



Dipartimento di Scienze Politiche

Cattedra di Diritto dell'Economia

**LA CRISI FINANZIARIA DEL 2008: CAUSE
SYSTEMICHE, RISPOSTE GIURIDICHE E IMPATTO
SUI PAESI DEL SUD GLOBALE**

Relatore:

Prof. Giuseppe Colavitti

Candidato:

Daniela Chiezzi

Matricola: 106002

ANNO ACCADEMICO 2024/2025

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1– Genesi della crisi e contesto normativo.....	9
Introduzione.....	9
1. Meccanismi finanziari e cause strutturali	10
1.1 Il modello della cartolarizzazione e il ruolo dei derivati	10
1.2 Il ruolo delle agenzie di rating e la sottovalutazione del rischio	12
1.3 Speculazione finanziaria e bolla immobiliare	15
1.4 Il ruolo della Federal Reserve e delle politiche monetarie espansive pre-crisi.	17
2. Deregolamentazione e fallimenti istituzionali	20
2.1 il quadro normativo pre-crisi.....	20
2.2 Il Commodity Futures Modernization Act (2000) e la deregolamentazione dei derivati OTC.....	23
2.3 Il fallimento delle istituzioni di controllo	25
2.4 Debolezza della SEC (Securities and Exchange Commission) nel monitorare i mercati	27
2.5 Il caso Lehman Brothers	29
3. Conclusione del capitolo	32
CAPITOLO 2 –La risposta giuridica alla crisi economica globale	34
Introduzione.....	34
1. Risposte immediate e misure straordinarie	35
1.1 Il programma TARP e il ruolo della Federal Reserve	35
1.2 Politiche monetarie espansive e quantitative easing	36

1.3 Conseguenze: speculazione, disuguaglianze, moral hazard	38
2. Il caso europeo.....	39
2.1 Interventi statali nei salvataggi bancari	39
2.2 Differenze tra approccio USA e UE	40
3. Le riforme strutturali	42
3.1. Stati Uniti: Dodd-Frank Act e regolazione bancaria	42
3.2 Basilea III: patrimonializzazione e liquidità	43
3.3 Unione Europea e BCE.	44
3.4 L'Unione Bancaria e i suoi limiti	46
4. Le politiche di austerità in Europa	47
4.1 Il ruolo della Troika e del FMI.....	47
4.2 Impatto sociale: welfare, salari e disuguaglianze	48
5. Conclusione del capitolo	50
CAPITOLO 3—Crisi, capitale e Sud globale: il caso della Colombia	52
Introduzione.....	52
1. La crisi vista dalla periferia	53
1.1 Perché la crisi del 2008 ha colpito anche i Paesi non centrali	53
1.2 Meccanismi di trasmissione della crisi nei Paesi in via di sviluppo	55
2. Il caso della Colombia	56
2.1 Effetti macroeconomici della crisi del 2008 sulla Colombia	56
2.2 Risposte istituzionali e quadro normativo nazionale	57
2.3 Il ruolo di FMI e Banca Mondiale	59
2.4 Impatto sociale sulla popolazione colombiana	61
3. Chiave di lettura marxiana	62
3.1 Marx e la crisi nei paesi periferici	62
3.2 Il capitale finanziario e la subordinazione del Sud globale.....	64
3.3 L'espansione del debito come forma di controllo	66
4. Conclusione	67
CAPITOLO 4 —conclusioni	69
Introduzione.....	69

1. Sintesi e riflessioni critiche	70
1.1 Le contraddizioni sistemiche del capitalismo	70
1.2 Limiti delle riforme post-crisi	72
1.3 Il ruolo del Sud globale nella riproduzione delle disuguaglianze	73
1.4 L'attualità del pensiero marxiano	74
1.5 Conclusione finale.....	74
BIBLIOGRAFIA	76

INTRODUZIONE

Quando ho iniziato a riflettere sul tema da affrontare per la mia tesi, non sono stata immediatamente attratta dall'economia o dalla finanza, ciò che mi ha spinto in questa direzione è stato qualcosa di più istintivo: il fatto che la crisi del 2008, nonostante sia accaduta più di 15 anni fa, influenzi ancora molti aspetti del mondo in cui viviamo oggi. Non è un evento distante, chiuso nei libri di scuola, ma è un evento che continua a fare eco nella nostra vita quotidiana, nel mercato del lavoro e nella fiducia (o mancanza di fiducia) delle persone nelle istituzioni.

La crisi non ha coinvolto soltanto banche e mercati finanziari, ma anche milioni di persone che hanno perso la casa, lavoratori che hanno perso il loro impiego e giovani il cui futuro è divenuto improvvisamente incerto. Mi sono interrogata su come un evento finanziario nato negli Stati Uniti, abbia potuto generare conseguenze tanto catastrofiche da estendersi su scala globale, mi sono chiesta inoltre perché queste crisi continuino a ripetersi e perché l'instabilità sembri essere intrinseca al modo in cui funzionano le nostre economie.

Questa curiosità mi ha portato ad esplorare sia il lato tecnico della crisi, che i suoi nodi strutturali. In particolare, mi sono soffermata sul ruolo delle scelte politiche, dei processi di deregolamentazione e dei meccanismi finanziari globali nel rendere il sistema economico così vulnerabile. Ho iniziato a pormi interrogativi più ampi, non soltanto circa le cause della crisi, ma anche riguardo a ciò che essa rivela riguardo il funzionamento del capitalismo contemporaneo e su chi in definitiva, ne paga il prezzo quando le cose vanno male.

La crisi del 2008 mi è parsa dunque il punto di partenza ideale per avviare una riflessione più ampia, mi ha consentito di mettere insieme prospettive diverse: economiche, giuridiche e sociali, per cercare di cogliere un quadro complessivo più articolato. Nel farlo, ho realizzato che per comprendere veramente la crisi, sarebbe stato necessario interrogare a fondo il sistema che l'ha generata.

Mentre approfondivo le radici della crisi e le sue implicazioni più ampie, ho compreso che le spiegazioni puramente economiche o giuridiche non erano sufficienti, avevo bisogno di un quadro interpretativo che potesse connettere i meccanismi economici alle dinamiche sociali, che mi aiutasse a capire le relazioni di potere che hanno plasmato l'economia globale, ed è per questo motivo che mi sono rivolta a Marx.

La mia scelta di adottare la teoria marxiana non è di natura ideologica. Non considero Marx come qualcuno che fornisce risposte definitive, ma piuttosto come uno strumento critico attraverso il quale esaminare le strutture del capitalismo, specialmente nei momenti di crisi. Le sue riflessioni riguardo il capitale fittizio, le crisi cicliche e l'integrazione diseguale dei paesi nel mercato globale mi hanno aiutata a inquadrare molte delle domande emerse durante questa ricerca.

Ad esempio, la distinzione marxiana tra capitale produttivo e non produttivo, si è rivelata utile per interpretare la finanziarizzazione dell'economia e il predominio della logica speculativa sulla produzione reale. La sua analisi della tendenza alla caduta del saggio di profitto e del conseguente bisogno del capitale di trovare nuove forme di accumulazione offre un'importante chiave di lettura per comprendere l'esplosione del credito, del debito e dei prodotti finanziari rischiosi che hanno portato al collasso nel 2008.

La prospettiva di Marx è essenziale nello studio della dimensione globale della crisi, i suoi concetti di sfruttamento e dipendenza rimangono ancora oggi rilevanti per comprendere come il Sud globale assorba spesso le conseguenze delle crisi originate nel Nord globale; il caso della Colombia, analizzato nel terzo capitolo, ha reso questo legame ancora più evidente.

Ho scelto dunque di rifarmi a Marx, non per difendere il suo rigido modello teorico, ma perché avevo bisogno di strumenti che mi permettessero di andare oltre le apparenze e stimolare un pensiero critico. In un contesto in cui i discorsi economici mainstream spesso si limitano a confermare lo status quo, Marx mi ha offerto una prospettiva alternativa da cui partire per interrogare il sistema.

Questa tesi è strutturata in 4 capitoli, ciascuno dei quali analizza un aspetto specifico della crisi del 2008 da una prospettiva multidisciplinare. L'obiettivo non è solo ricostruire gli

eventi, ma anche interpretarli criticamente all'interno di un contesto teorico e socioeconomico più ampio. La progressione dei capitoli riflette un percorso che parte dalle radici tecniche della crisi, attraversa le risposte politiche e istituzionali, si concentra sulle sue conseguenze sociali e infine propone una riflessione sul sistema capitalistico considerato nella sua totalità.

Il primo capitolo si focalizzerà sulle cause strutturali della crisi. Analizzerà come, strumenti finanziari come la cartolarizzazione, i derivati e i CDS abbiano contribuito alla fragilità sistemica del sistema finanziario, verrà esplorato il ruolo della deregolamentazione nei decenni precedenti alla crisi, come l'abrogazione del Glass-Steagall Act, che ha favorito la crescita incontrollata di pratiche finanziarie ad alto rischio.

Il secondo capitolo esaminerà le risposte legali e istituzionali messe in atto dopo la crisi, distinguendo tra interventi di emergenza, (come i salvataggi bancari attraverso programmi come il TARP negli Stati Uniti o gli aiuti statali in Europa), e le riforme normative a lungo termine, come il Dodd-Frank Act e Basilea III. Il capitolo analizzerà anche le politiche di austerità implementate in diversi paesi europei sotto la guida della Commissione Europea e della Troika, valutandone le conseguenze sociali e interrogandosi sulla loro reale efficacia.

Il terzo capitolo sposterà l'attenzione sul Sud globale, con particolare enfasi sulla Colombia come caso di studio. Qui, la tesi esplorerà i meccanismi attraverso cui la crisi, pur essendo nata negli Stati Uniti e in Europa, abbia avuto un impatto anche sulle economie periferiche. Verranno analizzati i vari canali di trasmissione, come il commercio internazionale, gli investimenti esteri e il debito e successivamente verranno illustrate le modalità con le quali, i paesi come la Colombia abbiano vissuto sia pressioni esterne che vulnerabilità interne. Il capitolo comprenderà inoltre un'analisi marxiana del sistema capitalistico globale, specialmente per quanto riguarda la subordinazione strutturale dei paesi più poveri, il ruolo delle istituzioni finanziarie internazionali e l'espansione del debito come strumento di controllo e accumulazione.

Il quarto ed ultimo capitolo offrirà una riflessione più ampia e profonda sulla crisi del 2008, e su ciò che essa rivela riguardo alle contraddizioni del capitalismo contemporaneo. Attraverso una lente marxiana, il capitolo cercherà di connettere le diverse dimensioni

analizzate nel corso della tesi e di proporre uno sguardo critico sul futuro, toccando questioni aperte come la sostenibilità, la digitalizzazione, le nuove forme di instabilità e la necessità di una riflessione teorica più profonda.

CAPITOLO 1– Genesi della crisi e contesto normativo

Introduzione

La crisi finanziaria del 2008 non è emersa dal nulla. Per molti anni prima del collasso, erano già presenti segnali di instabilità, sebbene largamente ignorati. Questo capitolo si propone di esplorare le cause profonde della crisi, sia a livello finanziario che giuridico. L'obiettivo è quello di capire come determinati strumenti finanziari come la cartolarizzazione e i derivati, combinati a un contesto più ampio di deregolamentazione, abbiano creato le condizioni ideali per uno dei più gravi collassi economici della storia recente.

