

Dipartimento di
Impresa e
Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli intermediari finanziari

Banche centrali e crisi
finanziarie: il comportamento
della BCE e della FED nella
gestione della crisi globale del
2007-2009.

Prof. Alfredo Pallini

RELATORE

Francesca Di Lauro

matr.238881

CANDIDATO

Ai miei nonni.

Indice

Introduzione.....	4
1. Dinamica delle crisi finanziarie e ruolo delle banche centrali.....	5
1.1 BCE e FED: differenze e analogie	
1.2 Le tre fasi delle crisi finanziarie	
1.3 Azioni di controllo e vigilanza delle Banche centrali nella prevenzione delle crisi	
2. Crisi finanziaria globale del 2007-2009.....	15
2.1 2008-2009: dagli Usa a crisi mondiale	
2.2 Le cause e gli effetti della Crisi	
2.3 Risposta e gestione della crisi dalle Banche Centrale.	
3. Dalla crisi del 2007 ai giorni nostri.....	24
3.1 L'evoluzione della crisi in Europa	
3.2 2010 e crisi del debito sovrano	
3.3 BCE e FED nel decennio successivo alla crisi	
3.4 Rischio di nuove crisi e prevenzioni delle stesse.	
Conclusioni.....	34
Bibliografia.....	35
Sitografia.....	37

Introduzione

La crisi finanziaria del 2007-2009 ha posto alle banche centrali di tutto il mondo diverse sfide da affrontare nell'ambito della politica monetaria.

Questo evento ha ispirato i responsabili della politica monetaria in un momento di incertezza economica; tra le banche centrali, è stata chiaramente la Federal Reserve a stabilire il ritmo e ad aiutare la ripresa dell'economia americana migliorando le condizioni del mercato del lavoro e la stabilità dei prezzi. Questo progresso è dovuto alle varie politiche monetarie non convenzionali adottate durante la situazione di crisi.

L'elaborato si propone di spiegare gli effetti a lungo termine della crisi del 2007 e il ruolo svolto dalla Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea.

Il lavoro è diviso in tre capitoli.

Il primo capitolo analizza le dinamiche delle crisi finanziarie e il ruolo delle banche centrali quali FED e BCE. Sia la BCE che la FED sono istituzioni indipendenti, caratterizzate da una struttura decentralizzata che impiega strumenti monetari di base come i requisiti di riserva legale, i tassi di interesse e le operazioni sul mercato tramite le aste. Entrambe raggruppano 19 banche centrali nazionali per la BCE e 12 banche regionali per la FED. La BCE è stata congegnata sulla base del modello tedesco che prevede l'indipendenza politica e fa sì che le decisioni di politica monetaria siano indipendenti dalle autorità politiche. Anche la FED è indipendente dal Governo ma riporta al Congresso. Si differenziano per mandati, obiettivi e per metodi diversi nel raggiungerli.

Il secondo capitolo è invece incentrato sui cambiamenti che la crisi economica sviluppatasi nel 2008 ha portato al sistema finanziario e alle operazioni della Banca Centrale, focalizzando l'attenzione e l'analisi sulle misure adottate.

Infine, il Capitolo 3 analizza lo sviluppo della crisi europea dal 2007 ed esplora come le banche centrali possono svolgere un ruolo importante nell'affrontare le crisi economiche alla luce dell'emergenza pandemica post-COVID-19. Andremo a prendere in considerazione il ruolo svolto principalmente dalle istituzioni centrali, come la Federal Reserve e la BCE, che attraverso titoli pubblici e privati forniscono una massiccia quantità di liquidità per sostenere Paesi, imprese e famiglie.

CAPITOLO 1

Dinamica delle crisi finanziarie e ruolo delle banche centrali

Nel 2007 l'economia globale si è trovata ad attraversare una grave crisi finanziaria che ha avuto origini molto antiche e, si ritiene, sia stata il risultato di eventi accaduti in un lungo periodo di tempo a partire dal XX secolo. Nel 1970 si verificò infatti una netta fase di stagnazione. Durante questo periodo si verificò una completa mancanza di crescita, costringendo i governi ad adottare varie misure che li portarono a prendere il controllo del destino dell'economia mondiale. Queste misure includono la deregolamentazione del settore finanziario e la creazione di strumenti che permettono alle banche di creare moneta. Per fare ciò, le banche iniziarono ad usare strumenti finanziari meno tangibili come i derivati. È importante sottolineare che gli istituti di credito non sono liberi di concedere prestiti, poiché devono rispettare diversi requisiti patrimoniali stabiliti dal comitato di Basilea, istituito nel 1974 con la collaborazione dei governatori delle banche centrali dei paesi più sviluppati del mondo.

Tale Comitato ha emanato 3 accordi:

1. Basilea I, entrato in vigore nel 1992 (anche se stipulato nel 1988);
2. Basilea II, entrato in vigore nel 2007;
3. Basilea III, entrato in vigore nel 1 Gennaio 2013, ma l'attuazione è avvenuta solo nel 2019.

L'accordo di Basilea II è stato introdotto in quanto, nel 1990, molte banche non operavano in modo prudente. L'obiettivo dell'accordo era evitare che le banche assumessero rischi eccessivi e garantire che fossero comunque in grado di tutelarsi da tali rischi. Gli istituti di credito non sono liberi di emettere prestiti, ma devono rispettare ampi limiti di capitale per garantire la stabilità. La crisi finanziaria del 2007-2008 è stata una delle peggiori crisi economiche della storia moderna. La crisi è iniziata negli Stati Uniti a causa del default dei mutui subprime e si è rapidamente diffusa in molti settori dei mercati finanziari mondiali. La crisi ha avuto un forte impatto sui mercati della liquidità bancaria e ha portato alla chiusura di molte banche. Sebbene le banche centrali abbiano cercato di limitare i danni causati dal blocco del mercato interbancario, esse da sole non sono state in grado di ripristinare la fiducia ed il corretto funzionamento del sistema finanziario.

Le Banche centrali rappresentano uno dei più importanti attori dei sistemi finanziari di tutto il mondo. Esse influenzano i tassi di interesse, l'entità del credito e l'offerta di moneta. Le più importanti sono la BCE e la FED. Negli ultimi due secoli le funzioni bancarie si sono evolute. Dall'emissione di banconote, alla supervisione delle banche e alla supervisione dei pagamenti internazionali, alla regolamentazione del valore

delle valute nazionali, ai prestiti ai governi e all'azione come prestatore “sviluppato” di ultima istanza per le banche in crisi di liquidità. La loro attività è in continua evoluzione e vengono loro affidate responsabilità sempre maggiori.

1.1 BCE e FED: differenze e analogie

La Banca Centrale Europea (BCE), con sede a Francoforte, è stata fondata nel 1998. Il suo scopo principale è controllare la politica monetaria, garantire la stabilità dei prezzi e monitorare il sistema bancario europeo. Gli organi decisionali attraverso i quali opera la BCE sono:

- Il Comitato Esecutivo¹, ha il compito di attuare la politica monetaria, la gestione degli affari correnti e organizza le riunioni del Consiglio direttivo. Tale comitato è composto da 6 membri, tra cui il Presidente e il Vicepresidente della BCE, i quali rimangono in carica per un periodo di 8 anni;
- IL Consiglio Direttivo, l'organo decisionale più importante composto dai membri del Comitato Esecutivo e i governatori dell'area euro. Il consiglio deve² definire la politica monetaria data dalla BCE (1998), cercando di mantenere l'inflazione al di sotto ma prossimi al 2% nel medio periodo e assume decisioni sui tassi di interesse di riferimento;
- Consiglio Generale, a cui sono affidate le funzioni consultive e di coordinamento, tra cui la Relazione Annuale della BCE e raccolta di statistiche.

All'interno del Sistema Europeo delle Banche Centrali, SEBC, opera la BCE , e tale sistema è composto da tutte le banche centrali nazionali dei Paesi UE. Il SEBC deve raggiungere gli obiettivi che vengono stabiliti nel TfuE che sancisce “*L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali [...] è il mantenimento della stabilità dei prezzi*”³, andando ad aggiungere inoltre che “*fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC, sostiene le politiche economiche generali dell'Unione per contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima*”⁴.

Dal momento in cui non tutti i Paesi hanno adottato l'euro è stato istituito l'Eurosistema, che è formato

¹ ai sensi dell'art. 11 del Protocollo n. 4 in conformità all'art. 283, par. 2, Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TfuE).

² dall'art. 10 del Protocollo n. 4 conformemente all'art. 283, par. 1, TfuE.

³ Art. 127, par. 1, TfuE.

⁴ Art. 282, par. 2, TfuE.

formato dalla BCE e dalle banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri dell'UE, aventi come moneta l'euro. L'Eurosistema ha diverse funzioni fondamentali, tra cui definire la politica monetaria, gestire le operazioni sui cambi e riserve di valuta estera e anche andare a definire il meccanismo dei pagamenti.

Facendo riferimento a quello che è definito il Meccanismo di vigilanza unico (MVU), la BCE è responsabile della supervisione prudenziale degli enti creditizi presenti nell'area euro e negli Stati membri partecipanti non aderenti all'area. Ai sensi dell'art.130 del TfuE, la Banca Centrale gode di una forte indipendenza sia dalle istituzioni politiche europee che dagli Stati membri, ed inoltre gode del diritto esclusivo di autorizzazione all'emissione di banconote nell'area euro.

Invece, la Federal Reserve (FED) è la banca centrale degli Stati Uniti d'America, creata nel 1913 con l'emanazione del Federal Reserve Act. Sono 5 le funzioni generali che vengono svolte dalla FED, incluse nel *Board of Governors of the Federal Reserve System* (2016):

- 1.gestione della politica monetaria nazionale, andando a promuovere la massima occupazione, stabilità dei prezzi e tassi d'interesse di lungo periodo;
2. incentiva la stabilità del sistema finanziario, andando a contenere i rischi sistemici grazie al monitoraggio costante;
3. controllo della sicurezza e della solidità delle istituzioni finanziarie, tenendo in considerazione gli effetti sul sistema;
4. promuove la sicurezza ed efficienza dei pagamenti tramite servizi al settore bancario e al governo per facilitare transazioni e pagamenti in dollari;
5. aumenta la protezione dei consumatori e incrementa lo sviluppo della comunità, grazie alla supervisione e all'analisi dei consumatori e anche grazie all'amministrazione delle leggi a difesa dei consumatori.

Le entità più importanti che costituiscono il sistema della Federal Reserve⁵ sono 3. Il *Board of Governors* (BoG), ha sede a Washington D.C. e composto da 7 membri che vengono nominati dal presidente, con carica pari a 14 anni⁶, ed è un organo indipendente. Il Consiglio ha il compito di supervisionare il funzionamento delle 12 *Reserve Banks*, andando a fornire indicazioni generali circa i prestiti e inoltre è responsabile in merito alla sorveglianza delle operazioni delle banche della *Federal Reserve*, con annessa esame ed approvazione dei bilanci di ciascuna banca. Lo stesso Consiglio analizza quelle politiche che sono incentrate sui consumatori, andando a promuovere l'equità e la trasparenza.

Il *Federal Reserve Banks* è un sistema di banche indipendenti diviso in 12 distretti, supervisionato dal Consiglio dei Governatori. Ognuna di queste raccoglie informazioni circa le esigenze della collettività della relativa regione, e queste informazioni verranno prese in considerazione dalla *Federal Open Market Committee* (FOMC) per decidere un'adeguata politica monetaria. Le funzioni svolte dalle *Federal Reserve Banks* riguardano quelle funzioni di vigilanza delle banche statali, di concessione di prestiti agli enti di

⁵ di cui il Board of Governors of the Federal Reserve System (2016) dà una esauriente definizione.

⁶ mentre il presidente e vicepresidente del Consiglio restano in carica 4 anni.

deposito per garantire liquidità al sistema, inoltre le stesse banche vanno a fornire servizi finanziari essenziali e inoltre vigilano sulle istituzioni finanziarie per assicurare la protezione dei consumatori e la stabilità dei mercati finanziari.

