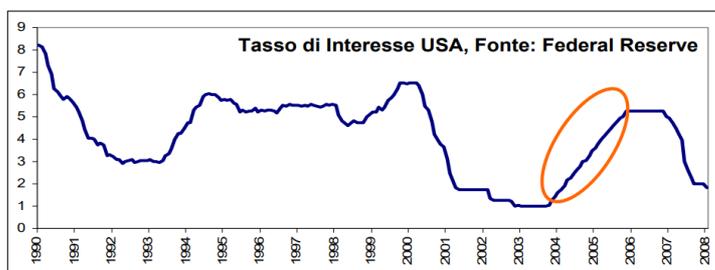


Figura 11: Tasso di Interesse USA

Fonte: Federal Reserve



Figura 12: Indice Case-Schiller: Prezzi Delle case USA

Fonte: Federal Reserve

<sup>53</sup> Cfr Battaglia, F. (2015). Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria? Franco Angeli

## 2.2 Diffusione della crisi finanziaria globale attraverso i meccanismi di propagazione

### 2.2.1 leva finanziaria e complessità

Al fine di comprendere le ragioni che hanno determinato una profonda recessione, in seguito alla riduzione del prezzo del mattone, risulta fondamentale introdurre il concetto di leva finanziaria. “Attraverso l'utilizzo della leva finanziaria (o "leverage") un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative” (www.consob.it).<sup>54</sup> Per comprendere meglio questa definizione ricorriamo al seguente esempio. Supponiamo di trovarci di fronte due banche, entrambe con 100 euro di patrimonio a propria disposizione. Le modalità di finanziamento delle due banche risultano tuttavia differenti. La Banca 1 utilizza 20 euro di capitale degli azionisti e 80 euro dai depositi dei clienti per finanziare i mutui. Invece, la Banca 2 ha soltanto 5 euro di capitale proprio e ha preso in prestito 95 euro. I bilanci delle due banche appaiono di conseguenza come riportato in tabella:<sup>55</sup>

|         | Attività | Passività | Capitale | Leva finanziaria |
|---------|----------|-----------|----------|------------------|
| Banca 1 | 100      | 80        | 20       | 5                |
| Banca 2 | 100      | 95        | 5        | 20               |

<sup>54</sup> www.consob.it, <https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

<sup>55</sup> Cfr Francesco Giavazzi e Alessia Amighini, La crisi del 2007-2010

La leva finanziaria è il rapporto tra le attività e il capitale con la conseguenza che, il rapporto di leva della Banca 1 è 5 in quanto quest'ultima ha 100 euro di attivo e 20 di capitale.<sup>56</sup> Per la Banca 2 il rapporto di leva è invece di 20 dal momento che dispone di 100 euro di attivo e di 5 euro di capitale proprio. Consideriamo ora cosa potrebbe succedere se il valore delle attività scende di 20 euro, passando da 100 a 80, in seguito a una riduzione del 20% dei prezzi degli immobili, ad esempio.<sup>57</sup> La solvibilità della Banca 1 è garantita, poiché il suo capitale è sufficiente, sebbene di un nulla, a coprire una perdita di 20 euro. La banca 1 si troverà quindi nella seguente situazione:

**Nuove attività:** 80 euro

**Prestiti:** 80 euro

**Soldi propri:** 0 euro (80 attività - 80 prestiti = 0)

In pratica, la Banca 1 vede il suo capitale di 20 euro svanire, ma non va incontro a fallimento dato che non ha debiti non coperti. La Banca 2, d'altra parte, va in bancarotta perché, nonostante i suoi 80 euro, deve restituire 95 euro. La situazione nella quale si troverà la banca 2 sarà la seguente:

**-Nuove attività:** 80 euro -

**Prestiti:** 95 euro -

**Soldi propri:** -15 euro (80 attività - 95 prestiti = -15)

L'esempio analizzato ci aiuta a comprendere come il pericolo di un elevato rapporto di leva è che una riduzione del valore delle attività può portare rapidamente all'insolvenza. Tuttavia, molte banche preferiscono un rapporto di leva alto per i rendimenti potenzialmente maggiori. Immaginiamo che le

---

<sup>56</sup> Cfr Francesco Giavazzi e Alessia Amighini, La crisi del 2007-2010

<sup>57</sup> Cfr Francesco Giavazzi e Alessia Amighini, La crisi del 2007-2010

attività in cui investe la banca abbiano un rendimento del 10% e supponiamo, per semplicità, che i prestiti siano senza interessi. Anche se questa ipotesi è poco realistica, consideriamo che prima della crisi i tassi di interesse erano molto bassi, quasi nulli. I proprietari della Banca 1, che hanno investito 20 euro e guadagnano 10 euro, ottengono un ritorno del 50% sul capitale. I proprietari della Banca 2, che hanno investito solo 5 euro e guadagnano 10 euro, ottengono invece un rendimento del 200%. Questo concetto è una sorta di dimostrazione della "legge di ferro della finanza", la quale suggerisce che per ottenere rendimenti più elevati è necessario accettare rischi maggiori. Fino a quando i prezzi degli immobili aumentavano, gli istituti di credito riuscivano quindi a realizzare ingenti guadagni mantenendo un elevato grado di leva finanziaria senza temere il fallimento. Questa situazione, tuttavia, non persistette per molto tempo, e molte banche si trovarono con un capitale insufficiente per coprire le perdite, espressione con la quale intendiamo dire che erano fallite. Le banche che avevano capitale sufficiente per sopravvivere, invece, non fallirono, ma, nonostante ciò, cominciarono anche esse a preoccuparsi. Per sopravvivere, di fatti, esse avevano utilizzato il loro capitale quasi interamente con la conseguenza che si trovavano in una posizione debole. Al fine di rafforzare la loro posizione, queste banche potevano agire in tre modi. Prima di tutto, le banche potevano tentare di aumentare il capitale, ma ciò era problematico poiché una crisi non favorisce la fiducia degli investitori. In secondo luogo, potevano ridurre la quantità di prestiti alle imprese, ossia limitare i nuovi prestiti e non rinnovare quelli già concessi. Infine, avevano la possibilità di liquidare altre attività, prevalentemente azioni, accettando qualsiasi prezzo disponibile. La vendita di queste attività liquide ha portato a un arresto del flusso di credito e a un tracollo del mercato azionario<sup>58</sup>.

---

<sup>58</sup> Cfr. Francesco Giavazzi e Alessia Amighini, *La crisi del 2007-2010/*

### 2.2.2 Crisi di fiducia e crisi di liquidità

Ricapitolando, bisogna far notare che, come conseguenza dell'altissimo numero di insolvenze, il flusso dei pagamenti (che sono alla base della cartolarizzazione) si fermò.<sup>59</sup> La naturale conseguenza fu la fortissima diminuzione del valore di mercato dei titoli legati ai mutui subprime, con rovinose perdite per le società veicolo. Inoltre, le agenzie di rating (tra le quali MOODY'S e STANDARD & POOR'S), che in un primo tempo erano rimaste favorevolmente impressionate nel considerare questi titoli, capirono la rischiosità dei mutui subprime e di conseguenza declassarono i loro rating. Tale condizione fu sufficiente a far perdere ulteriormente valore ai titoli. In sostanza, quindi, si andava delineando il seguente quadro: le SPV erano costrette a garantire il pagamento degli interessi agli investitori, ma senza il pagamento delle rate dei mutui le società non poterono onorare i loro impegni, facendo così ulteriormente precipitare la situazione finanziaria.<sup>60</sup> A questo punto, la maggior parte delle banche iniziò a interrogarsi sulla rischiosità del proprio attivo di bilancio e di quello delle altre banche con cui commerciavano. Di qui, come in un effetto domino, si sviluppò una crisi di fiducia sistemica, venendo a mancare la fiducia tra le banche stesse. L'immediata conseguenza fu l'interruzione dei prestiti di liquidità tra le banche, con la conseguente crisi di liquidità del mercato interbancario. Quanto appena detto viene chiaramente descritto attraverso la figura 13 che evidenzia la differenza tra il tasso certo e quello al quale le banche erano disposte a prestare denaro ad altre banche. Tale differenza è detta Ted spread.