Ciò che accadde nel 2008 non fu semplicemente un errore ma la conseguenza di una serie di scelte sbagliate. Fu il risultato di un sistema divenuto troppo complesso, speculativo e sempre più scollegato dall'economia reale. L'innovazione finanziaria, che teoricamente avrebbe dovuto ridurre il rischio e migliorare l'efficienza dei mercati, finì invece per amplificarne la fragilità. Parallelamente, il quadro regolatorio che avrebbe dovuto limitare i comportamenti aggressivi venne progressivamente smantellato o indebolito.

Comprendere queste dinamiche è essenziale non solo per spiegare le cause della crisi stessa, ma anche per coglierne il significato più profondo come riflesso delle contraddizioni strutturali del sistema capitalistico globale. In questo capitolo, analizzeremo in primo luogo il modo in cui i meccanismi come la cartolarizzazione e i CDS abbiano contribuito alla creazione di una crisi sistemica. In questo modo, il capitolo, pone le basi per il resto della tesi, mostrando come la crisi del 2008 non sia stato un evento isolato, ma il prodotto di dinamiche più profonde sia nella finanza che nel piano giuridico.

1. Meccanismi finanziari e cause strutturali

1.1 Il modello della cartolarizzazione e il ruolo dei derivati

La cartolarizzazione è un processo nel quale le istituzioni finanziarie raggruppano insieme vari tipi di debiti, come mutui, prestiti auto, o debiti delle carte di credito, e li trasformano in titoli negoziabili che gli investitori possono acquistare¹. L'obiettivo primario della cartolarizzazione è quello di permettere alle banche e agli istituti di credito di liberare capitale, consentendogli di concedere più prestiti e allo stesso tempo trasferire il rischio creditizio agli investitori.

Uno degli strumenti di cartolarizzazione più comuni erano le mortgage backed securities (MBS): prodotti finanziari garantiti da aggregati di mutui immobiliari². Questi titoli venivano classificati in diverse fasce di rischio, le fasce senior erano considerate a basso rischio, ricevendo la priorità nel pagamento, mentre le fasce junior erano caratterizzate da un rischio maggiore, ma allo stesso tempo offrivano un potenziale ritorno superiore³. Nei primi 2000, la domanda delle MBS decollò, inducendo le aziende finanziarie primarie a concedere in modo incauto mutui subprime, cioè prestiti rilasciati a cattivi pagatori con alta probabilità di inadempienza⁴. Molti di questi avevano un tasso di interesse variabile, il che significa che inizialmente il mutuario era soggetto ad una tassazione minima, ma col tempo i tassi d'interesse cominciavano a lievitare. In seguito all'aumento dei prezzi nel settore immobiliare, sia gli investitori che i debitori presupposero che eventuali inadempienze sarebbero state compensate dall'aumento del valore delle abitazioni. In ogni caso, quando nel 2007 esplose la bolla del settore immobiliare, i mutuari subprime iniziarono a non adempiere ai pagamenti dei loro mutui ad un ritmo allarmante, la conseguenza fu che il valore delle MBS crollò, causando una forte pressione finanziaria

¹ Financial Crisis Inquiry Commission (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. U.S. Government Publishing Office.

² Federal Reserve Bank of St. Louis (2008). The Subprime Mortgage Crisis: Underwriting Standards, Loan Modifications, and Securitization.

³ Gorton, G. (2009). Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007. National Bureau of Economic Research.

⁴ Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. Journal of Economic Perspectives, 23(1), 77-100.

per le istituzioni che avevano investito enormemente su di loro⁵. Questo segnò l'inizio di una reazione a catena che in ultima istanza portò al collasso degli istituti finanziari principali.

Congiuntamente alla cartolarizzazione, un altro strumento che ebbe un ruolo fondamentale nella crisi fu il mercato dei derivati. Il derivato è un contratto finanziario il cui valore dipende dal prezzo di un asset sottostante, come un'azione, un'obbligazione o un titolo di debito⁶. Negli anni che precedettero la crisi, tra i derivati più diffusi vi furono i "credit default swaps"(CDS): contratti assicurativi dove l'acquirente versava un premio a un emittente (di solito una banca) in cambio di protezione finanziaria in caso di default⁷. Questi strumenti inizialmente venivano utilizzati come misura di protezione contro il rischio di inadempienza sulle MBS, ma divennero velocemente strumenti speculativi, infatti, molte istituzioni compravano CDS su titoli che nemmeno possedevano, essenzialmente scommettevano sull'insolvenza finanziaria. Una delle problematiche principali dei CDS fu la mancanza di trasparenza e di regolamentazione. Questi contratti venivano scambiati nel mercato ombra 'over-the-counter' e dato che erano accordi privati tra istituzioni (invece di venir liquidati attraverso un mercato centrale), non c'era nessuna certezza su quale fosse il livello di rischio che le aziende si stavano assumendo⁸.

Mentre la crisi avanzava, molte istituzioni che avevano venduto CDS si ritrovarono nell'incapacità di adempiere alle loro obbligazioni, contribuendo ad una crisi di liquidità sistemica. In aggiunta, le aziende finanziarie cominciarono ad utilizzare una pratica chiamata "cartolarizzazione sintetica", nella quale i nuovi titoli venivano creati sulla base dei derivati anziché sugli asset. I "synthetic collateralized debt obligations" (CDO's) ne erano un esempio perfetto: questi strumenti non contenevano veri e propri mutui, ma

⁵ Stulz, R. M. (2010). Credit Default Swaps and the Credit Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 24(1), 73-92.

⁶ Borsa Italiana. "Derivati." *Glossario Finanziario*.

⁷ Duffie, D. (2011). *How Big Banks Fail and What to Do About It*. Princeton University Press.

⁸ U.S. Securities and Exchange Commission (2010). *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*.

erano composti da contratti CDS di altri titoli⁹. Tutto questo creò una rete interconnessa e complessa di rischio finanziario, che rese quasi impossibile stabilire la vera esposizione al rischio delle istituzioni.

Quando le inadempienze sui mutui subprime aumentarono, i fornitori di CDS furono costretti a pagare enormi somme di denaro, e poiché molte aziende erano sia acquirenti che fornitori di CDS, la crisi si diffuse a macchia d'olio nel sistema finanziario¹⁰. Società come The American International Group (AIG), la quale aveva venduto un'enorme quantità di CDS senza avere abbastanza riserve per coprire le perdite, ebbero bisogno dell'intervento del governo per prevenire il collasso totale¹¹.

Dunque, la cartolarizzazione ha permesso alle istituzioni finanziarie di trasferire il rischio creditizio agli investitori, tuttavia, gli investitori necessitavano di una corretta valutazione del rischio che si stavano assumendo con questi strumenti derivati, ed è qui che entrarono in gioco le agenzie di rating.

1.2 Il ruolo delle agenzie di rating e la sottovalutazione del rischio

Le agenzie di rating (CRA's), tra le principali la Moody's, Standards & Poor's e Fitch, erano responsabili della valutazione dell'affidabilità creditizia dei prodotti finanziari, in particolare delle MBS e dei CDO. Le loro valutazioni influenzavano significativamente la fiducia degli investitori e giocavano un ruolo cruciale nel determinare l'andamento dei mercati finanziari. Tuttavia, negli anni che hanno preceduto la crisi, le CRA hanno sistematicamente sottostimato il rischio, contribuendo alla diffusione del disallineamento dei prezzi degli strumenti finanziari, aggravando l'instabilità del mercato¹²

⁹ Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A., & Boesky, H. (2010). Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 458.

¹⁰ Fender, I., & Mitchell, J. (2009). The Future of Securitisation: How to Align Incentives. BIS Quarterly Review, September 2009.

¹¹ Crotty, J. (2009). Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'. Cambridge Journal of Economics, 33(4), 563-580.

¹² Financial Crisis Inquiry Commission (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. U.S. Government Publishing Office.

Le agenzie di rating del credito si occupano di stabilire la probabilità di insolvenza degli strumenti di debito, assegnandogli un rating che varia da AAA (qualità più alta, rischio minimo) allo status di junk (titoli estremamente speculativi). Queste valutazioni sono ampiamente utilizzate da investitori istituzionali, come banche, fondi pensione e compagnie assicurative, per determinare il rischio dei loro prodotti¹³.

Durante il boom immobiliare nei primi anni 2000, le istituzioni finanziarie emisero un grande volume di MBS e di CDO garantiti da mutui subprime. Le agenzie di rating assegnarono valutazioni AAA a molti di questi prodotti strutturati, implicando che fossero investimenti a basso rischio. Ciononostante, queste valutazioni si basavano su modelli statistici difettosi, che sottostimavano la probabilità di default diffusi sui mutui¹⁴; le agenzie presumevano che i prezzi delle case sarebbero continuati a salire indefinitivamente, rendendo le MBS appetibili in quanto sembravano più sicure di quanto non fossero realmente¹⁵. Quando i tassi di insolvenza dei mutui subprime iniziarono a salire nel 2006/2007, il rischio reale legato a questi titoli divenne evidente, pertanto, le agenzie di rating declassarono migliaia di MBS e CDO che inizialmente detenevano punteggi altissimi; questo provocò un panico di massa tra gli investitori, il quale culminò nella vendita in massa di questi strumenti finanziari.

Uno dei fattori fondamentali che ha portato alle valutazioni errate è stato il conflitto d'interesse inerente al modello di business delle agenzie di rating. Al contrario degli auditors indipendenti, le agenzie di rating operavano attraverso un modello "issuer pays", nel quale le stesse istituzioni emittenti pagavano le agenzie per valutare i loro titoli¹⁶. Questo sistema creava un forte incentivo per le CRA's ad emettere valutazioni favorevoli, assicurandosi che le istituzioni continuassero ad utilizzare il loro servizio¹⁷. Anche la competizione tra agenzie giocò un ruolo cruciale nell'inflazione delle valutazioni: dato

¹³ Borsa Italiana. "Significato e funzionamento delle Agenzie di Rating." Borsa Italiana.

¹⁴ White, L. J. (2010). The Credit Rating Agencies and the Subprime Debacle. *Critical Review*, 21(2-3), 389-399.

¹⁵ Draghi, M. (2008). Testimony to the Italian Senate on the Financial Crisis. Available through Banca d'Italia archives.

¹⁶ Bloomberg – Elliot Blair Smith (2008). Bringing Down Wall Street as Ratings Let Loose Subprime Scourge. Bloomberg.com, Sept. 24, 2008.

¹⁷ European Securities and Markets Authority (ESMA) (2016). Annual Report on Supervision of Credit Rating Agencies.

che le istituzioni potevano scegliere a quali agenzie far valutare i propri prodotti, quelle che fornivano valutazioni più severe rischiavano di perdere il loro business, a favore di competitori più indulgenti¹⁸. La mancanza di trasparenza nelle metodologie di valutazione permise ulteriormente agli emittenti di strutturare i titoli in modo da massimizzare artificialmente i ratings, occultando il rischio nascosto¹⁹.

Visto che molti investitori istituzionali si basavano sulle valutazioni delle CRA's per guidare le loro decisioni riguardo gli investimenti, i rating eccessivamente ottimistici sugli MBS e CDOs ebbero effetti catastrofici: fondi pensione, banche e compagnie assicurative investirono una grande quantità di capitale in questi titoli, credendoli privi di rischio²⁰, questo ampliò il mercato dei mutui subprime, alimentando la bolla immobiliare e rendendo il sistema finanziario ancora più vulnerabile al collasso²¹. Quando le agenzie di rating iniziarono a declassare i CDO e MBS nel 2007/2008 ciò provocò una vendita massiva dei titoli, generando una carenza di liquidità nel mercato finanziario, poiché le istituzioni che possedevano un gran numero di questi asset declassati avevano subito gravi perdite. La sfiducia ormai diffusa nelle agenzie di rating aggravò il panico finanziario, contribuendo ulteriormente al congelamento globale del credito²².