Il *Federal Open Market Committee* è formato da 12 membri votanti, i 7 membri del Consiglio dei Governatori, il presidente della *Federal Reserve Bank* di New York e 4 dei restanti presidenti della *Reserve Bank*, che hanno un mandato di un anno a rotazione. Lo stesso istituto ha il compito di stabilire la politica monetaria nazionale ed inoltre ha anche il compito di prendere decisioni sulle operazioni di mercato aperto, su come sono composte le attività e si occupa della comunicazione col pubblico.

Il *Federal Open Market Committee*, nel Corso del 2012, ha pubblicato lo “*Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*”, così da spiegare gli obiettivi a lungo termine, in cui si è stabilito un obiettivo a lungo termine per l’inflazione con un tasso di aumento annuo del 2% dell’indice dei prezzi, aggiornato ogni anno.

Sia la BCE che la FED sono istituzioni indipendenti, caratterizzati da una struttura decentralizzata che impiega strumenti monetari di base come i requisiti di riserva legale, i tassi di interesse e le operazioni sul mercato tramite le aste. Entrambe raggruppano 19 banche centrali nazionali per la BCE e 12 banche regionali per la FED. La BCE è stata congegnata sulla base del modello tedesco che prevede l’indipendenza politica e fa sì che le decisioni di politica monetaria siano indipendenti dalle autorità politiche. Anche la FED è indipendente dal Governo, ma riporta al Congresso.

Si differenziano per mandati e obiettivi e per metodi diversi nel raggiungerli.

In primo luogo l’obiettivo principale della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi, per la FED la stabilità dei prezzi, la crescita e l’occupazione. Di conseguenza a differenza della BCE, la FED ignora gli effetti temporanei delle variazioni dei prezzi, in quanto attribuisce alla disoccupazione carattere prioritario. In secondo luogo, i bilanci delle banche della Federal Reserve sono controllati dal Board of Governors, rispetto invece a quelli delle banche centrali nazionali che controllano i propri bilanci e il bilancio della BCE a Francoforte, ciò porta un potere inferiore della BCE all’interno dell’EUROSISTEMA, rispetto alla *Board of Governors* nel sistema della *Federal Reserve*.

In terzo luogo, le operazioni monetarie dell’EUROSISTEMA sono condotte dalle banche centrali nazionali di ogni paese e non centralizzate come lo sono nel Sistema della Federal RESERVE.

Un’altra differenza tra la FED e la BCE riguarda le garanzie sul debito. A differenza della FED, la BCE non è garante del debito sovrano dei suoi paesi membri. Ciò significa che se i titoli del Tesoro non vengono venduti, la Fed deve acquistare tutti i titoli del Tesoro non acquistati sul mercato. Al contrario, se uno Stato

membro della zona euro non fosse più in grado di vendere le proprie obbligazioni, la BCE non potrebbe intervenire a meno che non vengano adottate misure straordinarie. Mentre la FED delinea la politica monetaria tenendo conto degli interessi dei paesi con sistemi economici più o meno omogenei, la BCE deve anche rispondere alle esigenze dei paesi con sistemi economici e politici eterogenei. Questi spesso richiedono politiche economiche diverse o addirittura opposte. Esistono però anche alcune somiglianze tra le due banche centrali. Entrambe le banche centrali hanno il compito di stabilizzare le economie dei rispettivi paesi, controllare l'inflazione e promuovere la crescita economica. Inoltre, entrambe le banche centrali hanno il potere di emettere valuta e regolare i tassi di interesse.

1.2 Le tre fasi delle crisi finanziarie

La crisi finanziaria degli ultimi anni risulta essere una delle innumerevoli crisi che hanno colpito i paesi industrializzati, come ad esempio gli Stati Uniti.

Gli stadi che possono essere classificati in merito allo sviluppo di una crisi possono essere così identificati.

Prima fase: Avvio della crisi finanziaria.

Le cause delle crisi finanziarie includono anche l'introduzione di nuove innovazioni, diversi tipi di prestiti e altri prodotti finanziari nell'economia, l'inizio del processo di innovazione finanziaria e persino quando i paesi avviano la liberalizzazione finanziaria, cioè quando cercano di eliminare la necessità di intermediari e mercati finanziari di restrizioni. A lungo termine, la liberalizzazione promuove lo sviluppo economico, ma a breve termine promuove una rapida espansione dell'offerta di credito degli istituti finanziari, cioè un boom del credito, che porta alla circolazione di prestiti eccessivamente rischiosi sul mercato. Di conseguenza, le perdite sui prestiti hanno cominciato ad aumentare, riducendo il capitale netto delle banche e di altri istituti finanziari. Con meno capitale, queste istituzioni devono concedere preventivamente prestiti ai debitori, un processo chiamato *deleveraging*.

Inoltre, i creditori e altri potenziali finanziatori non prestano più fondi alle istituzioni finanziarie. Quando i fondi diminuiscono, diminuiscono anche i prestiti, portando ad una stretta creditizia. Un boom del credito si trasformerà in una stretta creditizia.

La prima fase di una crisi finanziaria può avvenire tramite:

- *BOOM AND BUST* del credito e dei prezzi delle attività: rapida ascesa e fino al crollo dell'erogazione del credito e dei prezzi delle attività. Questo provoca la diminuzione della ricchezza delle famiglie e degli intermediari, in quanto le società si trovano con il loro capitale netto diminuito.
- *Aumento dell'incertezza legato ai fallimenti di istituzioni finanziarie*: in una situazione di elevata incertezza le informazioni diventano difficili da reperire e le frizioni finanziarie aumentano, riducendo i prestiti e l'attività economica.

In questa prima fase si avrà:

- Aumento della selezione avversa e azzardo morale
- Stretta creditizia
- Declino dell'attività economica

Seconda Fase: Crisi Bancaria

Il declino dell'attività economica e dei bilanci bancari rendono le istituzioni finanziarie incapaci di ripagare i depositanti e gli altri creditori, portando all'insolvenza e al fallimento. Un simile declino potrebbe causare il cosiddetto "panico bancario", in cui più banche falliscono contemporaneamente. Questo fenomeno si verifica quando i depositanti temono per la sicurezza dei loro depositi e chiedono la restituzione dei loro fondi tutto in una volta, portando ad una "corsa" e persino alle banche che sono riuscite a superare la crisi a fallire.

Le conseguenze derivanti da tali azioni possono essere:

- Diminuzione del "capitale informativo".
- Diminuzione dell'erogazione del credito, in quanto le banche daranno meno soldi.
- Declino dell'economia.

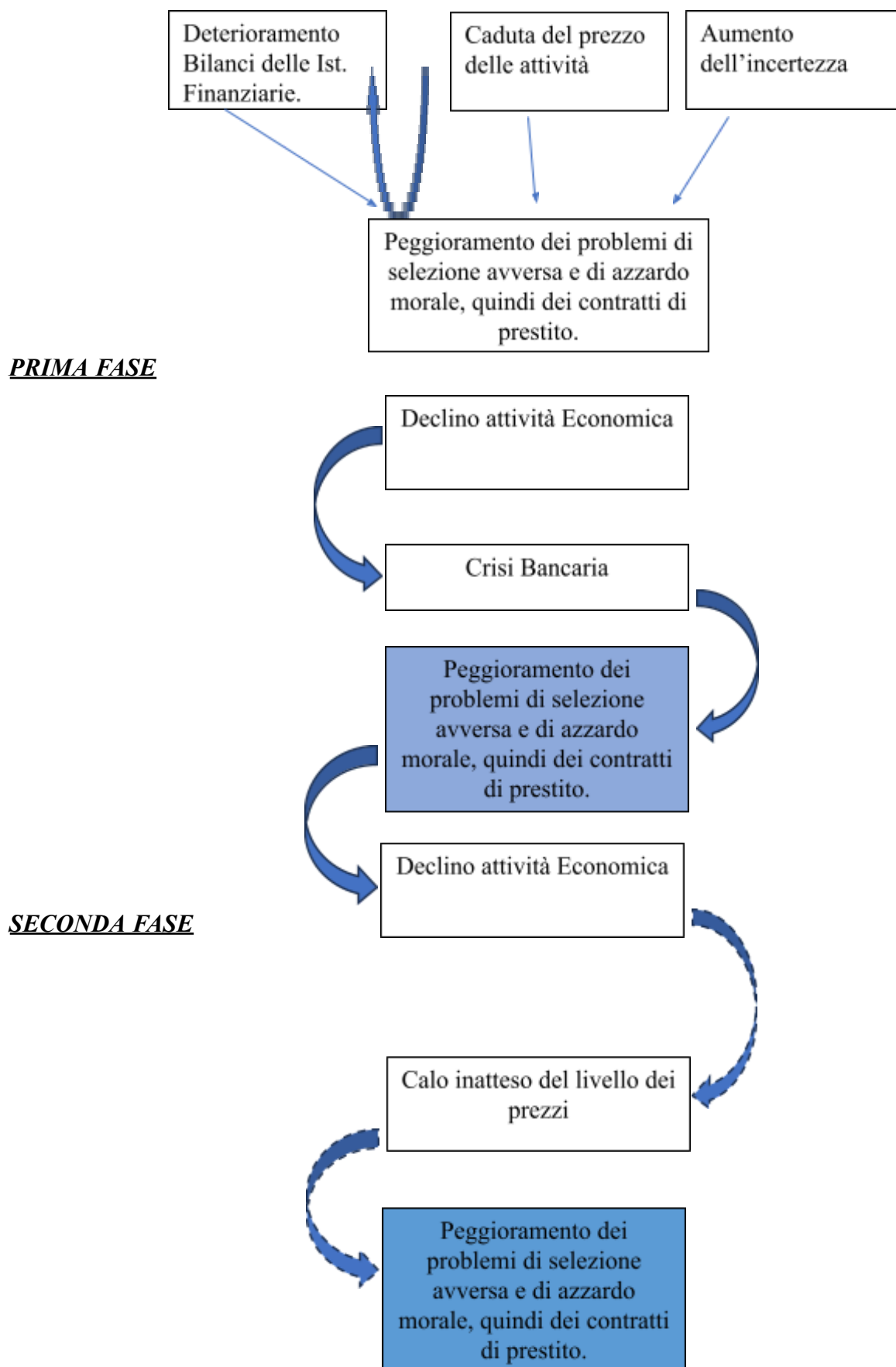
Al termine della seconda fase le autorità pubbliche e private impongono l'uscita dal mercato delle imprese insolventi e le mettono in liquidazione. Pertanto la crisi si attenua e ci si avvia ad un processo di ripresa economica.

Terza Fase: deflazione del debito.

Nel caso in cui il processo di ripresa entra in "cortocircuito", la crisi bancaria può portare alla deflazione del debito.

In questa fase il livello dei prezzi scende drasticamente e il crescente onere debitorio riduce ulteriormente il capitale netto dell'azienda. Si verifica quindi una deflazione da debito. Un forte calo dei prezzi, un aumento del debito reale dell'azienda e una diminuzione del capitale netto. Inoltre, i problemi di selezione avversa e di azzardo morale sono in aumento, con un impatto negativo sul credito, sugli investimenti di capitale e sull'attività economica complessiva.

Figura 1.1: Sequenza di eventi della crisi finanziaria nelle economie avanzate.



TERZA FASE

Declino attività Economica



Fonte: Istituzione e mercati finanziari, nona edizione. Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli. Nona Edizione.

1.3 Azioni di controllo e vigilanza delle Banche centrali nella prevenzione delle crisi

Per diversi anni, le banche centrali hanno condotto la politica monetaria per raggiungere un tasso d'inflazione basso e stabile, attraverso la manovra del tasso d'interesse sul mercato monetario. In caso di segnali inflazionistici infatti, questo tasso sarà alzato al di sopra della norma di lungo periodo, e ciò negli anni ha portato a recessioni finalizzate a raffreddare un'economia considerata un po' troppo surriscaldata.