---

<sup>59</sup> Cfr Bettin, G., & Biondi, E. (2021/2022). La Federal Reserve e i suoi interventi nelle crisi del 1929 e del 2008. Anno Accademico 2021/2022.p

<sup>60</sup> MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

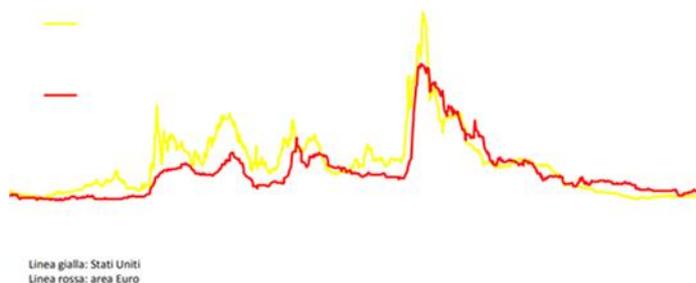


Figura 13: Il Ted spread negli Stati Uniti (linea rossa)

Fonte: Federal Reserve

Il Ted spread si avvicina allo zero quando gli istituti di credito percepiscono un basso rischio nel prestarsi denaro tra loro e, di fatto, fino alla metà del 2007, fu così.<sup>61</sup> Tuttavia, nella seconda metà del 2007, questo iniziò ad aumentare sempre di più per poi impennarsi nel settembre del 2008. Le cause di questa rapida crescita saranno trattate nel paragrafo successivo.<sup>62</sup> In questo contesto, le banche, per proseguire le loro operazioni quotidiane e procurarsi la liquidità di cui avevano bisogno, iniziarono a liquidare i propri asset sul mercato finanziario. Questo portò a una significativa svalutazione di tali titoli. Allo stesso tempo, la sparizione totale della liquidità in alcune sezioni del mercato americano della cartolarizzazione rese estremamente difficile determinare con precisione il valore di molti strumenti finanziari dal momento che, senza un mercato attivo, mancavano riferimenti di prezzo affidabili, indipendentemente dalla qualità intrinseca dei titoli o dal loro rating creditizio.<sup>63</sup> Di conseguenza, l'impossibilità di valutare correttamente questi asset era sinonimo del fatto che

<sup>61</sup> Cfr Federal Reserve Bank of St. Louis. (2012). The Financial Crisis: A Look Back at the Lost Decade.

<sup>62</sup> Cfr Reuters Staff. (2012, 7 settembre). US household net worth fell \$17 trillion during financial crisis: Fed. Reuters.

<sup>63</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

questi non potessero essere impiegati come garanzie, bloccando l'accesso ai finanziamenti necessari.<sup>64</sup> Questo rappresentava un problema significativo, poiché le banche dipendono pesantemente dalla loro capacità di prendere in prestito denaro per svolgere le loro attività quotidiane e finanziare le operazioni. In conclusione, la crisi di liquidità e l'alto livello di rischio per le banche, derivante dalla perdita di fiducia nel mercato interbancario, portarono diverse importanti istituzioni sull'orlo del fallimento.

---

<sup>64</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

## 2.3 Fallimenti bancari e salvataggi governativi

Le crisi avvenute prima del 2007 non si ricordano per la loro gravità o per un'elevata diffusione in quanto non interessarono grandi istituzioni finanziarie, bensì entità di piccola dimensione. Ciò avvenne perché, a causa delle limitate riserve di risorse e delle difficoltà di queste piccole aziende a raccogliere capitale, non furono in grado di rispondere ai repentini cambiamenti economici. Nel 2008, tuttavia, Bear Stearns, una delle principali banche impegnate nella cartolarizzazione dei mutui, si trovò in gravi difficoltà.<sup>65</sup> Il suo portafoglio era diminuito significativamente e molte delle banche che avevano erogato denaro iniziarono a richiedere il rimborso totale dei prestiti concessi.<sup>66</sup> Di fronte a questa crisi, JP Morgan, con il supporto della Federal Reserve, acquistò le azioni di Bear Stearns a soli 10 dollari ciascuna, un crollo rispetto ai 70 dollari del 2007.<sup>67</sup> Così, JP Morgan rilevò Bear Stearns, segnando il primo intervento diretto della Fed per supportare una banca d'investimento privata. Pochi mesi dopo, Fannie Mae e Freddie Mac, due agenzie essenziali per il finanziamento dell'acquisto di abitazioni negli Stati Uniti, affrontarono una situazione simile.<sup>68</sup> A causa delle enormi garanzie ipotecarie emesse, entrambe le agenzie iniziarono a subire ingenti perdite. Anche in questo caso, il sostegno della Federal Reserve fu cruciale: il Tesoro federale garantì tutti i titoli cartolarizzati nel loro portafoglio e le agenzie furono poste sotto controllo statale, con l'assistenza della Fed.<sup>69</sup> Per il salvataggio di queste istituzioni, il

---

<sup>65</sup> Cfr Battaglia, F. (2015). *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?* Franco Angeli

<sup>66</sup> Cfr Bettin, G., & Biondi, E. (2021/2022). *La Federal Reserve e i suoi interventi nelle crisi del 1929 e del 2008.*

<sup>67</sup> Cfr Bettin, G., & Biondi, E. (2021/2022). *La Federal Reserve e i suoi interventi nelle crisi del 1929 e del 2008.*

<sup>68</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria, Quattro lezioni*, ilSaggiatore, Milano.

<sup>69</sup> Cfr Bettin, G., & Biondi, E. (2021/2022). *La Federal Reserve e i suoi interventi nelle crisi del 1929 e del 2008.*

governo degli Stati Uniti destinò circa 200 miliardi di dollari.<sup>70</sup> Un intervento analogo avvenne anche per AIG, una compagnia assicurativa che forniva garanzie sui mutui sottostanti ai titoli cartolarizzati.<sup>71</sup> Applicando lo stesso “modus operandi”, AIG ricevette 123 miliardi di dollari dalla FED per poi venire nazionalizzata. Questi sono solo alcuni dei tanti soccorsi operati dalle due istituzioni pubbliche, FED e Tesoro Americano, che risposero a questa ondata di crisi nel minor tempo possibile e nella miglior maniera possibile.<sup>72</sup> Tuttavia, bisogna ricordare una data storica di tutta la crisi: il 15 settembre del 2008, quando Lehman Brothers, una tra le maggiori banche d'affari statunitensi, fallì. Rinomata per le sue politiche d'investimento molto aggressive in termini di leva finanziaria, Lehman Brothers era la quarta banca d'investimento globale. Quando si parla del fallimento di tale banca, bisogna tener conto del fatto che essa aveva assimilato tutte le sue attività nel processo di cartolarizzazione dei mutui. Nel giro di tre mesi, la banca, che a fine maggio 2008 registrava ancora una buona riserva di liquidità (45 miliardi di dollari), perse la metà delle risorse, arrivando così a martedì 9 settembre con soli 22 miliardi. Fu però il declassamento inflitto da S&P, Fitch e Moody's (le principali agenzie di rating) a provocare il fallimento.<sup>73</sup> Dai 22 miliardi precedenti, venerdì 12 settembre, la liquidità scese a 1,4 miliardi di dollari. Chiaro fu che, salvo eventuale salvataggio statale, la banca sarebbe stata forzata a comunicare l'adesione al “Chapter 11”, la norma fallimentare a tutela della società in bancarotta. Lunedì 15 settembre 2008 fu ufficializzata la bancarotta di Lehman Brothers,

---

<sup>70</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria*, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

<sup>71</sup> Cfr Bettin, G., & Biondi, E. (2021/2022). *La Federal Reserve e i suoi interventi nelle crisi del 1929 e del 2008*.

<sup>72</sup> Cfr Tooze, A. (2018). *Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*. Oscar Storia Mondadori.