In risposta alla crisi, sia l'Unione Europea che i regolatori italiani introdussero delle riforme per aumentare la responsabilità e la trasparenza delle CRA's. Tra le principali misure adottate ci furono: EU regulation n 1060/2009, introdusse la registrazione obbligatoria e un meccanismo di controllo per le CRA's, assicurando maggiore trasparenza nelle metodologie di valutazione²³, l'european securities and market authority (ESMA), istituita nel 2011 per supervisionare direttamente le agenzie di rating operanti

¹⁸ Sacasa, Noël (IMF, 2008). Preventing Future Crises. Finance & Development Magazine, Dec. 2008.

¹⁹ Gennaioli, F., Bosetti, L. (2012). La governance delle agenzie di rating. Università di Brescia Working Paper.

²⁰ IOSCO (2008). Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies – Revised. May 2008.

²¹ Fender, I., & Mitchell, J. (2009). The Future of Securitisation: How to Align Incentives. BIS Quarterly Review, September 2009.

²² Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A., & Boesky, H. (2010). Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 458.

²³ Crotty, J. (2009). Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'. Cambridge Journal of Economics, 33(4), 563-580.

nell'unione europea, eliminando i gap normativi nazionali²⁴, il Regulation eu n 462/2013("CRA3"), implementò regole più severe sui conflitti d'interesse, più trasparenza nelle valutazioni e responsabilità civile per le agenzie colpevoli di cattiva condotta²⁵. In Italia, la banca d'Italia e il CONSOB si rivelarono fondamentali nell'applicazione di queste, assicurandosi che le CRA's operassero sotto uno scrutinio più severo²⁶

1.3 Speculazione finanziaria e bolla immobiliare

I rating eccessivamente ottimistici crearono dunque un falso senso di sicurezza tra gli investitori, che alimentò la speculazione finanziaria; analizziamo ora come quest'ultima abbia contribuito alla formazione e al conseguente scoppio della bolla immobiliare, che portò alla crisi finanziaria del 2008.

Nei primi anni 2000, gli Stati Uniti sperimentarono un periodo di 'credit boom', guidato dai bassi tassi d'interesse stabiliti dalla FED e dalle pratiche di prestito deregolate²⁷. Queste politiche resero più semplice rilasciare prestiti, portando ad un aumento della domanda di abitazioni e ad una rapida crescita del valore degli immobili²⁸. Molti acquirenti, attratti dalla facilità di ottenere prestiti e dai mutui a tasso variabile, entrarono nel mercato credendo che i prezzi degli immobili sarebbero continuati a crescere indefinitamente²⁹. Allo stesso tempo le banche ampliarono in maniera aggressiva l'erogazione di prestiti subprime, concedendo mutui a mutuari con bassi punteggi di

²⁴ European Court of Auditors (2016). EU supervision of Credit Rating Agencies – well established but not yet fully effective, Special Report No. 22/2015.

²⁵ Levin, C., & Coburn, T. (2011). Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse. U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations.

²⁶ CONSOB (2010). La regolamentazione delle agenzie di rating nell'Unione Europea.

²⁷ Financial Crisis Inquiry Commission (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. U.S. Government Publishing Office.

²⁸ Bernanke, B. S. (2010). Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. Testimony to the Financial Crisis Inquiry Commission.

²⁹ Levitin, A. J., & Wachter, S. M. (2020). The Great American Housing Bubble: What Went Wrong and How We Can Protect Ourselves in the Future. Harvard University Press.

credito e un alto rapporto debito/ reddito³⁰. Questi prestiti rischiosi inizialmente avevano tassi d'interesse bassi, questi però sarebbero aumentati molto con gli anni, creando dei rischi finanziari nascosti sia per i mutuari che per il mercato nel suo complesso³¹.

Mentre i prezzi delle case continuavano a salire, gli investimenti speculativi divennero sempre più diffusi. Molti acquirenti comprarono immobili non per scopi abitativi, ma con l'intenzione di rivenderle velocemente ad un prezzo più alto³². Quest'attività speculativa inflazionò ulteriormente la bolla immobiliare, scollegando il valore delle proprietà dai fondamentali economici reali³³.

Un'altra attività speculativa molto diffusa era la pratica dell'“home equity loans”, nella quale i proprietari di immobili prendevano denaro in prestito, usando come garanzia l'aumento di valore delle loro proprietà, aumentando la loro esposizione generale al debito³⁴. Come risultato, sia gli investitori che gli ordinari proprietari di case divennero altamente indebitati, rendendo il sistema finanziario più fragile³⁵. Il ruolo delle istituzioni finanziarie fu centrale nell'alimentazione di questa speculazione sfrenata. Le banche e gli istituti di credito incentivarono l'emissione di prestiti ad alto rischio, spesso usando pratiche di prestito fraudolente, ad esempio falsificando i redditi dei mutuari, per qualificarli ad ottenere prestiti più ingenti³⁶. Questi prestiti rischiosi erano poi cartolarizzati e trasformati in MBS e CDO, successivamente venivano venduti a investitori in tutto il mondo³⁷. Le banche d'investimento e le hedge funds amplificarono ulteriormente la speculazione usando i CDS per scommettere sulle performance degli

³⁰ Panitch, L., & Gindin, S. (2012). *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire*. Verso Books.

³¹ Minsky, H. P. (1992). *The Financial Instability Hypothesis*. Levy Economics Institute.

³² Acharya, V. V., Richardson, M., Van Nieuwerburgh, S., & White, L. J. (2011). *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton University Press.

³³ Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W. W. Norton & Company.

³⁴ Gennaioli, F., Bosetti, L. (2012). *La governance delle agenzie di rating*. Università di Brescia Working Paper.

³⁵ Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A., & Boesky, H. (2010). *Shadow Banking*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 458.

³⁶ Fender, I., & Mitchell, J. (2009). *The Future of Securitisation: How to Align Incentives*. BIS Quarterly Review, September 2009.

³⁷ Crotty, J. (2009). *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'*. Cambridge Journal of Economics, 33(4), 563-580.

asset legati ai mutui³⁸. Questi prodotti finanziari creavano un falso senso di sicurezza visto che gli investitori presumevano che il rischio fosse distribuito e diversificato³⁹. In realtà, il sistema era estremamente interconnesso rendendolo vulnerabile al collasso⁴⁰.

Tra il 2006 e il 2007 i prezzi degli immobili smisero di crescere e molti mutuari con mutui a tasso variabile non poterono più permettersi di pagare le loro rate mensili a seguito del rialzo dei tassi d'interesse⁴¹. I pignoramenti aumentarono drasticamente, portando ad una rapida discesa del valore delle MBS e dei CDO, i quali erano le fondamenta degli investimenti speculativi⁴².

Mentre il panico si diffondeva le banche e le istituzioni finanziarie che detenevano questi asset affrontarono perdite severe, scatenando una crisi di liquidità e un meltdown finanziario globale⁴³. L'esplosione della bolla immobiliare espose la fragilità del sistema finanziario.

1.4 Il ruolo della Federal Reserve e delle politiche monetarie espansive pre-crisi.

La speculazione finanziaria incontrollata e la bolla immobiliare non sono state soltanto delle conseguenze delle dinamiche di mercato, ma sono state scolpite da politiche macroeconomiche più ampie. In particolare, l'approccio della banca centrale verso i tassi

³⁸ European Court of Auditors (2016). EU Supervision of Credit Rating Agencies – Well Established but Not Yet Fully Effective, Special Report No. 22/2015.

³⁹ Levin, C., & Coburn, T. (2011). Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse. U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations.

⁴⁰ CONSOB (2010). La regolamentazione delle agenzie di rating nell'Unione Europea.

⁴¹ Acharya, V. V., Richardson, M., Van Nieuwerburgh, S., & White, L. J. (2011). Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance. Princeton University Press.

⁴² Stiglitz, J. E. (2010). Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy. W. W. Norton & Company.

⁴³ Gennaioli, F., & Bosetti, L. (2012). La governance delle agenzie di rating. Università di Brescia Working Paper.

d'interesse e l'espansione del credito durante i primi anni 2000 ha giocato un ruolo cruciale nell'alimentazione dell'assunzione eccessiva di rischi e l'instabilità finanziaria.

A seguito dell'esplosione della bolla delle dot-com e la recessione del 2001, la Federal Reserve sotto la guida di Alan Greenspan, agì con una politica monetaria espansionistica aggressiva. Per stimolare la crescita economica, la FED abbassò i fondi federali dal 6,5% nel 2000 all'1% a metà del 2003⁴⁴. L'intenzione era quella di incoraggiare il credito, gli investimenti e la creazione di posti di lavoro. Tuttavia, il lungo periodo di tassi d'interesse storicamente bassi ebbe delle conseguenze inattese⁴⁵. Il credito a basso costo aumentò artificialmente la domanda di abitazioni portando ad una rapida crescita dei prezzi delle case. Molte persone che prima non potevano permettersi una casa riuscirono ad ottenere mutui a bassi tassi d'interesse⁴⁶. Allo stesso tempo le istituzioni finanziarie colsero l'occasione di espandere il credito ipotecario, in particolar modo attraverso i mutui subprime, caratterizzati da alti tassi di interesse e spesso concessi senza condurre un controllo adeguato della situazione creditizia⁴⁷.

Arrivati al 2004, cominciarono ad emergere preoccupazioni riguardo l'eccesso di liquidità nei mercati finanziari. La FED, sempre sotto la guida di Greenspan iniziò ad aumentare gradualmente i tassi d'interesse, raggiungendo il 5,25% a metà del 2006⁴⁸. Tuttavia, questa misura tardiva fu insufficiente a raffreddare il mercato immobiliare poiché le banche e gli investitori avevano già costruito un network esteso di MBS e derivati, collegato al settore immobiliare⁴⁹.

⁴⁴ Financial Crisis Inquiry Commission (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. U.S. Government Publishing Office.

⁴⁵ Bernanke, B. S. (2010). Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. Testimony to the Financial Crisis Inquiry Commission.

⁴⁶ Taylor, J. B. (2009). Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis. Hoover Institution Press.

⁴⁷ Greenspan, A. (2010). The Crisis. Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2010.

⁴⁸ Rajan, R. G. (2010). Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy. Princeton University Press.

⁴⁹ Mishkin, F. S. (2011). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. Journal of Economic Perspectives, 25(1), 49-70.

La disponibilità di credito a basso costo, non solo spinse i consumatori ad assumersi dei debiti eccessivi, ma spinse anche le banche e le istituzioni finanziarie verso pratiche di prestito più rischiose. Invece dei tradizionali mutui a tasso fisso, i creditori iniziarono ad offrire mutui a tasso variabile (ARM) i quali erano caratterizzati da tassi inizialmente bassi ma che sarebbero aumentati esponenzialmente dopo un paio d'anni⁵⁰. I mutuari erano spesso inconsapevoli del reale costo dei loro mutui, credevano che il prezzo delle abitazioni sarebbe continuato a salire indefinitivamente, permettendo loro di rifinanziare prima dell'aumento dei tassi⁵¹.

Allo stesso tempo le banche d'investimento e gli hedge fund, cercando rendimenti più elevati in un ambiente di tassi bassi, investirono massicciamente sulle MBS e sui CDO. Questi prodotti finanziari strutturati, spesso garantiti da mutui subprime, venivano qualificati come aaa dalle agenzie di rating nonostante il loro insito rischio⁵². Questo creava un'illusione di stabilità mentre le istituzioni finanziarie mondiali riempivano i loro bilanci con asset che sarebbero poi diventati senza valore⁵³.