Con la Grande recessione del 2008, dovuta ad una crisi di debito privato e non da una vera e propria stretta monetaria, le stesse banche centrali, non riuscendo più a fronteggiare la minaccia di inflazione, hanno dovuto seguire due strade: la prima sganciando il controllo della quantità di liquidità bancaria dal tasso d'interesse, andando a sostenere il sistema dei pagamenti garantendo quindi la circolazione dell'economia monetaria in modo regolare e continuando così ad assicurare la regolare circolazione dell'economia monetaria; la seconda riguarda tutte quelle azioni volte a ridurre i tassi del mercato monetario ma anche il costo del credito a media e lunga scadenza, andando a ricorrere a quegli strumenti "non convenzionali".

Pertanto, sia la banca centrale europea che quella statunitense hanno dovuto ripensare alla strategia complessiva della politica monetaria, in quanto i tassi di interesse erano al di sotto dei livelli storici e non potevano essere compressi ulteriormente e, inoltre, cresceva l'evidenza che la creazione di posti di lavoro, caratterizzati da salari stagnanti e crescenti diseguaglianze, non portava a pressioni inflazionistiche.

Per finire, la crisi economica innescata dal distanziamento sociale ha in parte accentuato la sensazione di impotenza delle banche centrali che, pur avendo impiegato strumenti vecchi e nuovi per ridare ossigeno alla domanda, si trovano ora prive del loro strumento più congeniale: la riduzione dei tassi di interesse.

Pertanto, la Banca Centrale Europea e la *Federal Reserve* hanno deciso di rivedere la loro strategia di politica monetaria. Con la revisione della BCE in corso, Jerome Powell ha riferito sui risultati della revisione della Fed. Ci sono due punti principali:

- 1) La Fed probabilmente si concentrerà sul deficit occupazionale e non sul surplus occupazionale. In altre parole, i tassi di interesse non verranno aumentati perché il tasso di disoccupazione è

considerato “troppo basso”. Un tasso di disoccupazione minimo sostenibile non dovrebbe costituire un criterio decisionale a meno che non vi siano altri segnali di pressione sui prezzi. Il Presidente Powell ha affermato che l’ipotesi secondo cui è pericoloso lasciare che il tasso di disoccupazione scenda al di sotto di un certo limite è stata troppo spesso contraddetta e che dovremmo agire con maggiore cautela, tenendo conto delle differenze regionali, e ha riconosciuto che sarebbe saggio agire con più attenzione, invece di concentrarsi su una sola cosa. Una misura parziale focalizzata sul tasso medio di disoccupazione.

- 2) Il messaggio ai mercati finanziari è che anche se l’inflazione dovesse salire al suo obiettivo del 2%, la Fed non abbandonerà la sua attuale politica di tassi di interesse bassi, o addirittura molto bassi, e seguirà altre considerazioni. Se l’obiettivo verrà raggiunto, sarà del 2% e se il prezzo sale al di sotto di questa soglia per un lungo periodo di tempo, il periodo corrispondente, quindi il prezzo, potrebbe aumentare. Nel lungo periodo, è probabile che il tasso medio di inflazione superi il 2%.

Le banche centrali svolgono un ruolo importante nella prevenzione delle crisi finanziarie. Le misure di controllo e vigilanza della banca centrale comprendono la verifica della conformità normativa, l'attuazione di processi di revisione e valutazione prudenziale e prove di stress, la vigilanza su base consolidata e la vigilanza complementare dei conglomerati finanziari, la pianificazione del risanamento e la vigilanza macroprudenziale di intervento precoce. Ad esempio, la Banca d'Italia esercita funzioni di vigilanza bancaria e finanziaria sulle banche e sugli intermediari non bancari iscritti in alcuni albi. La vigilanza bancaria europea e il Meccanismo di risoluzione unico sono stati istituiti per migliorare i criteri di vigilanza e le possibilità di risoluzione delle banche significative, assicurando un approccio coerente alla prevenzione e alla gestione delle crisi dei maggiori enti creditizi nell’unione bancaria.

CAPITOLO 2 La Crisi finanziaria globale del 2007-2009

2.1 2008-2009: dagli Usa a crisi mondiale

Al termine del 2007 gli Stati Uniti furono i protagonisti di una vera e propria crisi dei mutui *subprime*, conseguente anche alle diverse politiche fiscali espansive che erano state attuate da Reagan e successivamente da Bush, andando ad aumentare il tasso di indebitamento dei privati⁷. I mutui *subprime* sono prestiti ipotecari concessi a persone con una storia creditizia debole o con un reddito instabile che, essendo considerate a rischio di insolvenza più alto, rendono i tassi d'interesse dei *subprime* più alti rispetto ai mutui tradizionali. Fondamentale, in questo contesto, fu la politica messa in atto da Alan Greenspan, governatore della *Federal Reserve*, andando a diminuire i tassi di interessi, portandoli a livelli molto bassi. Questo, attuò una politica monetaria condotta all'interno di una deregolamentazione del mercato finanziario, ciò portò alla concessione di diversi crediti e mutui immobiliari senza considerare l'effettiva solvibilità del debitore. In più, tra il 1993 e il 2000 vi fu un forte calo della disoccupazione, tanto da essere inferiore al 4%⁸. Nello stesso periodo, la tesi preponderante era quella che nel caso in cui il tasso di disoccupazione scendeva intorno al 5,5% allora si avrebbe avuto un'accelerazione dell'inflazione.

Infatti, è proprio che a metà degli anni '90 il tasso di inflazione risulta inferiore a quella soglia e pertanto diversi economisti avevano spinto il governatore della FED ad alzare i tassi di interesse, così da prevenire una ripresa dell'inflazione, ma questo si rifiutò di agire prima dell'accadimento di tale evento, e cioè prima della ripresa dell'inflazione. Tale rifiuto era giustificato da Greenspan, il quale pensava che l'accelerazione della crescita della produzione poteva in qualche modo modificare la relazione spiegata, tra bassa disoccupazione e accelerazione dell'inflazione, e quindi il tasso di inflazione non sarebbe effettivamente aumentato⁹. La disoccupazione in quegli anni diminuì, senza andare ad incidere sull'inflazione, che rimase ferma, tanto che il Paese si trovava in una situazione di benessere che non percepiva dagli anni Sessanta¹⁰.

Dal 1987 al 2006, periodo in cui presiedeva Greenspan, si verificano due bolle speculative, una di tipo azionario e l'altra di tipo immobiliare. La prima metteva in evidenza due cause, l'ottimismo dovuto ai

⁷ A. Porta, L'Unione economica e monetaria. Come e perché l'Europa è arrivata fin qui e quali sono le prospettive.

⁸ P. Krugman, Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008, Garzanti, 2009, p. 157.

⁹ P. Krugman, Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008.

¹⁰ N. Acocella, Politica economica e strategie aziendali.

profitti generati dalle nuove tecnologie, e la sicurezza sull'andamento dell'economia, andando a pensare che il periodo di crisi fosse finito. Ciò portò i prezzi delle azioni a livelli molto alti¹¹.

La bolla fu in grado di autoalimentarsi grazie all'aumento dei corsi azionari¹², e al termine degli anni Novanta le persone furono convinte che tutti coloro che avevano acquistato azioni vedevano aumentare i propri guadagni, mentre coloro che rimasero a guardare non guadagnarono nulla. Ecco spiegato il perché sul mercato azionario vi erano stato inseriti sempre più fondi e ciò portò ad aumento ulteriore dei prezzi che vide la bolla estendersi¹³.

Nel 2000 le azioni raggiunsero il valore massimo, e negli anni a seguire diminuirono più o meno del 40% rispetto al valore iniziale.

Successivamente, iniziò a gonfiarsi la bolla immobiliare, in quanto i tassi di interesse di tale periodo erano bassi e ciò ebbe come conseguenza l'investimento nel "mattone" da parte delle persone, facendo aumentare i prezzi delle case. Ecco la giustificazione circa la lievitazione dei prezzi, ma non sul perché non venissero applicate le vecchie regole.

Solitamente in America l'acquisto di una casa veniva effettuato attraverso la richiesta di un mutuo sostenibile, che poteva essere rimborsato dagli stessi; a partire dal 2003 vi fu una vera e propria esuberanza irrazionale di diverse famiglie che decisero di accendere il mutuo senza essere certi di poter rimborsare il mutuo. Questo perché vi fu una modifica nella modalità di concessione dei mutui, infatti vennero autorizzati quei mutui che difficilmente potevano essere restituiti, in quanto non capaci di rimborsarli e anche per la possibilità eventuale di rialzo dell'interesse iniziale. Dopo la stipula di tali mutui immobiliari, questi venivano cartolarizzati grazie ai contratti derivati che gli istituti bancari giravano a risparmiatori, investitori e fondi pensioni. Tali istituti bancari si rivolgevano alle assicurazioni per garantirsi dal rischio di default dei mutui attraverso i *Credit Default Swaps* (CDS)¹⁴.

I finanziamenti a rischio includevano i rischi "*subprime*", ovvero finanziamenti sottoscritti da tutti ma che difficilmente potevano essere restituiti in quanto venivano concessi a coloro che avevano una bassa retribuzione o che comunque avevano problemi economici¹⁵. Coloro i quali finanziavano, non posero molte limitazioni nel momento del rilascio dei mutui perché pensavano che sarebbero aumentati i prezzi degli appartamenti e inoltre che i mutui non furono posti all'interno degli enti finanziatori ma fuori portafoglio perché venduti a investitori esterni.

La "cartolarizzazione" dei prestiti immobiliari fu avviata da *Fannie Mae*¹⁶, ovvero dall'agenzia di finanziamenti che era sponsorizzata dal governo e costituita negli anni trenta. Inizialmente, la

¹¹ B. Bernanke, La Federal Reserve e la crisi finanziaria, quattro lezioni. Il Saggiatore, 2014

¹² Rappresentano il prezzo delle azioni di una società quotata in borsa, determinato dall'offerta e dalla domanda nel mercato.

¹³ J. Attali, La crisi e poi?, Fazi Editore, 2009, p. 44.

¹⁴ sono un'assicurazione della parte creditrice di un contratto sottostante.

¹⁵ F. Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alle crisi finanziarie.

¹⁶ U. Kregel, Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia millenaria, Economia Politica, p. 28.

cartolarizzazione, era limitata ai mutui “prime”, quelli concessi a delle persone che erano in grado di anticipare una somma consistente e avevano un reddito sufficiente a rimborsare le rate. In modo sporadico andavano in default i soggetti mutuatari a causa della perdita di lavoro o anche per un'emergenza sanitaria, ma comunque i tassi di insolvenza erano bassi e coloro che avevano acquistato i titoli sui mutui erano consapevoli a cosa potesse accadere e quindi a cosa potessero andare incontro.

Nel 2005, i prezzi delle case continuavano a crescere nonostante il calo delle vendite¹⁷ e fine 2006 il mercato iniziò a mostrare le sue debolezze. Una diminuzione lenta iniziale dei prezzi e poi veloce non portò ad un aumento delle vendite, così da vedere aumentare i tassi di insolvenza.

La struttura finanziaria dei mutui subprime, in quanto vedeva distribuire la proprietà dei mutui tra un gran numero di investitori con diversi gradi di “privilegio”, creò ostacoli giuridici a qualunque tipo di indulgenza sul debito (U. Kregel).

Quindi, fu impensabile la ristrutturazione del debito e ciò portò all'esecuzione di costosi pignoramenti, andando ad incidere su tutti quei titoli di credito sorretti da mutui subprime, trasformatosi in investimenti inadeguati dopo che il boom immobiliare iniziò a sgonfiarsi.

Il 2007 fu caratterizzato da un vero e proprio periodo difficile, in quanto iniziò a prendere forma il problema dei mutui subprime.