<sup>73</sup> Cfr Bettin, G., & Biondi, E. (2021/2022). *La Federal Reserve e i suoi interventi nelle crisi del 1929 e del 2008*.

sopraffatta da un debito che ammontava a circa 600 miliardi di dollari. Ogni possibile tentativo di salvataggio pubblico fu vano; neanche la Fed riuscì a porre rimedio alla disastrosa situazione.<sup>74</sup> Perché altre istituzioni sì e Lehman Brothers no? Come già detto, prima di Lehman Brothers, fu Bear Stearns a fallire, la quale fu tuttavia salvata dall'acquisto da parte di JP Morgan. Pensare di salvare anche Lehman era politicamente impraticabile, in quanto senza garanzie del governo nessuno avrebbe acquisito una banca sull'orlo del fallimento.<sup>75</sup> La Federal Reserve non poteva però concedere prestiti a Lehman, dal momento che la pratica di concessione di prestiti da parte della Fed poteva essere fatta solo in presenza di valido collaterale, e se la banca era solvibile.<sup>76</sup> Si trattava però di una banca d'affari che non disponeva di una base correntizia, quindi priva di collaterale, e per giunta non era solvibile. Si temeva un effetto a catena, successivamente all'inevitabile fallimento, che a sua volta provocò un'ondata di panico a livello planetario. Per la seconda volta nella storia dell'umanità il mondo era di nuovo in crisi e nessuno, era ormai chiaro a tutti, era più al sicuro. Effettivamente, a differenza della crisi del 1929, la Grande Recessione del 2008 è stata di portata maggiore, dal momento che negli anni trenta non c'era mai stata una massiccia sincronizzazione di eventi e nemmeno un numero di banche che rischiarono di fallire all'unisono. L'economia reale fu di fatto la più colpita, la disoccupazione aumentò rapidamente dopo la rapidità e la violenza degli effetti di questa crisi.

---

<sup>74</sup> Cfr MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

<sup>75</sup> Cfr Il Post. (2012). "Che cosa è stato il fallimento di Lehman Brothers".

<sup>76</sup> Cfr MORONI, M. R. (2018). Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008.

## 2.4 Effetti sull'economia reale ed impatto sociale

Il 2008 ha visto una delle crisi finanziarie più devastanti per l'economia americana, con effetti profondi e prolungati che hanno causato un notevole cambiamento economico e sociale negli Stati Uniti, l'epicentro della crisi. È essenziale evidenziare che le conseguenze sull'economia reale sono principalmente attribuibili al crollo del mercato immobiliare. Come detto in precedenza, di fatti, una volta scoppiata la bolla speculativa, il settore immobiliare conobbe un crollo. I dati sono molto significativi dal momento che, rispetto a tre anni prima, nel 2009 i prezzi delle case negli USA erano ormai calati di un terzo ed il 10% dei mutui era gravemente in arretrato, oltre al fatto che quasi il 50% di questi che portava a pignoramenti.<sup>77</sup> In sostanza, più di 9 milioni di famiglie avrebbero subito l'espropriazione della propria abitazione in quanto prive delle risorse necessarie per poter continuare a sostenere il pagamento delle rate del finanziamento immobiliare. Ancora una volta i dati sono fondamentali al fine di capire le dimensioni della crisi. Nel periodo tra il 2007 e il 2010, il reddito medio annuo delle famiglie negli Stati Uniti scese da 563.000 a 463.000 dollari.<sup>78</sup> Tuttavia, questo dato complessivo, se non analizzato, può risultare ingannevole poiché include anche le famiglie più ricche. Per comprendere meglio la situazione, è utile guardare le famiglie di fascia media, il cui reddito medio annuo calò drasticamente da 107.000 a 57.800 dollari. Se allarghiamo l'analisi alle famiglie con redditi più bassi, il quadro diventa ancora più allarmante: il loro reddito medio subì un crollo dell'80% e queste famiglie erano maggiormente vulnerabili a insolvenza e pignoramenti rispetto a quelle con redditi superiori. Bisogna poi specificare che

---

<sup>77</sup> Cfr Tooze, A. (2018). *Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*. Oscar Storia Mondadori.

<sup>78</sup> Cfr Federal Reserve Bank of St. Louis. (2012). *The Financial Crisis: A Look Back at the Lost Decade*.

una naturale conseguenza del fatto che i cittadini americani avessero a disposizione un minore reddito è stata sicuramente un indebolimento della domanda di beni. Se volessimo approfondire questo tema dovremmo dire che, oltre alla componente reddito vi è anche una componente “fiducia” tra le ragioni che hanno indotto i cittadini a ridurre i propri consumi. I catastrofici eventi riguardanti i fallimenti bancari del 2008, di fatti, hanno portato a un diffuso timore tra i consumatori riguardo la stabilità finanziaria delle istituzioni bancarie. In altre parole, l'ansia per una possibile nuova Grande Depressione, accompagnata dalla confusione e dal timore causati dalla crisi finanziaria, portò a una caduta della fiducia che influenzò negativamente la spesa dei consumatori.<sup>79</sup> La Figura 14 rappresenta l'evoluzione del livello di fiducia dei consumatori negli Stati Uniti.<sup>80</sup>

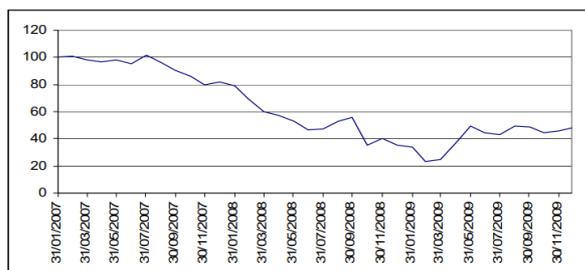


Figura 14: La fiducia dei consumatori negli Stati Uniti

Fonte: The Conference Board

Si nota che, dopo un'iniziale diminuzione a partire dal 2007, la fiducia dei consumatori ha subito un netto tracollo durante l'anno successivo, per poi

<sup>79</sup> Cfr. Francesco Giavazzi e Alessia Amighini, La crisi del 2007-2010

<sup>80</sup> Cfr. Francesco Giavazzi e Alessia Amighini, La crisi del 2007-2010

raggiungere il suo punto più basso nel 2009.<sup>81</sup> Dopo tale punto, l'indice ha visto un parziale risanamento, ma continua a restare molto sotto il livello di 100. In sostanza, la riduzione della fiducia e della ricchezza ha portato a un significativo abbassamento dei consumi.<sup>82</sup> La diminuzione dei consumi familiari e degli investimenti aziendali, aggravata dall'interruzione delle linee di credito da parte delle banche, portò a una contrazione significativa in 52 dei 60 paesi che, su base trimestrale, fornivano dati sul PIL all'FMI. Negli Stati Uniti, epicentro della crisi, l'economia entrò in una grave recessione, con una riduzione del PIL del 5%. Come se non bastasse, la causa della chiusura di molte aziende, portò a un crollo sorprendente dell'occupazione.

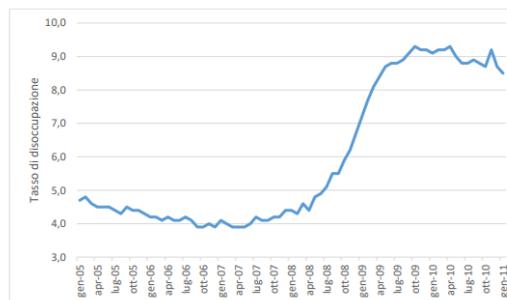


Figura 15: Indice di disoccupazione pre e post crisi

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Unemployment Rate

Come illustrato dalla Figura 15, il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti è salito bruscamente, passando da circa il 4% nel periodo antecedente alla crisi a superare il 9% nel 2009. I giovani lavoratori non specializzati furono tra i più

<sup>81</sup> Cfr. Francesco Giavazzi e Alessia Amighini, La crisi del 2007-2010

<sup>82</sup> Cfr. Francesco Giavazzi e Alessia Amighini, La crisi del 2007-2010

colpiti. Inoltre, si osservò un notevole calo degli indici borsistici: le vendite massicce effettuate dalle banche per ottenere liquidità causarono una significativa discesa dei prezzi delle attività finanziarie, come riportato nella Figura 16.