Una delle conseguenze principali delle policy della Federal Reserve fu l'espansione della zona d'ombra del sistema bancario, dove gli operatori finanziari non tradizionali come i fondi d'investimento e le società di intermediazione ipotecaria, operavano con vigilanza normativa minima⁵⁴. Queste istituzioni si approfittavano delle condizioni monetarie favorevoli per aumentare il livello di leva finanziaria ed estendere il credito ben oltre i livelli di sicurezza⁵⁵. Nonostante gli avvertimenti di alcuni economisti, la Federal Reserve non riuscì ad adottare delle misure preventive per regolamentare queste pratiche di

⁵⁰ Acharya, V. V., Richardson, M., Van Nieuwerburgh, S., & White, L. J. (2011). *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton University Press.

⁵¹ Gennaioli, F., Bosetti, L. (2012). *La governance delle agenzie di rating*. Università di Brescia Working Paper.

⁵² Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A., & Boesky, H. (2010). *Shadow Banking*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 458.

⁵³ Fender, I., & Mitchell, J. (2009). *The Future of Securitisation: How to Align Incentives*. BIS Quarterly Review, September 2009.

⁵⁴ Crotty, J. (2009). *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'*. Cambridge Journal of Economics, 33(4), 563-580.

⁵⁵ Levin, C., & Coburn, T. (2011). *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*. U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations.

prestito rischiose. Alan Greenspan difese la posizione della FED, sostenendo che non fosse il compito della banca centrale intervenire nelle bolla speculativa, e che le forze del mercato avrebbero corretto gli eccessi autonomamente ⁵⁶.

Tuttavia, mentre i tassi d'interesse iniziarono a salire nel 2006, molti mutuatati subprime non furono più in grado di ripagare i loro prestiti, portando ad un drastico crollo dei prezzi delle abitazioni. Visto che molte istituzioni erano esposte a questi MBS, la crisi si diffuse velocemente all'interno del sistema finanziario, culminando nel collasso della Lehman Brothers nel settembre 2008⁵⁷. A questo punto, la Federal Reserve, ora con a capo Ben Bernanke, fu costretta ad intervenire aggressivamente implementando delle politiche monetarie senza precedenti, che includevano tassi d'interesse prossimi allo zero e acquisti di asset in larga scala (quantitative easing) per stabilizzare il sistema bancario⁵⁸.

Ma come è stato possibile che le istituzioni finanziarie si prendessero dei rischi così alti con così poca supervisione? La risposta risiede nell'ondata di deregolamentazione finanziaria che ha rimodellato l'industria, permettendo alle banche d'investimento e quelle commerciali di fondersi in maniere che precedentemente erano vietate.

2. Deregolamentazione e fallimenti istituzionali

2.1 il quadro normativo pre-crisi

Dopo la grande depressione, il congresso statunitense approvò il Glass-Steagall Act (1933), per prevenire i fallimenti bancari che avevano contribuito al collasso economico ⁵⁹. Questa legge separava le attività delle banche commerciali (deposit taking and lending)

⁵⁶ Cecchetti, S. G. (2008). Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008. CEPR Discussion Paper No. DP7028.

⁵⁷ Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press.

⁵⁸ Blinder, A. S. (2013). After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead. Penguin Press.

⁵⁹ Purnanandam, A. (2011). Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis. Review of Financial Studies, 24(6), 1881-1915.

da quelle d'investimento (trading and underwriting securities), riducendo i conflitti d'interesse e le attività speculative ⁶⁰.

Tuttavia, alla fine del XX secolo, le istituzioni finanziarie fecero pressioni per la deregolamentazione, sostenendo che il Glass-Steagall act fosse datato e limitasse la competizione nel mercato globale ⁶¹. Questa pressione portò all'approvazione del Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) nel 1999, che abrogò efficacemente le disposizioni chiave del Glass-Steagall Act e permise alle banche commerciali e d'investimento di unirsi ⁶². L'abrogazione del Glass-Steagall Act permise la crescita dei conglomerati finanziari, come il Citigroup e il Jpmorgan Chase, che combinarono i prestiti commerciali, servizi bancari e assicurativi ⁶³. Queste mega-banche giocarono un ruolo cruciale nell'espansione delle MBS e dei CDO, che successivamente collassarono durante la crisi finanziaria ⁶⁴. Con l'eliminazione delle barriere normative, le banche commerciali guadagnarono l'accesso a mercati finanziari più rischiosi, portando ad un drammatico aumento delle attività speculative ⁶⁵. Le banche ora potevano usufruire dei depositi assicurati per finanziare operazioni di trading ad alto rischio, il che aumentava il rischio sistemico e amplificava le perdite potenziali ⁶⁶. Una delle conseguenze principali della deregolamentazione fu la crescita del mercato ombra, un network di istituzioni finanziarie non bancarie, come fondi d'investimento, hedge funds e veicoli d'investimento strutturati (SIVs) ⁶⁷. Queste entità operavano al di fuori delle tradizionali normative bancarie,

⁶⁰ Stiglitz, J. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W.W. Norton & Company.

⁶¹ Krugman, P. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W.W. Norton & Company.

⁶² Financial Crisis Inquiry Commission (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*. U.S. Government Publishing Office. Disponibile su:

⁶³ Blinder, A. S. (2013). *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. Penguin Books.

⁶⁴ Acharya, V. V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2009). The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18(2), 89-137.

⁶⁵ Claessens, S., Kose, M. A., Laeven, L., & Valencia, F. (2014). *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*. International Monetary Fund.

⁶⁶ Rajan, R. G. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press.

⁶⁷ Gorton, G. B. (2010). *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007-2009*. Oxford University Press.

permettendogli di assumersi livelli di indebitamento eccessivi e di investire in titoli garantiti dai mutui subprime⁶⁸.

I critici sostengono che l'abrogazione del Glass-Steagall Act abbia contribuito direttamente alla crisi del 2008, poiché incoraggiava le banche a divenire sempre più aggressive nella concessione di prestiti e nella cartolarizzazione⁶⁹. Tuttavia, alcuni economisti ritengono che altri fattori come la proliferazione dei derivati complessi e il fallimento della gestione del rischio, abbiano giocato un ruolo ancora più determinante⁷⁰.

A metà degli anni 2000, le grandi istituzioni finanziarie divennero così interconnesse che il loro fallimento avrebbe potuto destabilizzare l'intera economia globale⁷¹. Il concetto delle "too big to fail" emerse quando queste istituzioni accumularono enormi rischi sapendo che probabilmente sarebbero state salvate dal governo in caso di fallimento⁷². Durante la crisi, aziende come la Lehman Brothers, la Bears Stearns, e la Merrill Lynch (tutte avevano beneficiato della deregolamentazione), collassarono sotto il peso dei loro investimenti nei mutui ad alto rischio⁷³. Al contrario, le banche che avevano ricevuto l'aiuto del governo, come Citigroup e la banca d'America sono sopravvissute, ma ciò costò miliardi di dollari di fondi pubblici⁷⁴.

⁶⁸ Admati, A., & Hellwig, M. (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It*. Princeton University Press.

⁶⁹ Levin, C., & Coburn, T. (2011). *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*. U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations.

⁷⁰ Fender, I., & Mitchell, J. (2009). *The Future of Securitisation: How to Align Incentives*. BIS Quarterly Review, September 2009.

⁷¹ Borio, C. (2014). *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?* Journal of Banking & Finance, 45, 182-198.

⁷² Cecchetti, S. G. (2008). *Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008*. CEPR Discussion Paper No. DP7028.

⁷³ Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

⁷⁴ Blinder, A. S. (2013). *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. Penguin Press.

2.2 Il Commodity Futures Modernization Act (2000) e la deregolamentazione dei derivati OTC.

La deregolamentazione non si fermò alla semplice rimozione delle barriere tra diversi tipi di istituzioni finanziarie, ma si estese anche agli strumenti finanziari da esse negoziati. Il Commodity Future Modernization Act svolse un ruolo cruciale in questo processo.

Prima che il Commodity future Modernization act venisse approvato, il quadro normativo per il trading dei derivati negli USA era ambiguo. Sia la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) che la Securities and Exchange Commission (SEC) avevano delle giurisdizioni sovrapposte, creando incertezza nel crescente mercato dei derivati⁷⁵. In particolare, i CDS e altri prodotti strutturati finanziari stavano diventando sempre più popolari tra le istituzioni finanziarie, ma nonostante questo non vi erano regole chiare riguardo il loro scambio e la loro supervisione⁷⁶. Il CFMA, approvato nel dicembre del 2000, aveva l'obiettivo di garantire certezza legale ai mercati dei derivati e promuovere l'innovazione finanziaria⁷⁷. La legge era fortemente supportata dalle maggiori istituzioni finanziarie e dai gruppi industriali, che sostenevano che l'eccessiva regolamentazione avrebbe ostacolato l'efficienza del mercato⁷⁸. Tuttavia, la conseguenza a lungo termine di questa legislazione fu la rimozione delle tutele fondamentali, permettendo al trading dei derivati di espandersi senza alcun controllo normativo⁷⁹. Uno degli aspetti più controversi del CFMA era l'esenzione esplicita dei derivati OTC dalla supervisione della CFTC e della SEC. Questo significa che le istituzioni finanziarie erano in grado di negoziare strumenti finanziari complessi come i CDS e gli swap sui tassi d'interesse senza essere soggetti ai requisiti standard di trasparenza o di riserva di capitale⁸⁰. Questa legge

⁷⁵ Levitt, A. (2000). Testimony Concerning S. 2697, The Commodity Futures Modernization Act of 2000. U.S. Securities and Exchange Commission.

⁷⁶ Lukken, W. (2008). It's a Matter of Principles. Commodity Futures Trading Commission.

⁷⁷ Schapiro, M. L. (2009). Testimony Concerning the Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009. U.S. Securities and Exchange Commission.

⁷⁸ Banca d'Italia. (2020). The Regulatory Cycle in Banking. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers).

⁷⁹ Brown-Hruska, S. (2003). Remarks Before the International Energy Credit Association. Commodity Futures Trading Commission.

⁸⁰ Phillips, K. (2008). Bad Money: Reckless Finance, Failed Politics, and the Global Crisis of American Capitalism. Penguin Books.

impediva agli stati di regolamentare il trading speculativo sui derivati, assicurandosi che questi strumenti rimanessero largamente al di fuori di ogni forma di supervisione governativa⁸¹. Un'altra disposizione chiave del CFMA riguardava la classificazione degli strumenti finanziari ibridi, i quali combinavano elementi di derivati e titoli tradizionali. Assicurandosi che questi prodotti non venissero classificati sotto un'esistente normativa finanziaria, la legge incoraggiava le banche e le hedge funds a sviluppare strumenti sempre più complessi e strutturati, molti dei quali sarebbero poi stati al centro della crisi finanziaria⁸².

La deregolamentazione dei derivati otc con il CFMA ha avuto conseguenze profonde che sono diventate evidenti con il crollo del sistema finanziario nel 2008. Con la rimozione della supervisione normativa, le istituzioni finanziarie hanno incrementato il trading speculativo su derivati complessi, spesso senza comprendere a pieno i rischi associati a questi strumenti⁸³. La possibilità di scambiare derivati senza trasparenza portò a un'esplosione nel volume dei CDS, visto che gli investitori li usavano non solo come strumenti di copertura ma anche come scommesse speculative sugli MBS⁸⁴.