Le CDO¹⁸ avevano previsto una graduazione nel livello privilegiato delle quote che comportava che per chi possedeva le quote “senior”, attribuzione della tripla A, avevano precedenza nei pagamenti mentre quelli che possedevano quote meno privilegiate, con un rating inferiore, potevano essere soddisfatti solo dopo i creditori privilegiati.

A febbraio del 2007 tutte le quote, a livello di *rating*, meno affidabili avrebbero subito forti perdite e il prezzo sarebbe crollato.

In questo periodo l'erogazione dei mutui subprime era terminata: nessuno comprava quote meno privilegiate e, quindi, non potevano più essere venduti i mutui subprime. La conseguenza che ne derivava era un peggioramento della crisi¹⁹.

L'importanza della crisi immobiliare emergeva poco a poco, e sia i finanziatori che gli investitori paventavano di perdere molti soldi.

Nella prima metà del 2007 vi erano dei seri tremori finanziari ma all'inizio di agosto l'opinione ufficiale definiva ancora contenuti i problemi posti dalla crisi immobiliare e dai mutui subprime – e la forza del mercato azionario indicava che i mercati condividevano quella posizione²⁰. Ciò fu causato dagli asset di lungo termine, che risultavano essere poco liquidi e ad alto rischio. Iniziò la corsa agli sportelli in quanto vi furono perdite legate ai mutui subprime, andando a creare una situazione di sfiducia verso le banche tanto da

¹⁷ T. Chiminazzo, Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari, 2009, p. 81.

¹⁸ Collateralized Debt Obligations, prestiti obbligazionari istituiti attraverso una cartolarizzazione.

¹⁹ T. Chiminazzo, Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari.

²⁰ J. Attali, La crisi e poi?.

portare ad un circolo vizioso di deleveraging²¹. Gli asset caratterizzati da un valore incerto andarono a danneggiare i bilanci, così che furono liquidati e iniziò un processo di autoalimentazione. Tutto questo era alla base anche delle crisi finanziarie sorte in Asia tra il 1997 e il 1998.

Crebbe un sistema bancario ombra, in modo complementare al sistema bancario nazionale. Con l'espressione sistema bancario ombra si fa riferimento per la prima volta proprio nel 2007 da Mc Cully, il quale definì "il sistema bancario ombra come quell'insieme di intermediari finanziari non bancari che operano al di fuori dei circuiti regolamentati²²". Era un vero e proprio sistema attraverso il quale venivano utilizzate forme di finanziamento alternative, dove l'intermediazione avveniva grazie a investimenti che per finanziarsi utilizzavano il mercato andando ad esporsi ad una possibile carenza di liquidità. Ecco appunto che iniziò ad essere incerto il mercato finanziario, tanto che i tassi di interesse sui buoni del Tesoro erano scesi quasi a zero.

Questo perché gli investitori avevano intenzione di acquistare titoli sicuri e le uniche cose che erano disposti ad acquistare erano i buoni del Tesoro.

Inoltre, la crisi fu caratterizzata anche dall'aumento del credito bancario in quanto l'espansione del finanziamento bancario tradizionale non aveva compensato, se non in piccola parte, la crisi del sistema bancario – ombra²³.

Nel corso del 2008 anche il credito al consumo fu colpito, infatti anche questo settore subì una pesante contrazione, con la riduzione dei limiti di affidamento, una sempre maggiore selezione nella concessione e una crescente compressione della capacità di acquisto dei consumatori americani²⁴.

In sostanza, diverse furono le aziende e molteplici gli individui che videro negarsi l'accesso al credito mentre altri si ritrovano a pagare interessi più elevati, nonostante la Federal Reserve tendeva di diminuire i tassi.

2.2 Le cause e gli effetti della Crisi

L'evoluzione della crisi ebbe effetti sul controllo del mercato finanziario da parte della *Federal Reserve*, che aveva a capo *Ben Bernanke*²⁵, un ex professore di economia di Princeton. La Fed aveva il compito di gestire i tassi di interesse e di distribuire la liquidità agli istituti bancari: in merito al primo compito, si dovevano acquisire i buoni del Tesoro dagli istituti bancari, incrementando le riserve, o vendere buoni del Tesoro agli

²¹ Indica una riduzione del livello di indebitamento delle istituzioni finanziarie. Le soluzioni adottabili per ridurre l'indebitamento sono: aumentare il capitale o ridurre i prestiti alla clientela. Una terza soluzione è rappresentata dall'intervento dello Stato.

²²

[://www.economiaepolitica.it/banche-e-finanza/sistema-bancario-ombra-collaterale-sotterraneo-bancheombra-shadow-banking-system/](http://www.economiaepolitica.it/banche-e-finanza/sistema-bancario-ombra-collaterale-sotterraneo-bancheombra-shadow-banking-system/)

²³ T. Chiminazzo, Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari.

²⁴ T. Chiminazzo, Crisi, ricchezza, povertà. Nuovi modelli per affrontare la crisi e costruire nuovi scenari.

²⁵ Ben Bernanke era stato direttore del dipartimento di economia di Princeton prima di essere nominato alla FED.

istituti bancari, riducendo le riserve; in merito al secondo invece la distribuzione di liquidità a specifici istituti bancari nei momenti di bisogno, stava a significare che andavano a prestare loro direttamente dei soldi²⁶.

Nella fase iniziale della crisi la *Federal Reserve*, utilizzò tali strumenti e cercò di tagliare il tasso di sconto federale²⁷ dal 5,25% fino ad arrivare alla vigilia della crisi all'1,80%. Tale azioni dovevano agevolare i creditori e i prestiti agli istituti bancari, tanto da coprire la carenza di liquidità creatasi nel sistema finanziario²⁸.

La *Federal Reserve* subì perdite proprio in ottica di efficacia verso i mutuatari più a rischio, e tutte quelle aziende con rating non elevato in ottica di affidabilità pagavano tassi di interesse sul credito a breve termine più elevati di quelli che pagavano prima della crisi, anche se i tassi di interesse controllati dalla *Federal Reserve* erano diminuiti di oltre quattro punti percentuali. Tutto ciò ebbe effetti anche nei confronti dei mutuatari “prime²⁹”: il tasso di interesse sui mutui trentennali era ancora più o meno lo stesso dell'estate 2007.

Come conseguenza della crisi del sistema finanziario vi era stata l'esclusione dal mercato i finanziatori privati, lasciandovi solo *Fannie Mae*³⁰ e *Freddie Mac*³¹, ovvero le due agenzie che il governo sponsorizzava; nonostante ciò anche queste non si trovarono in condizione ottime, in quanto anche se non avevano concesso prestiti insoluti quanto le banche private, ma ne avevano concessi alcuni e avevano un capitale molto limitato. È proprio che a settembre del 2008, il governo Americano salvò e nazionalizzò tali agenzie, che si trovavano proprio in una situazione disastrosa dovuta alla crisi immobiliare³². La Federal Reserve aiutò, non nella stessa misura, anche gli istituti bancari, circa i prestiti erogati alle banche. La Fed si trovava ad una crisi finanziaria dove la politica monetaria istituzionale risultava perdente sull'economia reale.

Secondo uno studio di Bernanke, nel 2004, rileva che la politica monetaria poteva svolgere la sua azione in modo efficace solo se era presente la volontà di “cambiare la composizione dello stato patrimoniale della banca centrale”. Pertanto la Fed, non doveva limitarsi a tenere in portafoglio buoni del Tesoro e a prestare soldi alle banche tradizionali, ma poteva concedere prestiti ad altri operatori: banche di investimenti, fondi e

²⁶ P. Krugman, Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008.

²⁷ il tasso overnight a cui le banche si prestavano vicendevolmente i fondi considerato il normale strumento della politica monetaria.

²⁸ J. Attali, La crisi e poi?.

²⁹ Quelli godono di tassi più favorevoli per la loro affidabilità.

³⁰ società privata che svolge una funzione garantista sul mercato ipotecario attraverso l'emissione di obbligazioni garantite dal governo degli Stati Uniti.

³¹ società privata equivalente nell'attività finanziaria alla Fannie Mac.

³² A. Porta, L'Unione economica e monetaria. Come e perché l'Europa è arrivata fin qui e quali sono le prospettive, op. cit, p. 64.

forse anche imprese non finanziarie. Ecco appunto che nel 2008 la Federal istituì agenzie che doveva svolgere tale compito, ovvero come la TSLF³³, la PDCF³⁴.

Nell'ottobre 2008 la Federal Reserve annunciò di acquistare anche commercial paper, in questo modo poteva erogare i prestiti che il sistema finanziario privato non era in grado di erogare.

Oltre alla crescita del sistema bancario come causa della crisi, negli USA, ebbe un impatto fondamentale anche il fenomeno della globalizzazione finanziaria che portò gli investitori ad avere in paesi esteri grandi partecipazioni finanziarie³⁵. Gli asset esteri crebbero pari al 128% e al 145% del PIL, tanto che gli Stati Uniti erano diventati debitori netti ma questo aspetto era meno impressionante dell'enorme incremento registrato nelle partecipazioni incrociate. Ciò doveva ridurre il rischio dato che gli investitori americani avevano una gran parte della propria liquidità all'estero e, quindi, pensavano di essere meno esposti a una crisi finanziaria all'interno del proprio paese non pensando invece che la crisi toccasse anche gli investimenti internazionali permettendo, a una crisi incominciata nel mercato immobiliare statunitense, di estendersi in altri paesi³⁶.

Il 15 settembre 2008, il fallimento della banca di investimenti Lehman Brothers, rappresentò l'evento scatenante, tanto che a marzo dello stesso anno, la *Bear Stearns*, un'altra delle cinque grandi banche d'investimento, entrò in crisi e la *Federal Reserve* e il Tesoro degli Stati Uniti intervennero, per proteggere coloro a cui doveva restituire i soldi o con i quali aveva concluso degli accordi di finanziamento, e quindi non per salvarla. Questo perché il dipartimento del Tesoro ritenne che gli impatti derivanti dal fallimento della Lehman non sarebbero state troppo pesanti. Ciò portò ad una diminuzione della fiducia, e anche a una diminuzione dei prezzi degli asset, tanto che i canali di credito rimasti ancora attivi si erano prosciugati. fu nazionalizzata la grande compagnia AIG, ma il panico crebbe.

Il tracollo finanziario dovuto al fallimento della *Lehman Brothers*, all'improvvisa crisi che colpiva i mercati emergenti, al crollo nella fiducia dei consumatori, portò ad una delle grandi recessioni negli USA.

L'elemento più rilevante fu l'inefficacia della politica monetaria: la recessione del 1981 – 1982, che aveva spinto il tasso di disoccupazione sopra il 10%, era stata pesantissima; ma era più o meno frutto di una scelta deliberata.

La *Federal Reserve* perseguiva una politica monetaria molto rigida per disinnescare l'inflazione, e nel momento in cui aveva stabilito che l'economia aveva sofferto abbastanza, il suo presidente, Paul Volcker, aveva allentato la stretta e l'economia era tornata a correre³⁷. La crisi economica si era trasformata in una

³³ Term Securities Lending Facility come mezzo per affrontare le pressioni dei primary dealer, rappresenta un gruppo limitato di intermediari finanziari che operano come controparti della Federal Reserve nelle operazioni di mercato aperto, nel loro accesso ai finanziamenti a termine.

³⁴ un programma con il quale è stato istituito una linea di credito con la finalità di concedere liquidità overnight contro garanzie costituite da titoli a vantaggio dei primary dealer.

³⁵ U. Kregel, Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia millenaria.

³⁶ 89 F. Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alle crisi finanziarie.

³⁷ F. Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alle crisi finanziarie.

opportunità per l'America con una rapidità impressionante³⁸. In questa ottica l'economia ristagnava, anche dopo le diverse politiche implementate dalle autorità monetarie con lo scopo di far ripartire il paese.

La crisi del 2008, oltre ai danni economici, aveva aperto una nuova stagione basata sulla divisione tra classi sociali che provavano a superare la crisi e a sopravvivere e classi sociali altamente danneggiate dalla globalizzazione³⁹. La crisi finanziaria partita dagli Stati Uniti si è estesa rapidamente soprattutto verso le economie avanzate e ha sfiorato le economie dei Paesi emergenti.