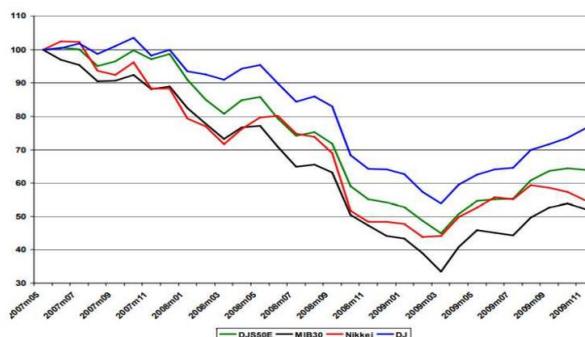


Figura 16: Andamento dei mercati azionari globali, 2007-2010

Fonte: IG, n.d. (non disponibile), "n.d.", <https://www.ig.com>

Quasi tutti i paesi del mondo risentirono delle ripercussioni della crisi, con diminuzioni del PIL, contrazioni nella produzione industriale e un notevole incremento della disoccupazione, analogamente a quanto avvenuto negli Stati Uniti. Gli effetti non risultarono devastanti grazie agli immediati interventi della Fed e del governo americano.

## Capitolo 3: Risposte Politiche e prospettive

### 3.1 Interventi del governo e della Federal Reserve

Come anticipato nel capitolo precedente, gli effetti della crisi non risultarono devastanti grazie alle molteplici misure promosse dalla FED. Tra i compiti principali di quest'ultima, di fatti, c'era quello di intervenire come "finanziatore di ultima risorsa", il che significa che la Banca Centrale può immettere liquidità nel sistema bancario ogni volta che le banche affrontano problemi finanziari e non riescono a reperire fondi da altri canali. Prima della crisi, le banche erano solite ottenere finanziamenti a breve termine, generalmente per un giorno, offrendo in cambio "collaterali", che non sono altro che garanzie. Quando la situazione economica si deteriorò, tuttavia, la FED iniziò a fornire liquidità attraverso un sistema rivisitato, che prevedeva prestiti con scadenze più estese.<sup>83</sup> Per rafforzare ulteriormente il supporto, venne anche istituito un sistema di aste speciali, in cui gli istituti bancari potevano fare offerte e indicare il tasso d'interesse massimo che avrebbero pagato per ottenere dei finanziamenti. Tutte queste azioni, ricapitolando, erano orientate a scongiurare il collasso del settore bancario. Non solo le banche furono tuttavia sostenute dalla FED, in quanto quest'ultima si impegnò anche a proteggere altri partecipanti del sistema finanziario, come i fondi comuni di investimento monetario.<sup>84</sup> Per fare ciò, immise ingenti somme di denaro nel mercato, in quanto molti investitori avevano cominciato a ritirare i propri capitali,

---

<sup>83</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria*, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

<sup>84</sup> Cfr APIS, F. (2021). *La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio*.

alimentando il timore di un possibile collasso. Le risorse finanziarie fornite dalla FED consentirono a questi fondi di rimborsare i risparmiatori, contribuendo così a placare il crescente clima di sgomento ed instabilità, anche se, bisogna specificare, che la collaborazione del Tesoro fu fondamentale. Anche le azioni intraprese per il salvataggio delle istituzioni finanziarie di grandi dimensioni, introdotte nel capitolo precedente, possono rientrare nell'ambito della funzione di prestatore di ultima istanza. Queste azioni, di fatti, hanno giocato un ruolo di assoluto rilievo nel ripristino della fiducia nel sistema bancario. Entrando nel vivo della questione, bisogna specificare che, quando la crisi stava per raggiungere il suo picco, c'era ancora la speranza che il settore privato potesse risolvere i propri problemi senza aiuti esterni. Di fatti, è fondamentale sottolineare che i banchieri erano estremamente riluttanti ad accettare assistenza da parte del governo, in quanto temevano che quest'ultima avrebbe portato il sistema bancario ad una nazionalizzazione poco desiderata. Proprio per questo, al fine di far fronte alla crisi e immettere liquidità nei mercati, gli Stati Uniti adottarono come prima misura la realizzazione del "Master Liquidity Enhancement Conduit". Questo fondo fu creato attraverso la cooperazione tra i tre principali istituti bancari degli Stati Uniti, vale a dire: Citigroup, Bank of America e J.P. Morgan Chase, anche se, bisogna specificare che, l'assistenza del Dipartimento del Tesoro americano risultò ancora una volta fondamentale. Bisogna tuttavia ricordare che, tutte le banche, in quel periodo, si trovavano in difficoltà finanziaria. In particolare, Citigroup era completamente sovrastata da una situazione dalla quale non riusciva ad emergere, in quanto i suoi bilanci continuavano a risultare gravemente compressi. Quanto appena detto, rese le altre banche riluttanti a collaborare con quest'ultima, nonostante la necessità di un'azione collettiva.<sup>85</sup> Alla fine del 2007, divenne evidente che le

---

<sup>85</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

soluzioni esclusivamente private non avrebbero potuto risolvere il problema, e proprio per questo, fu necessario l'intervento diretto dello Stato. Le prime operazioni di fusione negli Stati Uniti iniziarono con Bear Stearns, la quale, se in un primo momento doveva essere rilevata esclusivamente da J.P. Morgan, successivamente venne rilevata solo grazie al grande supporto dalla FED. Per facilitare l'acquisizione, di fatti, la FED rimosse dal bilancio di Bear Stearns circa trenta miliardi di dollari di attivi problematici e, solo in seguito, attraverso il supporto di J.P. Morgan, fornì prestiti per lo stesso importo alla banca in difficoltà. Inoltre, occorre necessariamente ricordare che il governo degli Stati Uniti mise in campo un'altra importante iniziativa al fine di affrontare la crisi finanziaria, vale a dire il "TARP". Questo programma venne promosso con il fine di acquistare e rimuovere gli asset che davano problemi ai bilanci degli istituti di credito, così che si potesse risanare il sistema finanziario molto rapidamente. Con una disponibilità iniziale di 700 miliardi di dollari, il TARP (Troubled Asset Relief Program) mirava a fornire alle banche soluzioni così vantaggiose da renderle inevitabili.<sup>86</sup> Nello specifico, il governo richiese alle principali banche di accettare investimenti pubblici, così da poter trasformare le azioni acquistate in titoli sicuri. Nei primi cinque anni, i dividendi esigiti dallo stato sarebbero stati moderati al fine di incentivare un rimborso anticipato, mentre dopo tale periodo sarebbero aumentati. Inoltre, le banche che accettarono il capitale governativo ricevettero una garanzia completa da parte della FDIC sui loro conti correnti e su qualsiasi eventuale nuovo debito emesso. Questa operazione, come da obiettivi, permise dunque alle banche di ristabilire rapidamente la loro stabilità finanziaria. Arrivati a questo punto, possiamo passare ad un altro compito di assoluta importanza che viene svolto dalla FED,

---

<sup>86</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria, Quattro lezioni*, ilSaggiatore, Milano.