La mancanza di un sistema centralizzato di compensazione per i derivati OTC ha ampliato il rischio sistemico. A differenza dei derivati scambiati in borsa, i contratti OTC erano accordi privati tra le controparti, ciò significa che non c'era un'entità centrale che garantisse l'abilità delle controparti di onorare gli impegni finanziari⁸⁵. Questo divenne un grave problema quando le grandi istituzioni iniziarono a fallire sui loro obblighi contrattuali. Il collasso dell'American International Group (AIG) nel 2008 è stato uno degli esempi di questo fenomeno. La compagnia aveva accumulato un'esposizione massiva ai CDS sui titoli garantiti da mutui, ma senza lasciare da parte una quantità

⁸¹ Acharya, V. V., Richardson, M., Van Nieuwerburgh, S., & White, L. J. (2011). *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton University Press.

⁸² Rajan, R. G. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press.

⁸³ Levin, C., & Coburn, T. (2011). *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*. U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations.

⁸⁴ Phillips, K. (2008). *Bad Money: Reckless Finance, Failed Politics, and the Global Crisis of American Capitalism*. Penguin Books.

⁸⁵ Acharya, V. V., Richardson, M., Van Nieuwerburgh, S., & White, L. J. (2011). *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton University Press.

sufficiente di capitale per coprire le potenziali perdite⁸⁶. Quando il mercato immobiliare collassò e i mutui subprime iniziarono a registrare delle insolvenze, l'AIG si ritrovò con miliardi in passività scoperte e necessitò dell'aiuto del governo USA per prevenire un collasso sistematico più ampio⁸⁷.

La CFMA favorì anche una rapida crescita del sistema bancario ombra, incoraggiando le istituzioni finanziarie a partecipare in operazioni fuori bilancio, attraverso gli Structured Investment Vehicles (SIV) e Special Purpose Entities (SPE)⁸⁸. Queste entità, che operavano al di fuori delle tradizionali normative bancarie, erano coinvolte nel trading dei derivati OTC e amplificavano l'instabilità finanziaria, oscurando il vero livello di rischio nel sistema finanziario⁸⁹. Questo fallimento nella regolamentazione era solo parte di un problema più grande: l'incapacità delle istituzioni di stabilire le necessarie supervisioni e salvaguardie che avrebbero potuto mitigare l'assunzione eccessiva di rischio che ha portato alla crisi.

2.3 Il fallimento delle istituzioni di controllo

Una delle criticità era la natura frammentata del sistema di regolamentazione degli Stati Uniti. Molte agenzie includendo la Securities and Exchange Commission(sec), la CTFC e vari regolatori statali, avevano responsabilità sovrapposte. Questa frammentazione portò a delle lacune nella supervisione, dove alcune attività finanziarie sfuggirono ad un controllo efficace⁹⁰. Secondo l'analisi degli esperti finanziari della Duke law, questa

⁸⁶ Rajan, R. G. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press.

⁸⁷ Levin, C., & Coburn, T. (2011). *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*. U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations.

⁸⁸ Stout, L. A. (2011). *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*. *Harvard Business Law Review*, 1, 1-38.

⁸⁹ International Monetary Fund. "Shadow Banking and Market Based Finance." 14 settembre 2017. Accesso 6 maggio 2025. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/13/sp091417-shadow-banking-and-market-based-finance>.

⁹⁰ Duke Law News. (2017). *Duke Law financial experts analyze regulation before and after the 2008-2009 financial crisis*.

sistema dispersivo e diviso in compartimenti stagni ha contribuito alla crisi finanziaria del 2008 2009⁹¹.

Gli enti regolatori fallirono nel riconoscere e mitigare il rischio sistemico associato alla rapida crescita dei complessi prodotti finanziari. La proliferazione delle MBS e dei CDO, combinati con standard di prestito permissivi, creò una bolla immobiliare. Tuttavia, i regolatori non adottarono adeguate misure per limitare l'indebitamento eccessivo e il rischio assunto da parte delle istituzioni finanziarie⁹². La commissione d'inchiesta della crisi finanziaria concluse che questa crisi sarebbe potuta essere evitata e individuò fallimenti diffusi nella regolamentazione finanziaria, includendo gravi carenze nel corporate governance ed eccessivi indebitamenti sia da parte delle famiglie che di Wall street⁹³.

L'assenza di un robusto meccanismo di protezione dei consumatori permise alle pratiche di prestito predatorie di proliferare. La mancanza di un intervento normativo per imporre standard più severi esasperò la crisi⁹⁴. La Federal Reserve Bank di St Louis ha evidenziato che una scarsa valutazione della capacità di rimborso e l'assenza di acconti significativi hanno compromesso molti mutui⁹⁵.

La natura globale dei mercati finanziari richiedeva sforzi regolatori internazionali coordinati, che purtroppo sono risultati insufficienti. Le disparità negli standard normativi tra i vari paesi hanno permesso alle istituzioni finanziarie di sfruttare le differenze normative per ottenere dei vantaggi, pratica nota come arbitraggio regolatorio. Questa mancanza di coordinazione ha contribuito alla diffusione dell'instabilità finanziaria oltre i confini nazionali⁹⁶. Il fondo monetario internazionale ha evidenziato che i regolatori

⁹¹ Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States.

⁹² Federal Reserve Bank of St. Louis. (2017). Why Didn't Bank Regulators Prevent the Financial Crisis?.

⁹³ International Monetary Fund. (2008). Preventing Future Crises. Finance & Development, December 2008.

⁹⁴ Bank for International Settlements. (2010). The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis.

⁹⁵ European Central Bank. (2009). La crisi finanziaria: sfide e risposte.

⁹⁶ Banca d'Italia. (2009). La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane.

che le banche centrali hanno fallito nel riconoscere adeguatamente e affrontare il rischio sistemico legato alla rapida crescita del credito e alle bolle speculative sugli asset⁹⁷

2.4 Debolezza della SEC (Securities and Exchange Commission) nel monitorare i mercati

La Securities and Exchange Commission (SEC) era responsabile del controllo dei mercati immobiliari statunitensi e della protezione degli investitori. Nonostante il suo mandato regolatorio, la SEC ha fallito nel prevenire l'assunzione eccessiva dei rischi, le attività fraudolente e le manipolazioni del mercato, contribuendo in maniera significativa alla crisi. Uno dei più grandi fallimenti della SEC è stata la sua incapacità di regolamentare le grandi banche d'investimento efficacemente. Nel 2004, l'agenzia allentò la "net capital rule", permettendo agli istituti come la Lehman Brothers, la Bear Stearns e la Merrill Lynch di aumentare i propri rapporti di leva finanziaria drasticamente⁹⁸. Questo cambio normativo permise alle istituzioni finanziarie di accumulare debiti enormi rispetto al loro capitale, rendendole vulnerabili al crollo del mercato⁹⁹. Al momento dello scoppio della crisi, alcune banche presentarono rapporti di leva superiori a 30:1, ossia avevano preso in prestito oltre 30 volte il loro capitale disponibile¹⁰⁰. La decisione della SEC di permettere questa espansione della leva finanziaria è ampiamente vista come un grave fallimento regolatorio, che ha ampliato l'instabilità finanziaria¹⁰¹.

Oltre alla sua tolleranza verso le banche d'investimento, la SEC ha anche fallito nell'identificare e prevenire grandi frodi finanziarie. Il caso più noto fu quello dello

⁹⁷ Federal Deposit Insurance Corporation. (2025). *Three Financial Crises and Lessons for the Future*.

⁹⁸ U.S. Securities and Exchange Commission (2008). SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities.

⁹⁹ Labaton, S. (2008). Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt. The New York Times.

¹⁰⁰ U.S. Financial Crisis Inquiry Commission (2011). The Financial Crisis Inquiry Report.

¹⁰¹ Coffee, J. C. (2009). What Went Wrong? An Initial Inquiry into the Causes of the 2008 Financial Crisis. Columbia Law School.

schema ponzi di Bernard Madoff, che causò una perdita di oltre 50 miliardi di dollari¹⁰². Nonostante i molteplici avvertimenti da parte degli analisti finanziari e degli insider dell'industria riguardo ai rendimenti sospettosamente alti e costanti di Madoff, la SEC ignorò o investigò superficialmente queste denunce per quasi un decennio¹⁰³. Quando lo schema finalmente collassò nel 2008, divenne evidente che i meccanismi di enforcement della SEC fossero insufficienti e che mancassero delle adeguate metodologie di valutazione del rischio¹⁰⁴.

Un altro problema che compromise l'efficacia della SEC furono le sue risorse limitate. L'agenzia aveva problemi nel monitorare i complessi mercati finanziari in rapida evoluzione, in particolare i derivati e i prodotti finanziari strutturati come i CDO e i CDS¹⁰⁵. Sebbene questi strumenti giocassero un ruolo importante nella crisi finanziaria, la SEC era carente nelle competenze necessarie e del personale per regolamentarli efficacemente¹⁰⁶.

Inoltre, la limitata giurisdizione della SEC le impedivano di controllare l'intero sistema finanziario. La regolamentazione era suddivisa tra diverse agenzie, tra cui la Federal Reserve, la CFTC e i regolatori statali, creando dei vuoti di supervisione¹⁰⁷. Le istituzioni finanziarie sfruttavano questi cavilli normativi, partecipando ad attività ad alto rischio fuori dalla supervisione della sec¹⁰⁸.

Una delle critiche più rilevanti alla SEC fu la sua suscettibilità alla cattura regolatoria, una situazione nella quale i regolatori finanziari divenivano troppo allineati con gli

¹⁰² U.S. Securities and Exchange Commission (2009). Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff's Ponzi Scheme.

¹⁰³ Financial Stability Oversight Council (2011). 2011 Annual Report. U.S. Department of the Treasury.

¹⁰⁴ Government Accountability Office (GAO) (2009). Financial Regulation: A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the U.S. Financial Regulatory System.

¹⁰⁵ Banca d'Italia (2009). La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane.

¹⁰⁶ Federal Reserve Bank of St. Louis (2017). Why Didn't Bank Regulators Prevent the Financial Crisis?

¹⁰⁷ European Central Bank (2009). La crisi finanziaria: sfide e risposte.

¹⁰⁸ Labaton, Stephen. "Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt." The New York Times. 3 ottobre 2008.

interessi delle industrie che dovevano controllare. Molti alti funzionari della SEC avevano stretti legami con le aziende di Wall Street, il che portò ad un approccio normativo più permissivo¹⁰⁹. Questo conflitto d'interessi scoraggiò azioni rigorose di enforcement, permettendo a pratiche finanziarie problematiche di persistere non controllate¹¹⁰.

Inoltre, negli anni precedenti alla crisi, le azioni di enforcement della SEC diminuirono significativamente, così come le sanzioni imposte alle istituzioni finanziarie, che raggiunsero livelli storicamente bassi¹¹¹. Questa mancanza di disciplina normativa incoraggiò ulteriormente le banche e gli hedge funds ad assumersi rischi eccessivi, aggravando l'instabilità finanziaria¹¹².

2.5 Il caso Lehman Brothers

Come parte di un'analisi più ampia del quadro normativo pre-crisi, il collasso della Lehman Brothers nel settembre 2008 segnò una svolta drammatica nella crisi finanziaria. Fino a quel momento, il governo degli Stati Uniti era già intervenuto per supportare altre istituzioni in difficoltà come la Bear Stearns e la Fannie Mae e Freddie Mac, creando l'impressione che non avrebbero lasciato fallire nessuna grande azienda. Ma quando la Lehman Brothers dichiarò la bancarotta, quell'impressione crollò, insieme ad una buona parte della stabilità di mercato.