La crisi degli USA fece emergere la Cina come prima economia mondiale⁴⁰. Le importazioni degli Stati Uniti crollarono e la crisi si diffuse in tutti quei paesi caratterizzati da un'economia aperta con forti scambi commerciali con gli Stati Uniti come Canada, Messico ed Unione Europea, in particolare Germania e Italia⁴¹.

2.3 Risposta e gestione della crisi dalle Banche Centrali

Nel settembre del 2008, la crisi finanziaria si intensificò e la successiva repentina contrazione dell'economia mondiale portò le autorità a dover reagire.

Numerose sono state le banche centrali che hanno ridotto drasticamente i tassi ufficiali, portandoli quasi prossimi allo zero. In una situazione di normalità ciò avrebbe stimolato l'economia, ma vi era una disfunzione tale del sistema finanziario che indebolì gravemente l'effetto dei tagli. Così le principali banche centrali si sono trovate a dover ricorrere a misure addizionali.

Nonostante i diversi salvataggi avvenuti nel 2008, ciò non è stato sufficiente a stabilizzare il sistema finanziario. I governi si sono pertanto visti costretti a modificarne le condizioni e ad ampliarne la portata.

Le autorità sono intervenute andando ad introdurre ampie manovre di stimolo fiscale a sostegno della domanda aggregata.

Le banche si trovavano ad affrontare due problemi: il rallentamento della crescita economica e un'inflazione persistentemente elevata. La portata e la velocità del rallentamento economico variano da paese a paese: con l'impennata dei prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia nella prima metà del 2008, i tassi di inflazione erano sostanzialmente al di sopra del target (implicitamente o esplicitamente) quasi ovunque. Scegliere la risposta di politica monetaria adeguata in tali circostanze è stato senza dubbio complesso. In retrospettiva, si può affermare che a metà del 2008 le autorità avevano sottovalutato la gravità della recessione economica e la forza della conseguente disinflazione.

Al tempo stesso vi era il rischio che il perdurare di un'alta inflazione si traducesse in un saldo ancoraggio verso l'alto delle aspettative inflazionistiche, con il risultato di una maggiore traslazione dei corsi delle

³⁸ F. Macheda, Dalla crisi dei mutui subprime alle crisi finanziarie.

³⁹ <https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

⁴⁰ F. Targetti, Globalizzazione e crisi economica, Astrid-online, Roma, p. 3.

⁴¹ F. Targetti, Globalizzazione e crisi economica, Astrid-online, Roma, p.4.

materie prime ad altri prezzi e ai salari. Ecco che come conseguenza, le banche centrali dei diversi paesi hanno mantenuto stabili i tassi ufficiali oppure di innalzarli.

Il crollo di Lehman Brothers il 15 settembre del 2008 ha rappresentato un punto di svolta per l'economia globale e la politica monetaria. L'8 ottobre dello stesso anno, sei principali banche centrali annunciarono tagli simultanei dei tassi di interesse per la prima volta nella storia che avviarono una serie di interventi coordinati sui tassi di interesse. Anche altre banche centrali di tutto il mondo cominciarono a tagliare rapidamente i tassi di interesse. Il calo della produzione globale e dell'inflazione nell'ultimo trimestre del 2008 e all'inizio del 2009 superò di gran lunga i rischi al ribasso per la crescita individuati diversi mesi prima. Alla fine di maggio 2009, la *Federal Reserve*, la Banca del Giappone, la Banca d'Inghilterra, la Banca del Canada, la *Riksbank* e la Banca nazionale svizzera portarono i loro tassi di interesse chiave quasi allo zero. Dal settembre 2008 al maggio 2009, la Banca Centrale Europea tagliò i tassi di interesse sulle principali operazioni di rifinanziamento di 3,5 punti percentuali, continuando a mantenerli ben al di sotto della soglia dello zero⁴².

Dal 2008, l'ampia offerta di riserve valutarie della banca centrale ha anche fatto sì che il tasso di interesse overnight fosse vicino al tasso di deposito della BCE e quindi non lontano dallo zero. Anche molte banche centrali delle economie emergenti hanno abbassato i tassi di interesse, anche se partendo da livelli significativamente più alti. Tuttavia, è anche vero che non tutte le banche centrali hanno avuto lo spazio per abbassare i tassi di interesse di riferimento; verso la fine del 2008, nonostante il calo dell'inflazione e il deterioramento dell'economia reale, i deflussi di capitali hanno costretto le autorità finanziarie di Islanda, Russia e Ungheria ad adottare misure restrittive, ma nei mesi successivi iniziarono ad attuare misure restrittive tagliando i tassi. Dopo lo shock Lehman, nonostante il rapido e significativo allentamento della politica monetaria, i limiti delle politiche dei tassi di interesse sono diventati evidenti in diversi paesi. Questo meccanismo di trasmissione ha risentito delle tensioni sui mercati finanziari e dell'aumento dei premi per il rischio di credito e di liquidità.

In risposta alla crisi le banche centrali hanno adottato tre tipi di provvedimenti, a seconda dei loro obiettivi:

1. Misure volte ad assicurare che il tasso di mercato sia allineato al tasso ufficiale, ciò ha portato ad un'offerta più flessibile di riserve sia in termini quantitativi che in termini di frequenza, così da sostenere la crescita instabile della domanda. Al fine di ancorare i tassi a breve termine all'obiettivo ufficiale, la Bank of England e la Federal Reserve hanno altresì ridotto l'ampiezza del corridoio effettivo per i tassi overnight, modificando quelli applicati alle operazioni di fine giornata attivabili su iniziativa delle controparti. Anche le banche centrali hanno potenziato la loro capacità di riassorbire riserve in eccesso così da neutralizzare l'impatto esercitato sui tassi overnight dalla forte

⁴² BRI 79a Relazione annuale.

espansione delle operazioni. La *Bank of England* e la Banca nazionale svizzera hanno proceduto all'emissione di titoli, la BCE e la *Reserve Bank of Australia* hanno fatto ricorso in misura crescente all'accettazione di depositi fruttiferi e la *Federal* ha assorbito un maggior volume di depositi dal Tesoro e hanno iniziato a corrispondere interessi sulle riserve.

2. Iniziative con lo scopo di allentare le tensioni nei mercati interbancari all'ingrosso, e quindi ridurre i differenziali su tali mercati, che rappresentavano un indicatore delle tensioni in tale segmento. Tale obiettivo è perseguito in modo diretto, andando a fornire un più ampio volume di finanziamenti a termine così da supplire alla scarsa offerta sul mercato, sia in modo indiretto andando a rimuovere gli ostacoli a una regolare distribuzione delle riserve nel sistema e andando ad assicurare l'accesso al finanziamento della banca centrale. A tal fine, hanno provveduto ad ampliare la gamma di garanzie e controparti idonee, estendere le scadenze delle operazioni di rifinanziamento e stabilito linee di *swap* tra le banche centrali per allentare le pressioni sui finanziamenti, in particolare sui mercati esteri. Durante questo periodo l'uso delle linee di *swap* si è rivelato importante anche per espandere i bilanci delle principali banche centrali. Alcune banche hanno inoltre introdotto o facilitato il finanziamento di titoli di Stato, che sono titoli altamente liquidi, in cambio di strumenti di mercato meno liquidi al fine di migliorare le condizioni di rifinanziamento sul mercato monetario.
3. Interventi per sostenere mercati creditizi specifici così da alleggerire le condizioni finanziarie generali, con l'obiettivo di attenuare direttamente l'inasprimento delle condizioni del credito nel settore non bancario e ad allentare le condizioni finanziarie più in generale. Tra questi vi è l'offerta di fondi al settore non bancario per sostenere la liquidità e ridurre gli spread di rischio in specifici mercati⁴³, ed anche l'acquisto diretto di titoli del settore pubblico così da influenzare i rendimenti di riferimento più in generale.

Tra le differenze che si sono riscontrate tra i diversi paesi vi è il peso relativo attribuito ai titoli del settore privato rispetto a quelli del settore pubblico e ai mercati bancari rispetto a quelli non bancari. La Federal Reserve ha dedicato particolare attenzione ai mercati non bancari del credito e alle operazioni aventi come oggetto titoli del settore privato, come mostrano iniziative quali la *Commercial Paper funding Facility* e la *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*. Invece, la *Bank of England*, inizialmente ha rivolto la sua Asset Purchase Facility soprattutto all'acquisto di titoli pubblici, mentre la BCE si è concentrata sulla liquidità del sistema interbancario, effettuando operazioni di rifinanziamento a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi e scadenze fino a dodici mesi, nonché acquisti di covered bond. La *Bank of Japan* si è notevolmente adoperata per migliorare le condizioni di finanziamento delle imprese attraverso una serie di misure riguardanti commercial paper e obbligazioni societarie.

⁴³ come quelli della commercial paper, dei titoli garantiti da attività e delle obbligazioni societarie.

Tali differenti mostrano proprio l'esistenza di differenti strutture finanziarie esistenti nei vari paesi. Questa diversità di enfasi riflette in parte le differenze esistenti nelle strutture finanziarie dei vari paesi. Le banche centrali hanno assunto un ruolo centrale nel processo di intermediazione e un influsso più significativo dell'offerta relativa di attività verso il settore pubblico, ciò ha portato ad un aumento di una stretta collaborazione con le autorità fiscali per due motivi principali: il primo riguarda gli ingenti acquisti di titoli pubblici e la conseguente rapida espansione delle passività della banca centrale che vanno ad incidere sul profilo complessivo del debito pubblico. L'effetto potrebbe essere vanificato da operazioni di gestione del debito, anche in considerazione delle loro dimensioni generalmente più ampie, a meno che gli obiettivi dei due tipi di operazioni non siano compatibili; il secondo invece riguarda una stretta collaborazione tra banca centrale e autorità di governo, così da predisporre quei meccanismi che sono in grado di assicurare che eventuali perdite non mettano a repentaglio l'indipendenza operativa delle banche centrali, dal momento in cui le banche centrali si trovano ad assumere maggiori rischi di credito e di mercato.

Figura 2.1: Risposte delle Banche Centrali alla Crisi

Risposte delle banche centrali alla crisi								
Obiettivi	Misure adottate	Fed	BCE	BoE	BoJ	BoC	RBA	BNS
Perseguire l'orientamento ufficiale di politica monetaria	Operazioni straordinarie di <i>fine-tuning</i>	✓	✓ ¹	✓	✓	✓	✓	✓
	Modifica della riserva obbligatoria			✓ ²				
	Restringimento del corridoio dei tassi <i>overnight</i>	✓ ³	✓	✓				
	Pagamento di interessi sulle riserve	✓			✓ ⁴			
	Aumento di depositi del Tesoro	✓				✓		
	Depositi o titoli a breve della banca centrale		✓	✓	✓		✓	✓
Influenzare le condizioni del mercato interbancario all'ingrosso	Modifica dello sportello di sconto	✓ ⁵		✓				
	Operazioni straordinarie a lungo termine	✓	✓ ⁶	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliamento delle garanzie stanziabili	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliamento della gamma di controparti	✓		✓	✓	✓	✓	
	Linee di swap in valuta tra banche centrali	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Introduzione dei prestiti di titoli o allentamento delle relative condizioni	✓		✓	✓	✓		
Influenzare il mercato del credito e le condizioni finanziarie più in generale	Finanziamento/acquisto/stanziabilità di CP	✓ ⁷		✓ ⁸	✓ ⁹	✓ ¹⁰	✓ ¹¹	
	Finanziamento/acquisto/stanziabilità di ABS	✓ ¹²	✓ ¹³	✓ ⁸			✓ ¹¹	
	Finanziamento/acquisto/stanziabilità di obbligazioni societarie			✓ ⁸	✓ ¹⁴	✓ ¹⁰		✓
	Acquisto di titoli del settore pubblico	✓ ¹⁵		✓ ⁸	✓ ¹⁶			
	Acquisto di titoli di altro tipo				✓ ¹⁷			✓ ¹⁸

CAPITOLO 3

Dalla crisi del 2007 ai giorni nostri

3.1 L'evoluzione della crisi in Europa

Nel 2007 la crisi dei mutui subprime che si registrò negli Stati Uniti ebbe come conseguenza la crisi del debito sovrano nei paesi dell'euro e portò ad una diminuzione della disponibilità di credito degli intermediari finanziari dovuta anche all'incertezza proveniente dal mercato⁴⁴.