vale a dire la gestione della politica monetaria.<sup>87</sup> La riserva federale utilizza il tasso sui prestiti overnight tra banche come uno dei suoi principali mezzi per influenzare l'economia, con la conseguenza che, questo tasso viene fatto variare nei momenti di particolare necessità. Nello specifico, il tasso sui Federal Funds fu drasticamente abbassato nel 2003, per poi essere successivamente aumentato nel 2004, al fine di rispondere all'espansione economica. Alla fine del 2008, la FED diminuì il tasso fino ad arrivare ad un livello mai visto in precedenza, in quanto si attestava tra lo 0 e i 25 punti base, al fine di stimolare gli investimenti e i consumi, così da modificare, di conseguenza, i tassi di interesse a breve termine. Con il tasso sui Federal Funds ridotto praticamente al minimo, non c'era più spazio per ulteriori abbassamenti, e di conseguenza risultarono esauriti gli strumenti di politica monetaria disponibili. Per continuare a stimolare l'economia, la riserva federale dovette quindi ricorrere ai così detti strumenti non convenzionali.<sup>88</sup> Entrando nel vivo del discorso, bisogna specificare che lo strumento non convenzionale per antonomasia fu il programma di “quantitative easing”, un’iniziativa che prevedeva l'acquisto massivo di titoli, lanciata nel 2009. Questo piano aveva il fine di acquisire Treasury bonds e MBS, ovvero titoli garantiti da ipoteca attraverso la cartolarizzazione, così che la loro disponibilità sul mercato potesse ridursi, i loro rendimenti abbassarsi ed i prezzi innalzarsi. Il fine ultimo era quello di generare un impatto sui tassi d'interesse nel lungo periodo e di iniettare una notevole quantità di denaro nel sistema economico. La FED portò a termine tre cicli di quantitative easing, dove nello specifico, bisogna ricordare che, il primo iniziò nel 2009, il secondo nel 2010 ed il terzo nel 2012.<sup>89</sup> Durante

---

<sup>87</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

<sup>88</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), La Federal Reserve e la crisi finanziaria, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

<sup>89</sup> Cfr Tooze, A. (2018). Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo. Oscar Storia Mondadori.

questo arco temporale, il bilancio della FED crebbe enormemente, passando dai 900 miliardi di dollari del 2008 ai 4500 miliardi di dollari del 2015.<sup>90</sup>

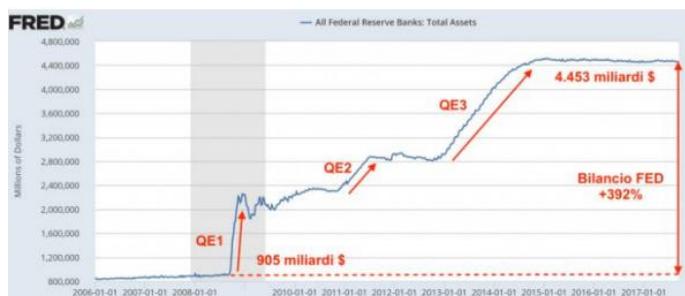


Figura17: Assets totali della Fed dal 2006 al 2017

Fonte: Mazziero Research, 2024, "La Fed riduce il bilancio – Ottobre",

<https://www.mazzieroresearch.com/la-fed-riduce-bilancio-ottobre/>

Un'ulteriore risorsa a cui solitamente ricorre la FED, ancora al giorno d'oggi, è la comunicazione strategica della politica monetaria. Utilizzando la Forward Guidance, di fatti, la riserva federale può trasmettere in modo chiaro le sue intenzioni future, specificando le strategie che intende seguire affinché vengano raggiunti i possibili obiettivi.<sup>91</sup> Questo strumento consente quindi agli attori del mercato di avere una visione più limpida delle politiche che saranno promosse, oltre al fatto che aumenta l'efficacia delle misure monetarie stesse attraverso un allineamento delle aspettative di mercato con

<sup>90</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

<sup>91</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), La Federal Reserve e la crisi finanziaria, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

le decisioni della FED.<sup>92</sup> Introducendo questo strumento, la riserva federale è quindi riuscita a ridurre l'incertezza nei mercati, ed in generale, possiamo affermare che questi strumenti non convenzionali, utilizzati per continuare a stimolare l'economia una volta che i tassi sui prestiti overnight tra banche erano ai minimi storici, hanno avuto un effetto positivo sulla recessione. A partire dal 2010, di fatti, il tasso di disoccupazione iniziò a scendere progressivamente, e questo calo fu accompagnato da una crescita del PIL e da una ripresa della borsa valori.

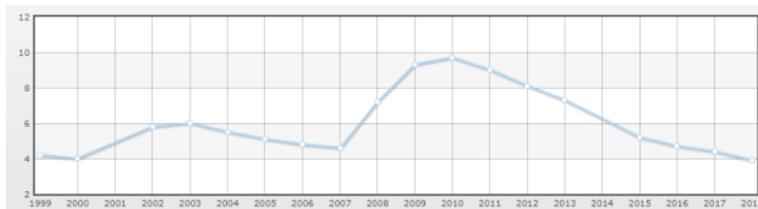


Figura 18: Tasso di disoccupazione negli USA

Fonte: IndexMundi, n.d. (non disponibile), "Homepage di IndexMundi",

<https://www.indexmundi.com/>

Come appena visto, le politiche promosse ebbero effetti positivi sull'economia reale, anche se, bisogna specificare, che esse ebbero un impatto di grande rilevanza anche sui mercati finanziari, in quanto ridussero il divario tra i tassi di interesse sui prestiti interbancari non garantiti e quelli garantiti. Quanto appena detto portò ad una riduzione nell'utilizzo degli strumenti non convenzionali, dimostrando l'impatto positivo delle strategie che erano state

---

<sup>92</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

perseguite. Risulta tuttavia cruciale sottolineare che, il progresso complessivo che stava caratterizzando l'economia non può essere attribuito esclusivamente alle politiche monetarie della FED, in quanto, anche le misure di natura fiscale, promosse dal governo degli Stati Uniti, hanno avuto un impatto significativo.<sup>93</sup> Le politiche monetarie, di fatti, possono avere effetti limitati per due motivi principali: efficacia ridotta con tassi molto bassi e risposta limitata degli investimenti ai tassi di interesse. Per quanto riguarda il primo motivo, bisogna specificare che, quando i tassi di interesse scendono ad un livello eccessivamente basso, mantenere liquidità risulta più vantaggioso rispetto all'acquisizione di titoli. Ciò può portare ad uno scenario in cui l'offerta di liquidità supera la richiesta, riducendo l'efficacia delle politiche monetarie nello stimolare lo sviluppo economico, dal momento che, se i tassi sono già molto bassi e la domanda di investimenti rimane debole, ulteriori ipotetiche riduzioni dei tassi di interesse non avranno un impatto significativo sulla crescita economica. Per quanto riguarda il secondo motivo, invece, bisogna specificare che, la risposta degli investimenti ai cambiamenti dei tassi di interesse può essere contenuta, espressione con la quale si intende che, nonostante i tassi scendano, l'aumento degli investimenti può essere inferiore alle aspettative, in quanto le imprese potrebbero non essere interessate ad espandere le proprie attività seppur i costi di finanziamento siano ridotti. Grazie alle ultime due politiche trattate si ebbe una ripresa economica, la quale pose le basi per cominciare a discutere di una "exit strategy", espressione con la quale si intende una riduzione progressiva delle misure adottate per affrontare la crisi.<sup>94</sup>

---

<sup>93</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

<sup>94</sup> Cfr APIS, F. (2021). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio.