La Lehman Brothers era una grande banca d'investimento, profondamente coinvolta nella speculazione immobiliare e nel commercio delle MBS. Tra il 2003 e il 2007, la banca aveva aggressivamente espanso il proprio bilancio, investendo miliardi in asset legati ai mutui subprime, scommettendo che il boom immobiliare sarebbe continuato. Già nel

¹⁰⁹ Financial Stability Board (2011). Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions.

¹¹⁰ Cox, James D., e Thomas L. Hazen. "Revolving Elites: The Unexplored Risk of Capturing the SEC." *The Georgetown Law Journal* 107, n. 2 (2019): 261–312.

¹¹¹ International Monetary Fund (IMF) (2009). Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF.

¹¹² Velikonja, Urska. "Reporting Agency Performance: Behind the SEC's Enforcement Statistics." *Cornell Law Review* 101, n. 4 (2016): 901–952.

2006, la Lehman divenne la più grande collocatrice di MBS negli USA, una posizione rischiosa da mantenere in caso d'inversione del mercato¹¹³.

Quando i prezzi delle abitazioni cominciarono a crollare e i tassi d'insolvenza sui subprime ad aumentare, il valore di questi titoli crollò. La Lehman era esposta su molteplici fronti: aveva una scarsa gestione del rischio, elevatissimi rapporti di leva finanziaria (30:1) e capitale insufficiente ad assorbire le perdite¹¹⁴. Mentre la fiducia nella banca diminuiva, il prezzo delle azioni crollava, e le agenzie di rating abbassavano le valutazioni. Nel settembre 2008, la compagnia provò a cercare un acquirente, vi furono negoziazioni con Barclays e con la Banca d'America, ma entrambi gli accordi fallirono. Barclays in particolare si ritirò perché i regolatori britannici si rifiutarono di approvare l'accordo senza garanzie da parte degli USA, e Washington si rifiutò di fornirle¹¹⁵.

La decisione del governo statunitense di non salvare la Lehman fu uno dei momenti più controversi della crisi. Vi furono diverse motivazioni che portarono a questa scelta: innanzitutto invocarono il principio del "moral hazard"; Il segretario del tesoro Henry Paulson e il presidente della FED Ben Bernanke, sostenevano che i continui salvataggi avrebbero mandato un messaggio pericoloso a Wall street: le aziende possono assumersi rischi illimitati aspettandosi la protezione del governo¹¹⁶. La Lehman secondo la loro visione doveva essere un esempio: non tutte le compagnie sarebbero state salvate. Inoltre, erano presenti dei vincoli legali. Secondo Bernanke la Lehman non disponeva di garanzie sufficienti per ottenere prestiti d'emergenza dalla fed, secondo la sezione 13(3) del Federal Reserve Act. Senza un acquirente privato e una base legale per l'intervento, il governo lasciò procedere verso l'azienda verso la bancarotta¹¹⁷. Alcuni critici sostengono che questa fosse una scusa di natura politica e che se avessero realmente voluto salvare la Lehman avrebbero trovato un modo, ma in ogni caso, la decisione oramai era stata

¹¹³ Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. U.S. Government Publishing Office.

¹¹⁴ Labaton, S. (2008). Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt. The New York Times.

¹¹⁵ Lehman's Fall to Earth: The Last Hours of a Wall Street Giant." The Guardian. 3 settembre 2009.

¹¹⁶ Paulson, H. M. (2010). On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System. Business Plus.

¹¹⁷ Bernanke, B. (2010). Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission.

presa. Infine, il clima politico stava diventando sempre più ostile ai salvataggi di Wall Street. Il salvataggio della Bear Stearns era stato ampiamente criticato, l'opinione pubblica si stava rivoltando contro l'uso dei fondi dei contribuenti per salvare le banche in fallimento. In questo contesto, Paulson e altri funzionari temevano un contraccolpo politico in caso fossero intervenuti di nuovo¹¹⁸.

Tuttavia, le conseguenze furono severe. La bancarotta della Lehman scatenò un'ondata di panico di massa nel mercato finanziario globale. Le banche smisero di prestarsi denaro tra loro, la liquidità scomparve dal giorno alla notte, il tutto culminò con il credit crunch. La bancarotta causò perdite tra le istituzioni finanziarie esposte alla posizione della Lehman riguardo al debito e ai derivati. Il Reserve Primary Fund, un importante fondo del mercato monetario, "ruppe la parità" a causa delle sue esposizioni sulla Lehman, scatenando una corsa ai rimborsi e diffondendo la paura di un collasso sistemico¹¹⁹

Di tutta risposta il governo statunitense cambiò rapidamente strategia. Nel giro di pochi giorni nazionalizzò l'AIG, iniettando capitale nelle banche attraverso il programma TARP e la FED avviò nuove linee di credito d'emergenza. In breve, la Lehman non fu salvata, ma il suo fallimento portò a interventi da parte dello stato più massicci che mai¹²⁰. L'ironia è che il tentativo di tracciare una linea con la Lehman ha solo intensificato la crisi, forzando i policymakers ad andare ancora più in là con i loro sforzi per contenere il danno.

A posteriori, molti economisti e giuristi sostengono che lasciare fallire la Lehman sia stato un gravissimo errore, non perché la compagnia si meritasse di essere salvata, ma perché il sistema non era pronto ad assorbire il suo collasso. A differenza della AIG o della Bear Stearns, la Lehman non era inserita in un chiaro processo di salvataggio, e i regolatori hanno sottostimato il rischio sistemico che la sua bancarotta avrebbe comprato. La sua

¹¹⁸ Stewart, James B. "Eight Days." *The New Yorker*, 21 settembre 2009.

¹¹⁹ U.S. Treasury. (2009). *The Financial Crisis Response*.

¹²⁰ Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). Causes of the Financial Crisis. *Critical Review*, 21(2–3), 195–210.

caduta espose le fragilità della finanza globale e il fallimento delle istituzioni normative a prepararsi a uno scenario del genere¹²¹.

3. Conclusione del capitolo

La crisi del 2008 non è stata causata da un singolo problema, ma dalla combinazione di diverse debolezze strutturali, che si sono sviluppate nel tempo, attraverso il sistema capitalistico del quale discuteremo più avanti. Ciò che è accaduto è stato il risultato dell'accumulazione di una serie di contraddizioni: economiche, politiche e finanziarie, che sono esplose nello stesso momento. Uno degli elementi chiave, è stata la speculazione finanziaria, specialmente nel settore immobiliare. Gli investitori trattavano gli immobili come un prodotto su cui speculare, spingendo i prezzi sempre più in alto. Questo ha portato alla creazione di una grande bolla, disconnessa dall'economia reale e dalla stabilità economica delle persone che acquistavano queste proprietà. Quando la bolla finalmente è scoppiata, gli effetti si sono diffusi a macchia d'olio in tutto il sistema finanziario.

Ma la speculazione da sola non era sufficiente a creare un disastro di questa portata, ciò è stato reso possibile da anni di deregolamentazione, nei quali il settore finanziario ha ottenuto sempre più margine di manovra per creare strumenti finanziari rischiosi, mescolando le attività delle banche tradizionali con quelle d'investimento. Senza regole severe, le banche hanno potuto vendere e impacchettare gli asset tossici, moltiplicando il livello del rischio senza che ci fosse nessuno a controllarlo realmente. Questo ci ha portato a un altro problema fondamentale: il fallimento delle istituzioni pubbliche: le agenzie normative non comprendevano, (o non volevano agire), il rischio crescente del sistema.

In conclusione, la crisi è stata la soluzione logica a un sistema dove il profitto rappresentava lo scopo supremo, anche a costo della stabilità a lungo termine. La

¹²¹ "The Collapse of Lehman Brothers: A Case Study." Investopedia.

speculazione, la bolla finanziaria, la deregolamentazione e la scarsa supervisione hanno creato una tempesta perfetta. Questo capitolo ha provato a spiegare la connessione fra le varie cause della crisi, e come queste non riflettano solo i problemi tecnici, ma anche le profonde strutture del capitalismo globale. Nel prossimo capitolo, esamineremo le risposte dei governi e delle istituzioni alla crisi, e se queste siano state sufficienti o se abbiamo solo ritardato il prossimo collasso.

CAPITOLO 2 –La risposta giuridica alla crisi economica globale

Introduzione

Dopo aver analizzato le cause della crisi finanziaria del 2008 e i fallimenti dell'esistente quadro normativo nel primo capitolo, adesso è fondamentale spostare l'attenzione verso le risposte istituzionali e legislative che hanno seguito la crisi. Il collasso della Lehman Brothers e il panico sistematico che si diffuse a macchia d'olio a livello globale, spinse i governi e le organizzazioni internazionali ad attuare misure d'emergenza senza precedenti, per tentare di prevenire il collasso totale del sistema finanziario.

Questo capitolo analizzerà queste risposte, a partire dagli interventi immediati, come i salvataggi delle banche e le iniezioni di liquidità, fino alle riforme strutturali, introdotte per prevenire eventuali crisi future.

La crisi ha portato alla luce delle lacune significative nella governance finanziaria, sia a livello nazionale che internazionale. Negli Stati Uniti, riforme come il Dodd-Frank Act provarono a limitare il rischio sistemico, rafforzare la regolamentazione bancaria e il mercato dei derivati¹²². In Europa, vennero introdotte nuove normative, ma queste costrinsero i paesi che ricevevano aiuti finanziari ad implementare politiche di austerità, spesso sotto la supervisione della Troika¹²³.

Questo capitolo rifletterà sull'efficacia e i limiti di questi interventi. Molti studiosi evidenziano come, mentre la regolamentazione finanziaria sia migliorata sulla carta, le disuguaglianze profonde rimasero invariate o addirittura peggiorarono, soprattutto nei paesi con sistemi sociali deboli¹²⁴. La parte conclusiva collegherà queste misure all'impatto che hanno avuto sulla quotidianità dei cittadini europei, preparando il terreno per il prossimo capitolo, che si focalizzerà proprio sull'impatto della crisi nei paesi del Sud globale.

¹²² Coffee, J. C. (2011). Systemic Risk after Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight. Columbia Law and Economics Working Paper No. 404.

¹²³ European Stability Mechanism. "Enter the Troika: The European Commission, the IMF, the ECB."

¹²⁴ Oxfam. "A Cautionary Tale: The true cost of austerity and inequality in Europe." Settembre 2013.

1. Risposte immediate e misure straordinarie

1.1 Il programma TARP e il ruolo della Federal Reserve

Dopo l'esplosione della crisi finanziaria nel 2008, il governo statunitense lanciò il Troubled Asset Relief Program (TARP) per fermare il collasso del sistema bancario, il programma venne approvato nell'ottobre 2008 attraverso l'Emergency Economic Stabilization Act, che dava al dipartimento del tesoro l'autorità di utilizzare fino a 700 miliardi di dollari, successivamente ridotti a 475 miliardi con la riforma Dodd-Frank¹²⁵.

L'obiettivo principale del TARP era iniettare capitale nelle banche e acquistare i loro asset tossici, come le MBS, che stavano perdendo valore rapidamente, una delle iniziative più importanti sotto il TARP fu il Capital Purchase Program (CPP), che permise al governo di acquistare azioni nelle maggiori istituzioni finanziarie¹²⁶. Tutto ciò aveva l'obiettivo di ricostruire la fiducia nei mercati, migliorare la liquidità bancaria e permettere al credito di circolare nuovamente.