Vi furono differenze evidenze sia per quanto riguarda la finanza pubblica che la propensione alla crescita e per questo si distinsero “*Paesi core*”, con un livello contenuto di debito pubblico, e “*Paesi PIIGS*” o denominati anche “periferici” (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), in quanto non in grado di sostenere il debito pubblico in quanto indebitati, o caratterizzati da un incremento del deficit, un basso tasso di crescita del PIL.

La crisi si verificò nei paesi periferici dell'eurozona, iniziando dal Portogallo, Irlanda e Grecia e, in seguito, si estese durante il 2011 a Italia e Spagna⁴⁵.

Nel 2011 si assistette all'assenza di credito da parte degli emittenti sovrani più vulnerabili che non detenevano credito e inoltre, i governi dei Paesi dell'eurozona in risposta alla crisi misero in evidenza l'insostenibilità politica dell'Unione Europea. Ciò delineava un'assenza di politica comune ed iniziarono a crescere i premi di rischio, che raggiunsero livelli molto alti.

Tale crisi mise sotto pressione l'assetto istituzionale e l'effettiva efficienza degli strumenti e procedure da adottare in virtù di una crisi bancaria europea⁴⁶.

Gli economisti analizzarono in modo attento le cause che avevano determinato le ampie turbolenze finanziarie e che generarono diversi eventi di crisi andando ad innescare un grave processo recessivo esteso alla gran parte dei paesi dell'Unione⁴⁷. Dato un uso inappropriato dei meccanismi di

⁴⁴ J. Attali, La crisi e poi?.

⁴⁵ <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

⁴⁶ G. Adinolfi, M. Vellano, La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici.

⁴⁷ G. Adinolfi, M. Vellano op. cit.

cartolarizzazione connesso alla stipula dei mutui cd. *subprime*, la crescita del fenomeno dei derivati favorì la diffusione di eventi negativi, come precedentemente descritto. *“I sistemi finanziari legati alle banche e la globalizzazione hanno comportato inizi un perverso effetto domino le cui ripercussioni hanno investito, tra gli altri, alcuni paesi europei la cui fragilità economica ha trovato nella crisi un ineludibile elemento catalizzatore⁴⁸”*.

Le diverse autorità monetarie dovevano adottare dei meccanismi capaci di aumentare la liquidità dei sistemi, ma nell'affrontare la crisi si riscontrarono differenze con gli Stati Uniti tanto che questi ultimi erano stati in grado di affrontare in modo tempestivo la crisi, mentre l'Europa si trovò in difficoltà ad uscire dalla situazione creata con la crisi⁴⁹.

Il supporto offerto dai vertici dello Stato negli USA, impedì il dilagare della crisi e quindi facilitò la ripresa, tanto che sembrava aver intrapreso un ciclo positivo lo stesso Paese. Al contrario, l'Unione Europea limitata nella coesione del processo decisionale causò effetti distonici nelle politiche di intervento, portando ad assumere provvedimenti a favore degli Stati in difficoltà in un clima di contrasti e tensioni⁵⁰.

Infatti, vi fu un forte ritardo nel recupero i livelli precedenti alla crisi e diversi Stati non usufruirono degli aiuti, subendo comunque l'onere di una “logica del rigore” che non aveva aiutato la ripresa⁵¹.

La crisi finanziaria determinò un contesto dove le carenze della politica potevano andare a compromettere il progetto dell'Unione, in quanto vi erano molteplici riflessi negativi di tali accadimenti sul piano sociale, come ad esempio la nascita di diversi movimenti anti Europa e che contestavano l'euro. Altra conseguenza importante fu il venir meno della fiducia degli investitori nei mercati andando ad indebolire i sistemi finanziari.

L'incertezza era alla base della spirale negativa che aveva alimentato i comportamenti negativi dei risparmiatori, andando a determinare un effetto moltiplicatore per quanto riguarda la diffusione delle turbolenze finanziarie⁵².

Ecco perché gli interventi dei pubblici poteri furono diversi a seconda dei Paesi, anche se alla base si cercava quanto più possibile di proteggere gli intermediari così da evitare un possibile fallimento del mercato. Gli Stati incapaci di ridurre il proprio debito, subirono una valutazione sfavorevole dei dati quantitativi che andavano a caratterizzare i loro conti pubblici. Questi furono interpretati come fattori di instabilità sistemica, andando a causare incertezze nei mercati, ed ecco configurato un contesto caratterizzato da preoccupazione e precarietà.

⁴⁸ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, Istituzioni e mercati finanziari, p. 24.

⁴⁹ A. Banfi, F. Di Pasquali, Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della Federal Reserve. p. 35

⁵⁰

⁵¹ F. Capriglione, La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato, in Riv. Trim. dir. Econ., 2017, n.2, p. 40

⁵² F. Capriglione, op. cit.

Altro elemento critico fu l'osservanza degli impegni assunti in sede europea: tali vincoli imposti dai vertici UE con molto rigore, senza flessibilità di applicare i parametri di Maastricht⁵³. Ecco che il perdurare della stagnazione, la grave disoccupazione, il disagio trasformato in povertà, portarono all'antipolitica e a diversi movimenti di protesta senza proposte, andando ad individuare nella contestazione all'euro il fantomatico obiettivo da perseguire.

Nel momento iniziale della crisi l'Inghilterra e la Germania, ritennero opportuno rimediare a tali esiti negativi andando a regolare il settore creditizio. Gli interventi normativi che si registrarono furono incentrati ad introdurre nuovi modelli per l'amministrazione straordinaria delle banche in crisi; ecco appunto la creazione di complessi disciplinari che, a livello d'impianto sistemico, andavano a riprendere le caratteristiche già vigenti nella legislazione italiana⁵⁴.

Tali provvedimenti avevano l'obiettivo di rendere minimo l'impatto negativo di un possibile fallimento degli intermediari, andando a rilevare subito i loro limiti, che erano legati alle difficoltà di pervenire, in modalità efficaci ed in tempi ristretti, alla risoluzione delle crisi.

La risoluzione della crisi era ostacolata sia dalle implicazioni rivenienti da inevitabili sovrapposizioni normative, sia dall'interazione tra autorità amministrative ed organi giurisdizionali nello svolgimento della procedura d'insolvenza, sia dalla realizzazione di forme di ristrutturazione e riorganizzazione di banche insolventi⁵⁵. L'approccio differente utilizzato dai vari paesi per risolvere la crisi era un vero e proprio fattore che andava ad impedire il conseguimento di un ottimale meccanismo di "risoluzione delle crisi bancarie" in Europa, i cui risultati non sempre apparivano soddisfacenti. I progressi sul piano dell'integrazione europea si potevano vedere solo passando da una logica incentrata sull'armonizzazione dei complessi dispositivi nazionali alla previsione di un modello disciplinare unitariamente valido per l'intero sistema UE⁵⁶.

Ecco appunto che passati 5 anni dall'insorgere della crisi finanziaria, l'Unione segnò una svolta in tale situazione, andando a ricercare modelli disciplinari adeguati agli obiettivi che si volevano perseguire, non solo per poter prevenire situazioni simili ma anche per superare le aziendali in cui potevano incorrere molti intermediari, tanto che la Commissione propose, con approvazione del Parlamento del Consiglio, la creazione di una "Unione bancaria europea". Ebbe inizio un processo che segnò la chiave di svolta in termini politici per raggiungere riequilibrio della realtà economico – finanziaria dei paesi membri dell'UE⁵⁷.

⁵³ F. Capriglione, La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato, in Riv. Trim. dir. Econ., 2017, n.2, p. 41.

⁵⁴ G. Adinolfi, M. Vellano (a cura di), La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici.

⁵⁵ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, Istituzioni e mercati finanziari.

⁵⁶ S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli. Ope. Cit.

⁵⁷ Porta, La struttura operativa del sistema europeo di banche centrali.

Nel 2010, sia le autorità fiscali che monetarie intervennero con un pacchetto di salvataggio di 110 miliardi di euro destinati alla Grecia. A seguire, invece, in Irlanda furono stanziati aiuti destinati a ripianare le perdite del sistema bancario con un piano di sostegno di 85 miliardi di euro.

Nell'anno successivo, nel 2011, la BCE, il FMI e l'Unione Europea stanziarono aiuti finanziari pari a 78 miliardi di euro al Portogallo. Ecco che a luglio dello stesso anno la situazione peggiorò anche in Spagna e in Italia, e come conseguenza si verificò un aumento dei rendimenti dei titoli pubblici decennali.

Per far fronte alla crisi l'Unione Europea diede vita al Fondo europeo di stabilità finanziaria noto come Fondo salva – Stati (FESF)⁵⁸.

Questa è una società di diritto lussemburghese, con la funzione di aiutare economicamente quegli Stati che riscontravano situazioni di difficoltà finanziarie, andando ad offrire prestiti e acquisti di titoli di Stato. Gli Stati, che si trovavano in una situazione di crisi e che quindi non riuscivano ad ottenere fondi dai mercati, venivano supportati dal FESF che reperiva l'ammontare necessario con agevolazioni in termini di tassi, in base alle garanzie offerte dai paesi membri, così che venivano trasformati in prestiti ai paesi in difficoltà.

Il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MES)⁵⁹, sostituì a luglio nel 2012 il FESF, con il regolamento UE n. 407/2010. Il MES doveva supportare gli Stati membri in condizioni di instabilità tanto grave da richiedere un intervento a sostegno, di intensità superiore a quello che erano in grado di fornire gli organi governativi nazionali, andando ad erogare prestiti o crediti circoscritti entro un determinato massimale ed un limitato arco temporale. Si creò un complesso di strutture e meccanismi procedurali che si sostituirono alle modalità di coordinamento segnate dall'incontro relazionale tra gli Stati; realizzò un progetto dove la costruzione di un sistema disciplinare fondato sul Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria assurgeva a presupposto dell'unificazione della normativa applicabile in ambito bancario e, dunque, dei canoni comportamentali cui devono attenersi gli appartenenti al settore.

Questo però non andava a definire solamente quelle regole prudenziali destinate ad assicurare la stabilità delle istituzioni creditizie ma tendeva anche a prevedere significativi cambiamenti della gestione delle crisi bancarie e dei sistemi di garanzia dei depositi⁶⁰. Vi era proprio un'interazione positiva tra il Meccanismo europeo di stabilizzazione e i sistemi centralizzati, per risolvere le crisi.

La crisi fece emergere diverse problematiche circa il risanamento delle banche che si trovavano in situazioni di grave difficoltà e pertanto come conseguenza anche ciò che era collegato a loro.

Nello specifico, emerge dal confronto tra i sistemi di gestione delle crisi che utilizzarono i diversi Stati membri, una capacità di reazione diversa nell'utilizzo degli strumenti di composizione delle situazioni patologiche riguardanti gli appartenenti al settore.

⁵⁸ A. Porta, La struttura operativa del sistema europeo di banche centrali.

⁵⁹ G. Adinolfi, M. Vellano (a cura di), La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici.

⁶⁰ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, Istituzioni e mercati finanziari.

3.2 Il 2010 e la crisi del debito sovrano

Nel corso del 2010 ed a seguire nel 2011 vi fu la crisi del debito sovrano, la quale ebbe origine dalla crisi finanziaria (2007-2009) dei mutui subprime. La crisi dei mutui subprime portò a mutui sempre più onerosi e ciò portò ad un aumento ingente di casi di insolvenze delle famiglie, andando anche a provocare perdite a quelle istituzioni finanziarie che erano responsabili nell'erogazione dei mutui.