## 3.2 Riforme regolamentari

Come anticipato, la FED ed il governo ricoprirono un ruolo fondamentale durante la recessione, dal momento che riuscirono a dare stabilità all'economia americana prima di arrivare ad una vera e propria implosione del sistema finanziario. Queste riuscirono a fare ciò attraverso l'adozione di misure straordinarie, le quali, tuttavia, misero in luce le profonde carenze nella regolamentazione e nel controllo del sistema finanziario, rendendo così chiara l'incapacità delle normative pre-crisi di affrontare i rischi del settore. Queste difficoltà dimostrarono che numerose entità finanziarie, quindi, agivano senza una supervisione adeguata, accumulando rischi sproporzionati tramite pratiche poco trasparenti e strategie finanziarie particolarmente complicate, mettendo quindi in pericolo la stabilità economia di tutto il mondo.<sup>95</sup> Per non trovarsi nuovamente di fronte ad una crisi di tale portata e per colmare eventuali carenze future, vennero promosse significative riforme normative, culminate nell'approvazione del Dodd-Frank Act, vale a dire un atto che ridefinì in maniera sostanziale le modalità di supervisione del rischio e gestione dello stesso all'interno del sistema finanziario degli Stati Uniti. Come anticipato, la riserva federale rivisitò il proprio ruolo di vigilanza, intensificando il monitoraggio del sistema finanziario, anche tramite la creazione di due nuove entità, vale a dire il Financial Stability Oversight Council (FSOC) e l'Office of Financial Research. Queste avevano compiti distinti dal momento che, la prima doveva sorvegliare la stabilità finanziaria ed identificare eventuali rischi, mentre la seconda doveva assistere il FSOC nella raccolta dei dati. Inoltre, furono implementati dalla Dodd-Frank Act ulteriori strumenti di controllo, che permettevano alla FSOC di sottoporre alla supervisione della Banca Centrale le

---

<sup>95</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria*, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

società identificate come inadeguatamente regolate. Varie strategie preventive furono attuate anche nel campo delle istituzioni finanziari considerate “too big to fail”, ovvero quelle il cui eventuale collasso avrebbe inevitabilmente potuto provocare gravi ripercussioni strutturali. Queste istituzioni vennero esaminate con maggiore attenzione attraverso requisiti patrimoniali sempre più severi e una serie di simulazioni di crisi, al fine di valutare in modo approfondito la loro capacità di affrontare potenziali turbolenze economiche. Oltre a ciò, il Dodd-Frank Act creò un sistema di liquidazione amministrato dalla FDIC, che era stato progettato per gestire il fallimento delle grandi istituzioni in modo ordinato e sicuro.<sup>96</sup> Bisogna poi sottolineare l'importanza del Volcker Rule, vale a dire una specifica sezione del Dodd-Frank Act che limita le attività speculative delle banche, impedendo loro di intraprendere operazioni ad alto rischio.<sup>97</sup> Altrettanto importante è il Consumer Financial Protection Bureau, in quanto si tratta di un'agenzia creata dal Dodd-Frank Act con il compito di proteggere i consumatori nel settore finanziario. Al fine di migliorare la regolamentazione e la protezione dei consumatori sono quindi stati introdotti anche questi ultimi due strumenti dal Dodd-Frank Act, il quale si presenta come una legislazione tortuosa e dettagliata, concepita per evitare futuri collassi economici tramite un controllo più severo del settore finanziario.

---

<sup>96</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria*, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

<sup>97</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria*, Quattro lezioni, ilSaggiatore, Milano.

### 3.3 Prospettive

Al giorno d'oggi, nonostante sia passati più di dieci anni dalla crisi finanziaria del 2008, l'economia statunitense porta ancora i segni degli effetti radicati e persistenti della recessione. Entrando nel merito di quanto detto, bisogna specificare che risulta necessario evitare di analizzare esclusivamente ciò che si è verificato immediatamente dopo l'evento, in quanto se da una parte risulta necessario partire da quegli anni, dall'altra, non bisogna dimenticare le debolezze che lo scorrere del tempo porta con sé, aumentando la fragilità economica a lungo termine. Solo in questo modo, di fatti, si potranno analizzare a pieno le "prospettive" della crisi. Spicca tra le conseguenze portate dalla recessione, il declino della ricchezza delle famiglie americane che hanno perso proprietà, risparmi e che tutt'oggi, a distanza di tempo, vivono in situazioni precarie subendo a pieno questo disagio finanziario. Pone un quadro più preciso sulla situazione la Federal Reserve Bank di St. Louis, che ci mostra come nel 2012 la ricchezza netta delle famiglie americane fosse scesa del 26%, rispetto a quanto registrato prima della crisi.<sup>98</sup> Quest'ultima non ha colpito solamente la sfera privata, in quanto ha avuto effetti considerevoli anche in ambito lavorativo. Il picco si è verificato tra il 2007 e il 2009, in cui si contano 7,5 milioni di posti di lavoro persi, ai quali corrisponde quasi il 10% del tasso di disoccupazione. La ripresa può essere definita poco omogenea. I nuovi posti di lavoro, di fatti, non riuscirono a colmare quelli persi a cavallo della recessione, anche se, bisogna specificare, che 2018 si arrivò ad un tasso di disoccupazione del 3,9%. Sempre nello stesso anno la Federal Reserve Bank di San Francisco compie uno studio sul PIL, mostrando come l'indice fosse ancora del 7% inferiore rispetto a dove sarebbe potuto essere in assenza della crisi. Inoltre,

---

<sup>98</sup> Cfr Federal Reserve Bank of San Francisco. (2018). Economic Impact of the Financial Crisis: A Decade Later.

l'indagine sottolinea come ogni cittadino americano avesse perso circa 70.000 dollari di reddito e di come ciò ha alimentato il senso di ingiustizia sociale. In virtù di ciò, nasce nel 2011 il movimento "Occupy Wall Street", il quale rimprovera il sistema economico e politico di favorire l'1% più ricco della popolazione, a discapito della restante porzione meno agiata.<sup>99</sup> Nonostante i numerosi tentavi, le proteste non si sono mai trasformate in riforme concrete, costringendo il paese a trovarsi di fronte a diverse strutture di potere e disparità, che hanno contribuito a mettere in luce le fragilità di questo sistema. Tra queste emergono sicuramente quelle delle assicurazioni che non lasciano presagire un futuro roseo. Eventi climatici estremi e sempre più frequenti, come uragani e incendi, costringono i proprietari di immobili a passare dalle compagnie assicurative private a panni statali di "ultima risorsa". Aumentando la quota di mercato ricoperta dallo Stato, aumentano anche le passività, vale a dire le responsabilità finanziarie del governo nel caso di disastri naturali, con la conseguenza che potrebbero diffondersi conseguenze gravi per l'intera economia. In questo modo, di fatti, si aumenta il rischio di una crisi assicurativa, dal momento che le richieste di risarcimento potrebbero superare con facilità la capacità finanziaria di questi piani. Un altro settore che crea preoccupazione è il mercato immobiliare. Con il diffondersi del lavoro da remoto si è riscontrata un'importante diminuzione del valore degli immobili, in particolare modo degli uffici, per via di una ridotta richiesta di spazi fisici.<sup>100</sup> Bisogna porre particolare attenzione su quest'ultimo punto; a invitarci a farlo è il Fondo Monetario Internazionale che ha constatato come un ulteriore calo del valore degli immobili commerciali potrebbe portare con sé una crisi simile a quella verificatasi nel 2008. Cresce sempre di più anche il timore che si possano

---

<sup>99</sup> Cfr Tooze, A. (2018). Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo. Oscar Storia Mondadori.

<sup>100</sup> Cfr Makortoff, K. (2023, 18 ottobre). Could office blocks be the next big casualty of the banking crisis? The Guardian.

ripetere le dinamiche che hanno caratterizzato la crisi dei mutui subprime, dal momento che aumentando i tassi di interesse si possono innescare una serie di fallimenti bancari.<sup>101</sup> L'ultima conseguenza che potrebbe verificarsi è quella di una bolla speculativa nel mercato azionario. Negli ultimi due anni, l'indice S&P 500 ha raggiunto livelli record, segnale chiaro di un imminente crollo nel caso le condizioni dovessero peggiorare. Analizzando tutti questi ambiti, si può giungere alla conclusione che l'economia americana è composta da momenti di ripresa che si alternano a periodi di fragilità. Spetterà alle future politiche economiche affrontare le sfide strutturali e i numerosi rischi che ci troveremo di fronte, cercando di garantire una massima stabilità economica e soprattutto, cercando di prevenire il ripetersi di eventuali crisi finanziarie.

---

<sup>101</sup> International Monetary Fund (IMF). (2024). US Banks and the Risk of High Interest Rates on Commercial Property Values.