Grandi aziende come Citigroup e la Banca d'America ricevettero 45 miliardi di dollari ciascuna. La Citigroup ottenne anche garanzie governative su più di 300 miliardi di asset deteriorati¹²⁷. Persino AIG, un gigante assicurativo venne salvata con oltre 67 miliardi di dollari in prestiti e iniezioni di capitale¹²⁸.

Questi salvataggi mostrarono la gravità reale della crisi: senza gli aiuti governativi probabilmente il sistema finanziario sarebbe crollato completamente.

Ma il TARP fu fortemente controverso, molte persone lo criticarono perché per salvare le stesse banche che avevano causato la crisi, vennero utilizzati i soldi dei contribuenti. Ci furono anche numerose accuse di "*moral hazard*": se le banche avessero saputo che sarebbero state salvate, non avrebbero avuto alcun incentivo ad evitare comportamenti

¹²⁵ U.S. Department of the Treasury. "Troubled Asset Relief Program (TARP)."

¹²⁶ U.S. Department of the Treasury. "About TARP."

¹²⁷ U.S. Department of the Treasury. "U.S. Government Finalizes Terms of Citi Guarantee Announced in November." 16 gennaio 2009.

¹²⁸ GAO – U.S. Government Accountability Office. "Troubled Asset Relief Program: Lifetime Cost."

rischiosi in futuro¹²⁹. In aggiunta, mentre le banche venivano salvate, le persone comuni rischiavano di perdere la propria casa, ricevendo pochissimo supporto da parte dello stato, creando una grande divisione tra Wall Street e il resto della società¹³⁰.

Nonostante le critiche, molti economisti ritengono che il TARP abbia fermato l'avvento di una depressione più profonda. Entro il 2023 la maggior parte dei fondi vennero ripagati, e il costo netto del programma si rivelò molto più basso rispetto alle aspettative: all'incirca 31 miliardi, secondo l'ufficio contabile del governo statunitense¹³¹. Alcuni sostengono che il governo abbia avuto un piccolo ritorno economico tramite alcuni investimenti.

1.2 Politiche monetarie espansive e quantitative easing

In seguito agli interventi iniziali, come il TARP e il salvataggio diretto delle principali istituzioni finanziarie, il governo statunitense realizzò che questi interventi non sarebbero bastati per far ripartire l'economia. Il credito non circolava, le persone non spendevano e le imprese continuavano a licenziare, così, la Federal Reserve decise di utilizzare uno strumento ancora più aggressivo e non convenzionale: il Quantitative Easing (QE).

Il Quantitative Easing, è in sostanza, una politica in cui la banca centrale acquista una grande quantità di titoli di stato o altri titoli finanziari dal mercato per iniettare liquidità nel sistema, abbassare i tassi d'interesse a lungo termine e incoraggiare le banche a concedere prestiti¹³². Non è come stampare carta moneta, ma l'effetto è molto simile: entrano in circolazione più soldi.

La FED avviò il QE verso la fine del 2008, nel primo round (QE1) acquistò circa 1750 miliardi di dollari in MBS e in titoli del tesoro, specialmente per supportare il mercato

¹²⁹ Sedunov, John. "Do Bank Bailouts Reduce or Increase Systemic Risk? The Effects of TARP on Financial System Stability." Villanova University, settembre 2016.

¹³⁰ ProPublica. "The Bailout Was 11 Years Ago. We're Still Tracking Every Penny."

¹³¹ Congressional Budget Office. "Final Report on the Troubled Asset Relief Program." 19 aprile 2024.

¹³² Investopedia. "Quantitative Easing (QE): What It Is and How It Works."

immobiliare ormai collassato¹³³. Nel 2010, venne lanciato il QE2 con altri 600 miliardi in acquisti di titoli del tesoro¹³⁴. La fase più controversa fu il QE3, iniziata nel 2012, dove la FED acquistò 85 miliardi al mese senza un termine prestabilito, questo continuò fino al 2014¹³⁵.

Secondo molti economisti, il QE aiutò a calmare i mercati, spingere i prezzi delle azioni in alto e a ridurre gli interessi sui prestiti, il che facilitò l'accesso al credito per imprese e famiglie¹³⁶. Aiutò indirettamente anche le persone a rifinanziare i propri mutui a tassi più bassi. Ma il QE non fu mai la soluzione perfetta.

Emersero molte critiche: innanzitutto, alcuni temevano che le iniezioni di liquidità avrebbero causato l'inflazione, anche se in realtà ciò non accadde, almeno non subito. Un problema più grave fu che del QE beneficiarono soprattutto i ricchi, perché aumentò il valore delle azioni e degli asset finanziari, che appartenevano principalmente alle fasce più abbienti¹³⁷. Allo stesso tempo, l'economia reale (stipendi, occupazione, welfare) non migliorò così velocemente. Alcuni infatti sostengono anche che il QE abbia invece aumentato la disuguaglianza economica.

Un altro problema fu la dipendenza dai “soldi facili”. Una volta che i mercati si abituarono a queste grandi iniezioni di liquidità, divenne difficile per le banche centrali fermarsi senza causare turbolenze. Questo fece sorgere numerosi dubbi riguardo la strategia da mettere in atto per uscire dal QE senza scatenare un'ulteriore crisi¹³⁸.

In definitiva, il Quantitative Easing fu una misura d'emergenza potente che probabilmente evitò un tracollo ancora più grave, ma mostrò anche i limiti della politica

¹³³ Liberty Street Economics (Federal Reserve Bank of New York). “Ten Years Later—Did QE Work?”

¹³⁴ Board of Governors of the Federal Reserve System. “FOMC Statement.” 3 novembre 2010.

¹³⁵ The Guardian. “Federal Reserve Ends Quantitative Easing.”

¹³⁶ Chicago Booth Review. “How Quantitative Easing Actually Works.”

¹³⁷ Joyce, Michael, David Miles, Andrew Scott e Dimitri Vayanos. “Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction.” *The Economic Journal* 122, n. 564 (2012): F271–F288.

¹³⁸ Philadelphia Fed. “Did Quantitative Easing Work?”

monetaria, soprattutto in assenza di vere riforme strutturali. Il QE aiutò i mercati finanziari a riprendersi velocemente, ma per una larga fetta della popolazione gli effetti furono lenti e meno visibili.

1.3 Conseguenze: speculazione, disuguaglianze, moral hazard

Queste misure d'emergenza erano state designate per stabilizzare il sistema finanziario, ma non senza molteplici effetti collaterali.

Uno dei primi fu la nuova ondata di speculazione. Con i tassi d'interesse prossimi allo zero e una grande quantità di liquidità immessa nei mercati, gli investitori iniziarono ad assumersi più rischi per inseguire rendimenti più alti. Molta di questa liquidità finì nei mercati finanziari invece che nell'economia reale, inflazionando i prezzi delle azioni, delle obbligazioni e del mercato immobiliare¹³⁹.

Questa ondata speculativa è strettamente legata al secondo effetto collaterale: la crescita della disuguaglianza. Visto che il QE aveva aumentato principalmente il valore degli asset finanziari, i beneficiari furono soprattutto coloro che già li possedevano, spesso i ricchi. Ad esempio, nel Regno Unito, uno studio di una banca inglese dimostrò che circa il 40% di guadagni generati dal QE, finirono al 5% delle famiglie più ricche¹⁴⁰. Negli USA, la situazione era simile, il mercato azionario si riprese velocemente dopo il 2009, ma gli stipendi e le assunzioni si mossero molto più lentamente, soprattutto nel caso della forza lavoro a basso reddito¹⁴¹.

Alla luce di quanto analizzato, è possibile affermare che le risposte contro la crisi erano necessarie ma non furono affatto neutrali, stabilizzarono il sistema nell'immediato ma ne aggravarono le criticità sul lungo termine.

¹³⁹ Gagnon, Joseph. "Quantitative Easing: Evolution of Economic Thinking as It Happened on the Ground." Peterson Institute for International Economics, 2016.

¹⁴⁰ Bank of England. "The Distributional Effects of Asset Purchases." Quarterly Bulletin, 2012 Q3.

¹⁴¹ Economic Policy Institute. "The State of Working America."

2. Il caso europeo

2.1 Interventi statali nei salvataggi bancari

Dopo la prima fase di misure di salvataggio negli Stati Uniti, anche i paesi europei dovettero intervenire direttamente per prevenire il collasso dei loro sistemi bancari. Nonostante gli strumenti fossero simili (fondi pubblici, garanzie, nazionalizzazioni) la portata e la forma degli interventi variarono da paese a paese, in base all'esposizione delle banche e alle loro decisioni politiche. In questa sezione analizzeremo 3 casi importanti: la Spagna, l'Irlanda e la Germania.

La crisi in Spagna fu causata principalmente dal collasso del settore immobiliare e dalla fragilità delle casse di risparmio regionali, note come *cajas*. Per gestire la crisi, il governo creò il FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) nel 2009. Questa istituzione coordinò i salvataggi, le iniezioni di capitale e le fusioni bancarie. Il caso più noto fu quello di Bankia, una grande banca spagnola formata dalla fusione di 7 *cajas*, inclusa la Caja Madrid. Nel 2012, Bankia venne nazionalizzata, dopo aver dichiarato oltre 3 miliardi di euro di perdite e lo stato iniettò oltre 22 miliardi di euro per salvarla¹⁴². In totale il governo spagnolo spese più di 64 miliardi di euro per salvare il sistema bancario, di questi, 41.3 miliardi provenienti dal Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), tuttavia, nel 2020 venne stimato che circa 43 miliardi di euro non sarebbero mai stati recuperati¹⁴³.

La situazione irlandese fu ancora più drammatica: nel settembre 2008 il governo irlandese diede una garanzia totale su tutti i depositi e le passività di 6 banche nazionali, questa misura riportò un po' di fiducia, ma trasferì tutto il rischio allo stato, il quale non era pronto ad affrontarli. Il governo fu costretto a nazionalizzare l'Anglo Irish Bank nel 2009 e successivamente creò la NAMA (National Asset Management Agency) che acquistò i crediti tossici dalle banche per ripulirne i bilanci. Nel 2010, il paese fu costretto a

¹⁴² Bank of Spain. "Informe anual 2012."

¹⁴³ "11Onze Check: The bailed-out banks that save us." 11Onze Magazine, 20 giugno 2022.

partecipare ad un programma di salvataggio dell'Unione Europea e l'IMF dal valore di 67,5 miliardi di euro, in cambio di severe misure di austerità e riforme strutturali¹⁴⁴.

Anche le banche tedesche vennero colpite dalla crisi, specialmente a causa della loro esposizione agli asset tossici degli USA. Nell'ottobre 2008, il governo creò il SoFFin (fondo di stabilizzazione del mercato finanziario), con 480 miliardi disponibili in garanzie e capitale, lo stato nazionalizzò la Hypo Real Estate, una banca estremamente esposta al settore immobiliare e alla finanza strutturata, offrendo oltre 100 miliardi di euro in supporto. Inoltre, lo stato acquisì il 25% di Commerzbank, investendo 18,2 miliardi in totale¹⁴⁵. L'approccio della Germania fu il più cauto, ma dimostrò in ogni caso che anche le economie europee più forti dovettero infrangere le loro stesse regole per salvare il proprio sistema finanziario.