Lo stato americano intervenne per salvare i grandi istituti di credito e anche tutto il sistema finanziario; tale crisi si trasformò in una vera e propria crisi globale interessando e indebolendo fortemente le economie europee.

È in Grecia, Portogallo e Irlanda, che ebbe origine la crisi del debito sovrano, e nel 2011 questa si estese anche in Spagna e Italia.

È proprio all'inizio del 2010 che si scoprì che la Grecia aveva manovrato i propri conti pubblici, così da soddisfare i parametri che erano stati imposti dall' UE. Ciò causò un sentimento di sfiducia che, considerando anche il rischio di default dello stesso paese e anche la crisi finanziaria, i paesi dell'Eurozona seguirono la Grecia, così da provocare peggioramenti del rischio sovrano e delle prospettive di crescita economica.

I mercati finanziari furono caratterizzati da gravi tensioni, dovute alle turbolenze di questi che aumentarono quando diverse agenzie di rating andarono ad abbassare il merito di credito di alcuni paesi e di conseguenza anche quello delle banche che avevano sede in quegli stessi stati.

Ciò causò oltre che un peggioramento del rischio sovrano nei diversi paesi europei, anche il declino del comparto dei titoli pubblici delle rispettive banche nazionali. Tale situazione di crisi era anche dovuta dalla stretta correlazione che vi era fra settore pubblico e sistema bancario.

La concessione di credito che offrivano gli istituti bancari vennero limitate, e questo perché il debito sovrano e il ribasso dei titoli pubblici peggiorarono. Oltre a un forte razionamento del credito, avvenne anche una brusca diminuzione di nuovi finanziamenti concessi, ma anche un razionamento in senso debole, ovvero la concessione di finanziamenti a condizioni talmente onerose da portare lo stesso debitore a rifiutare la proposta.

Nel corso del 2011, con l'aggravarsi della crisi economica in Italia e in seguito in Spagna, gli effetti si manifestarono in modo evidente sui mercati finanziari. In particolare, in Italia, la crisi si rifletté in un forte aumento dello spread, ossia il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani decennali (Btp) e quelli tedeschi (Bund), indicatori della crescente sfiducia degli investitori nella stabilità economica del Paese. Tale differenza è dovuto sia all'incremento del rischio di insolvenza dell'Italia ma anche allo "spostamento" di capitali da paesi percepiti come "più rischiosi" a paesi considerati come "meno rischiosi" (*flight to quality*). La situazione negativa in termini di spread era dovuta anche alla crisi di fiducia che gli operatori avevano, non per l'andamento negativo economico e finanziario del proprio paese. Come precedentemente detto l'UE, grazie al FESF, per attenuare la crisi andò ad intraprendere politiche di prestito e di ricapitalizzazione delle banche attraverso l'acquisto di titoli sovrani. Tale azioni non furono risolutive: durante gli anni successivi la BCE andò ad incrementare l'efficienza dei suoi interventi, attraverso l'attuazione del *Targeted Long Term Refinancing Operation* (TLTRO), andando ad offrire agli istituti di credito finanziamenti con scadenze a 4 anni. Anche questo non fu sufficiente a dare una spinta definitiva per far ripartire l'economia, in quanto il mercato era frammentato e il debito sovrano versava in una situazione disastrosa, ciò impedì la trasmissione degli stimoli positivi adottati dalla BCE all'economia reale.

Nel 2015, a Gennaio, fu approvato il programma EAPP, *quantitative easing*, ciò consentì di estendere il programma di acquisto di titoli sul mercato secondario anche all'acquisto di titoli pubblici, così da sperare in una ripresa da parte di quelli stati che furono colpiti maggiormente dalla crisi. Attraverso tale programma potevano essere acquistati titoli fino a 60 miliardi di euro mensili, e la quota di titoli che ciascun paese doveva acquistare venne determinata proporzionalmente al contributo che le banche centrali nazionali versavano al capitale della BCE.

Tale provvedimento voleva influenzare l'economia e l'intero sistema finanziario, andando a sfruttare e manipolare il tasso di interesse, tanto che la politica che fu adottata dalla BCE portò alla diminuzione della percezione del fallimento da parti degli stati Europei e anche un miglioramento delle finanze pubbliche dei paesi stessi.

Per comprendere appieno il forte legame tra rischio sovrano e rischio bancario, è importante comprendere il significato del rischio sovrano e i fattori chiave che lo influenzano. Il rischio sovrano può essere definito come qualsiasi rischio derivante dalla possibilità che un governo non ripaghi i propri debiti o sia inadempiente rispetto ai propri contratti di prestito.

In particolare quindi si riferisce al "*rischio di default di un governo estero su un prestito emesso (garantito) dallo stesso governo*⁶¹".

In riferimento al rischio sovrano questo è influenzato da diversi fattori, come:

- fattori di instabilità finanziaria del paese, ovvero nel caso in cui un paese sia caratterizzato da turbolenza economica e finanziaria, verrà considerato meno sicuro investire nel paese stesso.

⁶¹ BORSA ITALIANA, 2012. Rischio Sovrano [online].

- fattori reputazionali, ovvero alla condotta mantenuta dal governo in periodi precedenti, come ad esempio passate dichiarazioni di default, ritardo nei rimborsi.
- Fattori interni quali rischi economici, politici, tassi di cambio, situazionali e sociali. I rischi economici variano a seconda delle politiche economiche di un paese, delle prospettive di crescita economica e delle normative di mercato. I rischi politici sono associati a cambiamenti improvvisi a livello istituzionale, possibili conflitti all'interno della classe dirigente e nazionalizzazione. Il rischio di cambio dipende dall'andamento dei tassi di cambio e dalle loro fluttuazioni, che possono essere vantaggiose o svantaggiose per il governo stesso. Il rischio di posizione è legato alla posizione geografica del paese stesso. Questi rischi dipendono, in particolare, dall'impatto negativo di un possibile contagio da parte di paesi vicini in una situazione economica e politica critica o da paesi con una struttura economica simile, nonché dall'influenza del debito pubblico sulla percezione dei potenziali investitori riguardo alla qualità dei beni investimenti e influenza anche le decisioni di finanziamento. Il rischio sovrano può essere misurato dalle agenzie di rating in grado di valutarne il grado di rischio di fallimento sovrano.

3.3 BCE e FED nel decennio successivo alla crisi

Nel contesto storico, politico e sociale attuale, le banche centrali svolgono un ruolo importante nell'affrontare la crisi economica sulla scia della pandemia di COVID-19 e le istituzioni centrali, in particolare la Federal Reserve e la BCE, hanno acquistato titoli pubblici fornendo un oceano di liquidità per sostenere paesi, imprese e famiglie di fronte all'emergenza titoli privati. Per gestire la crisi si è dovuto abbandonare il programma di normalizzazione avviato dopo oltre un decennio di interventi straordinari per limitare l'impatto della crisi del 2008-2009. Le banche centrali hanno quindi inaugurato una nuova fase di politica monetaria espansiva, espandendo ulteriormente i propri bilanci. Nel 2021 la BCE ha confermato tassi di interesse, allocazione e durata del programma PEPP anti-pandemia, con un finanziamento complessivo di 1,85 trilioni di euro, fino alla fine di marzo del 2022. Per quanto riguarda il *quantitative easing*, gli acquisti proseguiranno al ritmo di 20 miliardi di euro al mese. Pertanto, nel primo rapporto economico del 2021 pubblicato dalla BCE nel gennaio dello stesso anno, la pandemia continuava a rappresentare un grave rischio per la salute pubblica e la società. I vaccini hanno mostrato fattori positivi per i mercati finanziari e l'economia americana, secondo la *Federal Reserve*.

La Federal Reserve americana ha concluso il 2021 come aveva chiuso l'anno precedente: nella sua prima riunione del 2021, ha deciso di mantenere il vaccino. La politica monetaria è rimasta invariata sotto tutti gli aspetti, confermando tassi di interesse nel range 0-0,25%, acquisti mensili di 80 miliardi di dollari in titoli di Stato e 40 miliardi di dollari in titoli garantiti da attività.

La FED è rimasta pronta a rivedere i suoi margini di manovra nel caso in cui venga a galla il rischio di non riuscire a centrare i suoi obiettivi sul lavoro, sull'inflazione e, in generale, sul contenimento degli effetti duraturi dell'epidemia.

BCE e FED, ognuna per la sua area geografica di competenza, confermano dunque la disponibilità a fare tutto il possibile per ridare fiato all'economia. E anche guardando al prossimo futuro, le aspettative dei mercati sul comportamento delle banche centrali sono per un prolungato sostegno alla ripresa delle economie messe in ginocchio dalla crisi.

3.4 Rischio di nuove crisi e prevenzioni delle stesse.

Nel corso del 2018 Wall Street ha ufficialmente registrato il più lungo periodo di rialzo nella storia degli Stati Uniti. Il problema furono le guerre commerciali innescate dai dazi introdotti dagli Stati Uniti.

Il 24 maggio 2018 il presidente Usa ha varato una serie di provvedimenti che diminuiscono i controlli introdotti con il *Dodd-Frank Wall Street Reform Act*, una legge varata da Obama per evitare il ripetersi della crisi.

Sembra quasi essere dimenticata la crisi del 2008: il mercato dei titoli derivati che furono una delle ragioni della catastrofe è cresciuto a livelli pre-crisi⁶².

Wall Street continua a operare come se nulla fosse accaduto, trader e dirigenti ricevono bonus multimilionari, la capacità di assumere rischi è la cosa più ricercata e alcune banche globali sono addirittura considerate "troppo grandi per fallire". più grande. A livello internazionale, comprende 4.444 banche cinesi e le quattro maggiori istituzioni finanziarie di origine cinese hanno triplicato le loro attività, inclusi depositi bancari, obbligazioni e azioni, negli ultimi 10 anni⁶³.

Yellen ha lasciato la carica di presidente della banca centrale americana, la Federal Reserve, garantendo che il sistema bancario è molto più forte di dieci anni fa e molto più capace di affrontare l'instabilità.

Gary Shilling, ex capo economista della banca Merrill Lynch, "prevede" cambi di rotta dell'economia americana. Lo ha fatto con successo negli anni '60, nel 1991 e con la crisi finanziaria del 2008, quando avvertì in tempi non sospetti che il boom immobiliare si sarebbe trasformato in una crisi. Ad oggi afferma, "*Vedo una crisi economica a partire da quest'anno con una probabilità che si realizzi pari a due terzi. Gli indicatori di recessione sono numerosi.*"

Shilling cita tra gli anticipatori di una nuova crisi economica, la curva dei rendimenti del Tesoro vicina ad un'inversione, la svendita azionaria di dicembre, l'indebolimento del settore immobiliare e della spesa dei

⁶² Le maggiori cinque banche d'affari americane, secondo una ricerca commissionata dal Financial Times, ne detengono per 157mila miliardi di dollari, il 12% in più dei livelli del 2007.

⁶³ La Industrial and Commercial Bank of China (IDCBF) è diventata la banca più grande del mondo.

consumatori. Inoltre, ci sono anche gli effetti del deterioramento delle economie europee e del rallentamento della crescita in Cina, sostiene ancora Shilling.

Oltre questi fattori di allerta Shilling non vede nessuna bolla importante nel breve termine.