## Conclusioni

Possiamo confermare, a questo punto, che la crisi finanziaria del 2008 rappresenta uno degli eventi più significativi della storia recente. Infatti, se da una parte ha scaturito delle devastanti conseguenze sul piano economico, dall'altra è stato uno dei pochi avvenimenti storici in grado di generare profonde riflessioni in ognuno di noi. Ritengo infatti che, come me, molte persone che hanno avuto la possibilità di esaminare in dettaglio questo argomento si siano interrogate sui diversi aspetti della crisi e sulle dinamiche che hanno portato a un collasso senza precedenti. Tanti sono stati i passaggi della recessione che hanno rapito la mia attenzione. Durante la fase di ricerca, raccolta ed elaborazione delle informazioni, di fatti, è stato inevitabile, per me, che emergessero alcuni pensieri che si calano più in là della semplice descrizione dei fatti e che invitano a una profonda introspezione sul funzionamento del nostro sistema economico e finanziario. La prima questione sulla quale mi sono interrogato riguarda il modello economico dominante, espressione con la quale si fa riferimento al libero mercato e alla costante ricerca del profitto. Questo modello sembra portare con sé una serie di vulnerabilità strutturali che possono sfociare in gravi turbolenze economiche. Partendo dalla deregolamentazione, bisogna ricordare che negli anni precedenti alla crisi si è assistito ad un progressivo smantellamento delle normative che regolavano il settore finanziario, con l'idea che un mercato più libero avrebbe portato a maggiore efficienza ed innovazione. La realtà, tuttavia, ha dimostrato che la mancanza di regolamentazione probabilmente condurrà ad una pericolosa sottovalutazione del rischio che, a sua volta, potrebbe condurre ad una crisi di enormi dimensioni.<sup>102</sup> Si giunge così alla

---

<sup>102</sup> Cfr Battaglia, F. (2015). *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?*  
Franco Angeli

conclusione che un'eccessiva regolamentazione può soffocare l'innovazione e la crescita economica, mentre, al contempo, un approccio completamente laissez-faire può favorire l'insorgere di crisi gravi e devastanti. Pertanto, sebbene non esista una soluzione universale, appare più sensato cercare un equilibrio tra la libertà di mercato e una regolamentazione adeguata. Un equilibrio che garantisca la stabilità del sistema senza ostacolare lo sviluppo economico. Per quanto riguarda la costante ricerca del profitto, concetto che può essere generalizzato con "l'etica nel mondo della finanza", invece, bisogna specificare che la crisi del 2008 ha messo in luce numerosi casi di comportamento irresponsabile e immorale da parte di istituzioni finanziarie e individui.<sup>103</sup> In un mondo ideale, le decisioni che vengono prese da ciascun individuo, non dovrebbero tener conto solo del guadagno, in quanto l'impatto che esse hanno sulla società è altrettanto rilevante; bisogna tuttavia specificare che, la pressione per ottenere risultati rapidi spesso spinge a mettere l'etica in secondo piano. In virtù di quanto appena detto, ritengo che la crisi del 2008 sia un evento che offre la possibilità di riflettere sull'importanza dell'etica nel mondo della finanza e su come quel senso di responsabilità, che guida le nostre scelte, dovrebbe far parte del bagaglio personale di tutti i principali attori del settore finanziario. Risulta essenziale, di fatti, che questi ultimi siano padroni non solo delle conoscenze prettamente tecniche, bensì delle implicazioni etiche delle loro azioni, poiché solo in questo modo sarà possibile creare un sistema finanziario privo di comportamenti opportunistici e speculativi da parte di banche ed individui. Strettamente correlato a quanto appena detto, vi è il fatto che la crisi ha messo in evidenza l'interconnessione tra il settore finanziario e l'economia reale. Quello che inizialmente sembrava essere un problema esclusivo del mercato immobiliare americano, infatti, si è

---

<sup>103</sup> Cfr Tooze, A. (2018). Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo. Oscar Storia Mondadori.

rapidamente trasformato in una recessione con effetti negativi su occupazione, reddito, produzione industriale e benessere sociale. Come anticipato, quando si parlava di etica, la crisi del 2008 è stata la prova sotto gli occhi di tutti che, un sistema economico basato esclusivamente sulla ricerca del profitto può avere conseguenze devastanti per l'intera società.<sup>104</sup> Ritengo, di conseguenza, che sia essenziale sviluppare politiche economiche che siano progettate in modo tale da ridurre le disuguaglianze e promuovere l'inclusione sociale, piuttosto che aggravare le disparità esistenti. In questo contesto, il ruolo dello Stato è fondamentale, in quanto le politiche di welfare, la protezione sociale e le politiche attive del lavoro devono garantire che le persone abbiano le opportunità di cui hanno bisogno per avere un futuro roseo. Un altro aspetto che mi ha portato a riflettere è sicuramente stato la fragilità intrinseca del sistema finanziario, poiché se da un lato le istituzioni finanziarie apparivano solide, dall'altro, la crisi ha rivelato come il sistema fosse basato su fondamenta estremamente vulnerabili. La dipendenza da strumenti finanziari complessi, come i derivati e la cartolarizzazione, ha aumentato il rischio sistemico invece di distribuirlo e renderlo praticamente nullo, come originariamente si credeva.<sup>105</sup> Credo infatti che, tornare a principi più semplici e comprensibili sarebbe di grande aiuto al mondo della finanza, poiché il rischio, in questo modo, non verrebbe nascosto dietro a complessità, in quanto gestito all'insegna della trasparenza e della responsabilità. Proprio in questo contesto risulta quindi fondamentale promuovere principi di integrità, trasparenza e responsabilità all'interno del settore finanziario. Possiamo dire, infatti, che l'assenza di trasparenza è stato uno dei principali fattori che hanno contribuito all'esplosione della crisi, dal momento che venivano scambiati

---

<sup>104</sup> Cfr Tooze, A. (2018). *Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*. Oscar Storia Mondadori.

<sup>105</sup> Cfr Ben S. Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria, Quattro lezioni*, ilSaggiatore, Milano.

strumenti finanziari complessi senza che gli acquirenti avessero una reale idea dei rischi associati ad essi.<sup>106</sup> Quanto appena esposto mi porta a riflettere sulla possibilità che avrebbe la sfera finanziaria di rafforzare i meccanismi di trasparenza, tramite una semplice divulgazione incrementata delle informazioni sui rischi associati ai prodotti finanziari, al fine di prevenire crisi future. Inoltre, ritengo che la trasparenza debba essere promossa a livello di sistema, espressione con la quale mi riferisco al fatto che, le autorità di regolamentazione e gli organismi internazionali dovrebbero garantire che il sistema finanziario operi in modo trasparente. In virtù di queste riflessioni, ritengo che la crisi finanziaria del 2008 sia un tema dal quale possiamo trarre importanti lezioni ed insegnamenti al fine di evitare di ripetere gli errori che hanno contrassegnato quegli anni. Comprendere le cause e le dinamiche che hanno portato a delle recessioni nel passato risulta dunque di fondamentale importanza al fine di sviluppare strategie e politiche economiche più efficaci per affrontare le sfide che ci riserva il futuro. Le lezioni apprese da questa crisi devono guidare i nostri sforzi nel promuovere un sistema finanziario più trasparente ed equo, così che esso sia in grado di sostenere una crescita economica che benefici tutte le componenti della società. Solo in questo modo potremo assicurare un futuro di prosperità e stabilità per le generazioni presenti e future, fondato su principi di responsabilità ed equità.

---

<sup>106</sup> Cfr Trotta, A. (2009). I sistemi finanziari tra innovazione e instabilità. G. Giappichelli Editore.