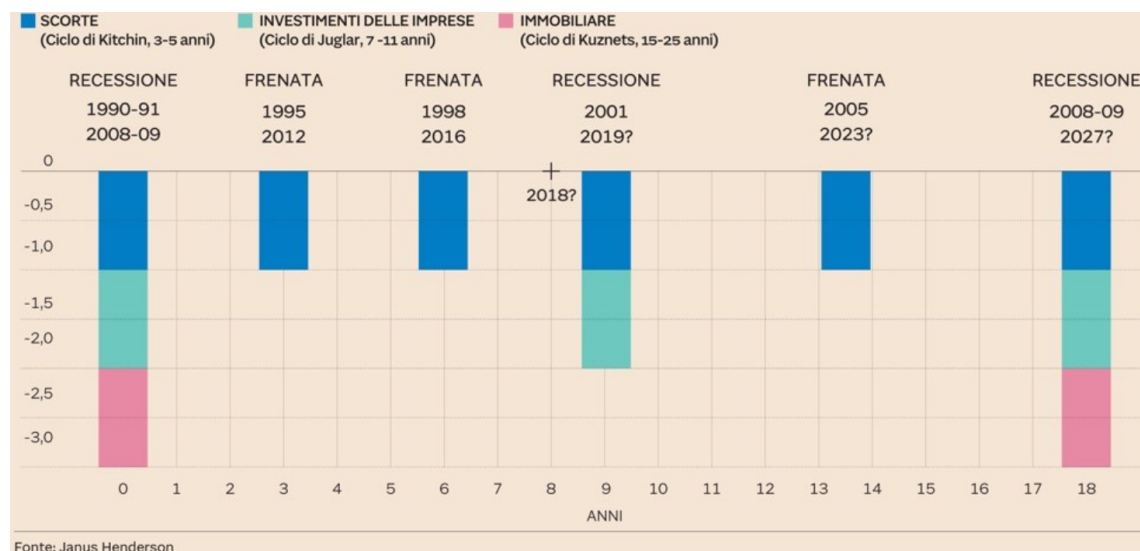
Simon Ward, consigliere economico della *Janus Henderson*, sostiene le idee sostenute da Gary Shilling *“I segnali di rallentamento della crescita globale, il braccio di ferro Cina-Usa sui dazi commerciali, le incertezze politiche dell’Eurozona e la mina Brexit tengono sulle spine gli economisti, ma non sono in grado di creare un corto circuito simile a quello visto nel 2008-2009”*.

L’analisi di Ward è basata sullo studio dei tre grandi cicli dell’economia:

1. scorte industriali, durata tra i 3-5 anni;
2. investimenti delle imprese, di media durata 7-11 anni;
3. settore immobiliare, 15-25 anni.

In caso di rallentamento sincronizzato si vanno a verificare le crisi finanziarie più profonde, come è avvenuto nel 2008-2009.

Figura 3.1: Cicli finanziari e recessione



Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-04-03/la-prossima-grande-crisi-sara-2027-dicono-3-cicli-dell-economia-184612.shtml?uuid=AB46ngkB>

Secondo Ward, la prossima coincidenza potrebbe verificarsi nel 2027, come mostrato nella Figura 3.1, e fino ad allora vedremo solo un rallentamento delle scorte e dei cicli di investimento, ma certamente non all’inizio

di questo secolo. Niente è paragonabile al caos di una grave crisi. Questo tipo di rallentamento economico è già iniziato, ma non è chiaro se questo sviluppo porterà a una recessione, poiché i cicli delle scorte e degli investimenti termineranno contemporaneamente nel 2019. Secondo Ward *«L'attuale frenata sarà sicuramente più marcata rispetto a quella sperimentata nel 2012 e nel 2016 e potrebbe trasformarsi in recessione, ma i dati in nostro possesso fino a questo momento non sono così negativi da rendere questo lo scenario centrale: sarà probabilmente necessario un ulteriore shock esterno, come per esempio una intensificazione della guerra commerciale fra Usa e Cina o una Brexit senza accordo, per renderla inevitabile»*.

Importante, risulta essere anche l'analisi dei mercati, in quanto l'analisi dei cicli economici, nello specifico quelli che riguardano le scorte, è rilevante per capire le loro prospettive nel breve-medio termine. Tanto che secondo Ward: *«Il rallentamento dura in genere attorno ai 18 mesi e, visto che in questo caso è iniziato nei primi mesi del 2018, mi aspetto possa protrarsi per altri sei mesi»*, andando a sottolineare come storicamente il fenomeno di inversione *«si sia rivelato un buon segnale di acquisto»*.

Conclusioni

Questo studio si concentra sulle cause che hanno portato allo scoppio della crisi finanziaria del 2008, con l'obiettivo particolare di evidenziare l'attuale interconnessione tra impresa e finanza. Sebbene sia stato il mercato immobiliare americano a causare questa crisi, il fatto che questa crisi sia paragonabile per certi aspetti alla Grande Depressione del 1929 è dovuto principalmente a un settore finanziario instabile e il settore ha svolto un ruolo particolare nell'amplificare la crisi. Infatti, secondo questa definizione, la Grande Recessione, conosciuta anche come Collasso Finanziario del 2008, è in realtà la peggiore crisi dal 1929 e rappresenta quindi un evento importante da analizzare e studiare. La crisi è diventata sempre più evidente nella sua natura sistemica, con perturbazioni senza precedenti che si sono estese dal mercato dei prodotti strutturati al mercato azionario, in particolare ai titoli delle società del settore finanziario, e si sono gradualmente diffuse in tutto il sistema finanziario, determinando un livello elevato crisi finanziaria. La relazione tra ansia è diventata chiara. Il contagio si è diffuso in Europa poiché le banche di alcuni paesi europei sono state direttamente o indirettamente esposte al fenomeno dei prestiti subprime.

L'aggravarsi della crisi ha spinto il governo americano a intervenire con un piano di salvataggio per il sistema finanziario e i grandi istituti di credito statunitensi, comprendente sia misure di nazionalizzazione che programmi di acquisto di titoli privati. Nel biennio 2007-2009, la dimensione del programma TARP (Troubled Asset Relief Program) per l'acquisto di titoli cartolarizzati, originariamente fissato a 700 miliardi di dollari, ha raggiunto un totale di 7,7 trilioni di dollari, con iniezioni in aumento. La FED deve sostenere banche e compagnie assicurative. Mercati bancari introdotti con tassi di interesse prossimi allo zero. In Europa, Northern Rock, il quinto istituto finanziario britannico specializzato in mutui immobiliari, è stato colpito per primo dalla crisi ed è stato oggetto di una corsa agli sportelli a metà settembre 2007. La Banca d'Inghilterra nazionalizzò l'istituto e gli dotò circa 110 miliardi di sterline. A questo intervento sono seguiti altri interventi come la ricapitalizzazione e l'acquisto di obbligazioni per sostenere diverse banche in crisi. Lo scopo di questo studio era quello di fornire un quadro generale riguardante l'inizio, la progressione e l'impatto della crisi finanziaria globale del 2007-2009. Infine, quasi un decennio dopo la crisi sopra menzionata, tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020, a Wuhan, in Cina, è scoppiata una malattia infettiva causata dalla famiglia di virus SARS-Covid, il cosiddetto Covid-19. Si diffuse rapidamente in molti paesi di tutti i continenti. Nella maggior parte dei casi, le persone che contraggono un'infezione possono riprendersi senza bisogno di cure particolari, grazie ai protocolli e alle cure già in atto. Tuttavia, nei casi più gravi, la malattia può peggiorare secondo dinamiche non ancora del tutto conosciute, portando al peggioramento di condizioni mediche pregresse (malattia polmonare in primis) e perfino alla morte. La crisi connessa alla diffusione della pandemia di Covid-19 è stata un evento epocale con conseguenze economiche e sociali diverse e potenti.

Bibliografia

Attali J., *La Crisi E Poi?*, Fazi Editore, 2009.

Bellomo, S. *Petrolio, Tutte Le Crisi Che Rischiano Di Riaccendere Il Prezzo Del Barile*. 4 Maggio 2019. <https://Www.ilsole24ore.Com/Art/Finanza-E-Mercati/2019-05-03/Petrolio-Tutte-Crisi-Che-Rischiano--Riac-cendere-Prezzo-Barile--204811.Shtml?Uuid=Abji94tb>

Bellomo, S. *Con La Paura Dei Dazi La Volatilità Torna A Regnare Sulle Materie Prime*. 8 Maggio 2019. <https://Www.ilsole24ore.Com/Art/Finanza-E-Mercati/2019-05-07/Con-Paura-Dazi-Volatilita-Torna-Regnar-e-Materie-Prime-204145.Shtml?Uuid=Abucfhvb>

Bernanke B., *La Federal Reserve E La Crisi Finanziaria, Quattro Lezioni*. Il Saggiatore, 2014

Cellino, M. *La Prossima Grande Crisi Sarà Nel 2027. Lo Dicono I 3 Cicli Dell'economia*. 5 Aprile 2019. <https://Www.ilsole24ore.Com/Art/Finanza-E-Mercati/2019-04-03/La-Prossima-Grande-Crisi-Sara-2027-Di-cono-3-Cicli-Dell-Economia-184612.Shtml?Uuid=Ab46ngkb>

Cellino, M. *Da Wall Street Ai Btp, Così Trump Ha Disegnato La Settimana Peggior Dell'anno Sui Mercati*. 11 Maggio 2019. <https://Www.ilsole24ore.Com/Art/Finanza-E-Mercati/2019-05-10/Da-Wall-Street-Btp-Cosi-Trump-Ha-Disegnato-Settimana-Peggior-Dell-Anno-Mercati--164242.Shtml?Uuid=Acgdmub45>

Chiminazzo, *Crisi, Ricchezza, Povertà. Nuovi Modelli Per Affrontare La Crisi E Costruire Nuovi Scenari*, 2009, P. 81.

F. Capriglione, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in Riv. Trim. dir. Econ., 2017, n.2.

F. Targetti, *Globalizzazione e crisi economica*, Astrid-online, Roma.

Fabrizi, Pier Luigi. *Finanza - IV edizione*. Italia, Egea, 2020.

G. Adinolfi, M. Vellano (A Cura Di), *La Crisi Del Debito Sovrano Degli Stati Dell'area Euro. Profili Giuridici*.

Gallino L. (2013), *Il Colpo Di Stato Di Banche E Governi – L'attacco Alla Democrazia In Europa*, Einaudi, Torino.

Longo, M. *Speculazione Sulla Volatilità Ai Massimi Storici, Allarme Sulle Borse*. 01 Maggio 2019. <https://Www.ilsole24ore.Com/Art/Finanza-E-Mercati/2019-04-29/Speculazione-Volatilita-Massimi-Storici-Allarme-Borse-184820.Shtml?Uuid=Abekhpsb>

Mariani, G. *Mutui Subprime E Lehman Brothers: Come Iniziò La Crisi Del 2008*. 2018. <https://Www.lettera43.It/Articoli/Economia/2018/09/15/Dieci-Anni-Crisi-2008-Lehman-Brothers-Mutui-Subprime/222958/>

Krugman P., *Il Ritorno Dell'economia Della Depressione E La Crisi Del 2008*, Garzanti, 2009.

Porta A., L'unione Economica E Monetaria. Come E Perché L'europa È Arrivata Fin Qui E Quali Sono Le Prospettive. Università Bocconi.

Spaventa, L. *La Grande Crisi Del Nuovo Secolo*. 2009.

[Http://Www.Treccani.It/Enciclopedia/La-Grande-Crisi-Del-Nuovo-Secolo_%28xxi-Secolo%29/](http://Www.Treccani.It/Enciclopedia/La-Grande-Crisi-Del-Nuovo-Secolo_%28xxi-Secolo%29/)

Shiller, R. J. (2008). Finanza shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime. Italia: EGEA.

U. Kregel, Uscire Dalla Crisi Finanziaria Statunitense: La Politica Domina L'economia Millenaria, Economia Politica.

Borsa Italiana, 2012. Rischio Sovrano [Online].

Sitografia

[VI. Le risposte di politica economica alla crisi - 79a Relazione annuale della BRI - Giugno 2009 \(bis.org\)](#)

www.ecb.europa.eu

www.federalreserve.gov

www.bis.org

www.orizzontipolitici.it

www.consob.it

<https://www.cnbc.com>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.worldbank.org/en/who-we-are/news/coronavirus-covid19>