## Bibliografia

- Alessandrini, P. (2021). *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*. Il Mulino.
- Amadeo, K. (2022, 30 gennaio). 2008 Financial Crisis: Causes, Costs, and Could It Reoccur? *The Balance*.
- Battaglia, F. (2015). *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?* Franco Angeli.
- Bernanke, B. S. (2014). *La Federal Reserve e la crisi finanziaria. Quattro lezioni*. ilSaggiatore.
- Bettin, G., & Apis, F. (2021/2022). La crisi finanziaria 2007-2008: dalla bolla immobiliare alle misure di salvataggio. Anno Accademico 2021/2022.
- Bettin, G., & Biondi, E. (2021/2022). La Federal Reserve e i suoi interventi nelle crisi del 1929 e del 2008. Anno Accademico 2021/2022.
- Bianchi, C. (n.d.). *La crisi globale del 2007-2009: cause e conseguenze*. Università di Pavia.
- Bloomberg. (2022). The Looming Insurance Crisis: Analyzing the Risks of State-Run Plans.
- Blanchard, O. (2009). *Macroeconomia*. Il Mulino.
- Bruni, F. (2008). *Contro la crisi: cultura e regole*. Il Mulino.
- Comiskey, M., & Madhogarhia, P. (2009). Unraveling the Financial Crisis of 2008. *Political Science & Politics*.
- Di Gaspare, G. (2013). *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*. CEDAM.
- Dixon, L., Clancy, N., & Kumar, K. B. (2012). *Hedge Funds and Systemic Risk*. RAND Corporation.
- Esposti, R., & Alessandrini, F. M. (2018/2019). La crisi finanziaria del 2008: il contesto economico e le cause scatenanti. Anno Accademico 2018/2019.
- Federal Reserve Bank of San Francisco. (2018). Economic Impact of the Financial Crisis: A Decade Later.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2012). The Financial Crisis: A Look Back at the Lost Decade.

- Garonna, P. (2016/2017). DEREGOLAMENTAZIONE e DERIVATI  
Le cause scatenanti la crisi dei subprime.
- Giavazzi, F., & Amighini, A. (2009). La crisi del 2007-2010. In O. Blanchard, *Macroeconomia* (pp. x-x). Il Mulino.
- Goldberg, J., 2013, The Betrayal of the American Dream, *PublicAffairs*.
- Helleiner, E. (2010). A Bretton Woods Moment? The 2007-2008 Crisis and the Future of Global Finance. *International Affairs*.
- Helleiner, E. (2011). Understanding the 2007-2008 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy. *Annual Review of Political Science*, 67-87.
- International Monetary Fund (IMF). (2018, 14 settembre). Ten years on: The lasting scars of the financial crisis. *IMF Blog*.
- International Monetary Fund (IMF). (2024). US Banks and the Risk of High Interest Rates on Commercial Property Values.
- Irwin, N. (2018, 12 settembre). The Financial Crisis Was a Failure of Regulation, Not Capitalism. *The New York Times*.
- Klein, N. (2008). "Bush, l'ultima sconfitta". GEDI Gruppo Editoriale.
- Makortoff, K. (2023, 18 ottobre). Could office blocks be the next big casualty of the banking crisis? *The Guardian*.
- Lops, V. (2014, 4 settembre). Ecco cosa sono gli Abs con cui la Bce spera di portare l'Eurozona fuori dalla crisi. *Il Sole 24 Ore*.
- Manelli, A., & Pace, R. (2009). *Finanza di impresa. Analisi e metodi*. ISEDI.
- Martigli, C. A. (2009). *La resa dei conti*. Castelveccchi.
- Mellor, M. (2010). *The Financial Crisis of 2007-08*. Pluto Press.
- Mishkin, F. S., Eakins, S. G., & Beccalli, E. (2020). *Istituzioni e mercati finanziari* (9th ed.). Pearson.
- Moroni, M. R. (2018). *Cause, sviluppi e rimedi della crisi finanziaria del 2008*.
- Presbitero, A. F. (2009). *La crisi del 2007-?: fatti, ragioni e possibili conseguenze*. Il Mulino.
- Rajan, R. G. (2012). *Terremoti finanziari. Come le fratture nascoste minacciano l'economia globale*. Einaudi.
- Reuters Staff. (2012, 7 settembre). US household net worth fell \$17 trillion during financial crisis: Fed. *Reuters*.

- Rizzi, D., & Petrin, P. (2017/2018). La crisi finanziaria del 2008: il ruolo della deregolamentazione.
- S&P Global. (2024). The Impact of Rising Debt and Interest Rates on Corporate Failures in the US.
- Sunak, R. (2024). Reflections on Economic Policy and the US Model: A UK Perspective.
- The Financial Crisis Inquiry Commission, (2011), The Financial Crisis Inquiry Report, PublicAffairs.
- Tooze, A. (2018). *Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*. Oscar Storia Mondadori.
- Trotta, A. (2009). *I sistemi finanziari tra innovazione e instabilità*. G. Giappichelli Editore.
- Vasconi, S. (2021). *La crisi finanziaria immobiliare del 2008*. KIMERIK.

## Sitografia

- Avvenire (2018), *L'inizio della lunga crisi che ha colpito il mondo*, Avvenire. Disponibile su: <https://www.avvenire.it/economia/pagine/linizio-della-lunga-crisi-che-ha-colpito-il-mondo>.
- Borsa Italiana (n.d.), *Agenzia di rating*, Borsa Italiana. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/agenzia-di-rating.html>.
- Britannica (n.d.), *Financial crisis of 2007-2008: Effects and aftermath of the crisis*, Encyclopaedia Britannica. Disponibile su: <https://www.britannica.com/money/financial-crisis-of-2007-2008/Effects-and-aftermath-of-the-crisis>.
- CONSOB (n.d.), *CONSOB*, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Disponibile su: <https://www.consob.it>.
- Il Fatto Quotidiano (2023), *Lehman Brothers dichiarava bancarotta 15 anni fa: e purtroppo quel botto è destinato a tornare*, Editoriale Il Fatto. Disponibile su: <https://www.ilfattoquotidiano.it/2023/09/15/lehman-brothers-dichiarava-bancarotta-15-anni-fa-e-purtroppo-quel-botto-e-destinato-a-tornare/7293240/#:~:q=Il%2015%20settembre%202008%2C%20Lehman,dalla%20Grande%20Depressione%20del%201929>.
- Il Post (2012), *"Che cosa è stato il fallimento di Lehman Brothers"*, Il Post. <https://www.ilpost.it/2012/09/15/lehman/>
- Il Sole 24 Ore (2018a), *Cosa resta della crisi finanziaria globale del 2008: riflessioni su una memoria selettiva e in movimento*, Il Sole 24 Ore. Disponibile su: [https://www.ilsole24ore.com/art/cosa-resta-crisi-finanziaria-globale-2008-riflessioni-una-memoria-selettiva-e-movimento-AFYGLARC?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/cosa-resta-crisi-finanziaria-globale-2008-riflessioni-una-memoria-selettiva-e-movimento-AFYGLARC?refresh_ce=1).
- Il Sole 24 Ore (2018b), *Come sta l'economia globale dieci anni dopo la Grande Recessione*, Il Sole 24 Ore. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/come-sta-l-economia-globale-dieci-anni-grande-recessione-AE9v86qF>.

- International Monetary Fund (IMF) (2018), *Lasting Effects: The Global Economic Recovery 10 Years After the Crisis*, International Monetary Fund. Disponibile su: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2018/10/03/blog-lasting-effects-the-global-economic-recovery-10-years-after-the-crisis>.
- Linkiesta (2018), *La prossima grande crisi sarà peggio di quella del 2008 e le stiamo collezionando tutte*, Linkiesta. Disponibile su: <https://www.linkiesta.it/2018/09/la-prossima-grande-crisi-sara-peggio-di-quella-del-2008-e-le-stiamo-co/>.
- The Guardian (2024), *The US could be facing a 2008-style financial crisis – why does Sunak want to copy it?*, The Guardian. Disponibile su: <https://www.theguardian.com/business/2024/mar/09/the-us-could-be-facing-a-2008-style-financial-crisis-why-does-sunak-want-to-copy-it>.
- Tortello, G. (n.d.), *Crisi del 2007*, Giulio Tortello. Disponibile su: [http://www.giuliotortello.it/articoli/crisi\\_2007.pdf](http://www.giuliotortello.it/articoli/crisi_2007.pdf).