I salvataggi bancari in Spagna, Irlanda e Germania sono la dimostrazione che nessun paese europeo era immune agli effetti della crisi finanziaria globale. Tutti e 3 dovettero intervenire attraverso ingenti fondi pubblici, spesso andando contro le logiche del mercato libero. Questi casi, inoltre, dimostrano come il prezzo della crisi si sia trasferito al settore pubblico, con conseguenze a lungo termine sui livelli di debito e le politiche sociali.

2.2 Differenze tra approccio USA e UE

Dopo aver analizzato i salvataggi delle banche europee, è importante comparare le differenze tra le risposte alla crisi del 2008 Europee a quelle Americane. Nonostante entrambi i fronti furono colpiti duramente dalla crisi, le strategie utilizzate, soprattutto nel campo giuridico ed istituzionale non furono uguali.

Negli Stati Uniti, il governo federale ha la possibilità di agire tempestivamente, acquisendo il controllo centrale nella gestione delle risposte alla crisi, per questo il dipartimento del tesoro e la FED ebbero la possibilità di elaborare il TARP e il QE in poche settimane, senza dover consultare 50 stati per poterli approvare. Al contrario, l'Unione Europea doveva gestire un sistema frammentato, dove ogni paese è responsabile

¹⁴⁴ Central Bank of Ireland. "The Irish Banking Crisis: Regulatory and Financial Stability Policy 2003–2008."

¹⁴⁵ Bundesbank. "Financial Stability Review 2009."

per le proprie banche. Dunque, mentre gli USA avevano un unico grande piano nazionale, l'UE ne aveva 27 diversi, a volte coordinati tra di loro, a volte no¹⁴⁶.

Un esempio che rappresenta queste differenze è la *capacità fiscale*. Gli Stati Uniti avevano strumenti come gli assegni di stimolo e grandi programmi di spesa federale, invece, l'unione europea al tempo non aveva un'autorità fiscale comune e paesi come la Grecia o la Spagna non potevano stampare carta moneta, né indebitarsi liberamente, anzi, venivano messi sotto pressione e costretti ad applicare misure di austerità proprio durante il periodo di fallimento bancario¹⁴⁷.

Esistevano differenze anche nelle politiche monetarie. Da una parte, la FED iniziò ad acquistare obbligazioni governative e MBS molto presto, dall'altra, la banca centrale europea (BCE) rimase molto più cauta, specialmente nel primo anno, a causa del timore dell'inflazione e disaccordi tra paesi come la Germania e quelli dell'Europa meridionale, difatti, la BCE iniziò il vero QE soltanto nel 2015, molti anni dopo la FED¹⁴⁸.

Un'altra grande differenza riguarda la regolamentazione. Dopo la crisi, gli USA approvarono il Dodd-Frank Act, una riforma finanziaria molto importante che creò nuove agenzie e regole. In Europa le riforme arrivarono più lentamente: nell'UE l'unione bancaria europea nacque solo dopo il 2012 e la maggior parte delle sue regole dipendevano dai governi nazionali, l'unione europea si basava molto sulla coordinazione piuttosto che sull'imposizione diretta, il che generò dei rallentamenti nelle riforme¹⁴⁹.

In sintesi, Il modello americano è stato più veloce, in quanto più centralizzato a livello decisionale, mentre il modello europeo ha avuto difficoltà a causa della frammentazione e dei disaccordi interni. Questo ha evidenziato alcune delle debolezze dell'UE nell'affrontare una crisi finanziaria globale.

¹⁴⁶ Pisani-Ferry, J. (2014). *The Euro Crisis and Its Aftermath*. Oxford University Press.

¹⁴⁷ Blyth, M. (2013). *Austerity: The History of a Dangerous Idea*. Oxford University Press.

¹⁴⁸ Banca d'Italia. (2015). "La politica monetaria nell'area dell'euro: strumenti non convenzionali."

¹⁴⁹ De Grauwe, P. (2018). *The Economics of Monetary Union*. Oxford University Press.

3. Le riforme strutturali

3.1. Stati Uniti: Dodd-Frank Act e regolazione bancaria

Dopo la crisi finanziaria del 2008, il governo statunitense approvò una delle riforme finanziarie più importanti degli ultimi decenni: il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, firmato nel luglio 2010 sotto l'amministrazione Obama. Questa riforma fu un grande tentativo di riprendere il controllo su un sistema finanziario oramai troppo deregolamentato e rischioso. La crisi aveva dimostrato come le banche si fossero esposte a rischi eccessivi senza la supervisione necessaria, e che alla fine fossero le persone comuni a pagarne il prezzo.

Gli obiettivi principali del Dodd-Frank Act erano di ridurre il rischio sistemico, aumentare la trasparenza, proteggere i consumatori ed evitare che in futuro una banca potesse essere di nuovo una “too big to fail”¹⁵⁰. Per farlo la legge introdusse nuove regole e agenzie, alcuni ne criticarono l'eccessiva lunghezza e complessità, ma dopo il 2008 era chiaro che qualcosa doveva cambiare.

Una delle parti più famose della legge fu la Volcker Rule: questa regola stabiliva che le banche non potevano usare i depositi dei clienti per investimenti speculativi (scommettere su azioni, derivati o investire su fondi speculativi), l'idea era quella di separare le banche tradizionali (prestiti, conti di risparmio) da quelle d'investimento legate ai mercati¹⁵¹. Era una versione moderna del vecchio Glass-Steagall Act abrogato negli anni 90, infatti, questa abrogazione era una delle ragioni per la quale le banche erano divenute così rischiose.

Un altro strumento fondamentale introdotto dal Dodd-Frank fu la Consumer Financial Protection Bureau (CFPB). Si tratta di un'agenzia indipendente, creata per proteggere le persone da pratiche finanziarie scorrette, ad esempio: prestiti con costi nascosti, commissioni poco chiare o pubblicità ingannevoli. Prima del 2008, queste pratiche

¹⁵⁰ Congressional Research Service (2010). The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Background and Summary.

¹⁵¹ The Brookings Institution. (2017). The Volcker Rule: A Brief Explanation.

scorrette erano molto diffuse, specialmente nel mercato dei mutui subprime, e queste giocarono un ruolo cruciale nello scoppio della crisi, difatti la CFPB venne creata per assicurarsi che questo non accadesse di nuovo¹⁵².

3.2 Basilea III: patrimonializzazione e liquidità

In seguito alla crisi del 2008, divenne evidente che numerose banche in tutto il mondo non possedevano sufficiente capitale e liquidità per affrontare un'emergenza del genere. Molte banche erano troppo indebitate e le normative esistenti non erano abbastanza severe, per questo, il comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, che riunisce le banche centrali e le autorità di vigilanza di molti paesi, decise di creare un nuovo quadro normativo internazionale: Basilea III.

L'obiettivo di Basilea III era semplice: rendere il sistema bancario più stabile, aumentando i requisiti patrimoniali e introducendo delle regole sulla liquidità. Non si tratta di una legge, ma di un insieme di linee guida che i paesi avrebbero implementato attraverso la loro legislazione nazionale o regionale¹⁵³.

Uno dei cambiamenti introdotti fu la quantità di capitale che le banche potevano detenere. Con Basilea III, la quantità minima di Common Equity Tier 1 (CET1), (cioè il capitale più sicuro) venne aumentato dal 2% al 4,5% delle attività ponderate per il rischio. A questo si aggiunge un buffer di conservazione del capitale del 2,5%, cioè, in totale le banche dovevano avere almeno il 7% di CET1¹⁵⁴. Vennero introdotte anche delle definizioni più severe su cosa si può considerare come "capitale", prima le banche potevano usare strumenti inaffidabili in caso di crisi, Basilea III tentò di correggere questa debolezza, imponendo l'uso di capitale veramente efficace in caso di perdite.¹⁵⁵

¹⁵² Consumer Financial Protection Bureau. About Us.

¹⁵³ Bank for International Settlements. Basel III: international regulatory framework for banks.

¹⁵⁴ Camera dei Deputati. Basilea 3 - Approfondimento tecnico.

¹⁵⁵ Borsa Italiana. Basilea 3: cosa prevede.

Prima del 2008 non vi erano delle vere regole internazionali sulla quantità di liquidità che una banca potesse detenere, per questo motivo Basilea III introdusse due nuovi indicatori: la Liquidity Coverage Ratio (LCR), che obbligava le banche a detenere abbastanza attività liquide di alta qualità (come obbligazioni governative) per coprire i deflussi di cassa previsti in uno scenario di 30 giorni di crisi, e la Net Stable Funding Ratio (NSFR), la quale analizzava la stabilità della raccolta della banca, per assicurarsi che non fosse eccessivamente dipendente da finanziamenti a breve termine, spingendo le banche a finanziare asset a lungo termine con fondi più stabili¹⁵⁶.

Queste due misure avevano lo scopo di evitare crisi di liquidità come quella del 2008, dove molte banche collassarono solo perché non riuscirono a trovare abbastanza liquidità nel breve.

Basilea III venne implementato gradualmente, nell'UE venne tradotto in leggi come il Capital Requirements Regulation (CRR) e la direttiva CRD IV¹⁵⁷, tuttavia, alcuni critici sostengono che queste regole siano ancora troppo leggere o che dipendano eccessivamente dalle agenzie di rating che già nella crisi del 2008 avevano dimostrato grandi limiti¹⁵⁸. In ogni caso, Basilea III rappresenta un grande passo in avanti, non risolve tutto, ma dimostra che almeno lo sforzo per rendere più sicuro il sistema bancario globale ci sia stato.

3.3 Unione Europea e BCE.

Dopo la prima ondata di riforme come Basilea III, l'attenzione in Europa si spostò verso la crisi del debito sovrano, che colpì paesi come la Grecia, la Spagna, il Portogallo e l'Italia, questi paesi non avevano a che fare con banche in difficoltà ma con bilanci pubblici sotto pressione. La banca centrale europea (BCE), che in teoria doveva

¹⁵⁶ Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria. Basilea III: Il Liquidity Coverage Ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità. Banca dei Regolamenti Internazionali, gennaio 2013.

¹⁵⁷ European Banking Authority. "The Basel framework: the global regulatory standards for banks."

¹⁵⁸ De Grauwe, Paul. The Economics of Monetary Union. Oxford University Press, 2018.

mantenere l'inflazione sotto controllo e garantire la stabilità finanziaria, dovette andare oltre ai suoi compiti tradizionali.

Inizialmente, la BCE tentò di risolvere il problema ricorrendo a strumenti convenzionali come l'abbassamento dei tassi d'interesse e offrendo liquidità alle banche, ma questi strumenti non bastavano, soprattutto quando gli investitori iniziarono a perdere fiducia nella stessa eurozona, e fu a quel punto che la BCE dovette fare molto di più per evitare il collasso totale dell'euro¹⁵⁹.

Nel maggio 2010, la BCE lanciò il Securities Markets Programme, iniziando ad acquistare obbligazioni governative di paesi come la Grecia e il Portogallo direttamente dal mercato secondario. Questo all'epoca non era normale da parte di una banca centrale; infatti, scatenò molte discussioni politiche e giuridiche, ma era necessario per calmare i mercati e abbassare i tassi d'interesse in quei paesi¹⁶⁰.

Il punto di svolta arrivò nel 2012 quando Mario Draghi, il presidente della BCE pronunciò le famose parole: *“la BCE è pronta a fare tutto il necessario per salvare l'euro. E credetemi, sarà abbastanza”*, successivamente la BCE creò uno strumento chiamato Outright Monetary Transactions (OMT) il quale permise alla banca di comprare una quantità illimitata di titoli governativi dei paesi in difficoltà, ma solo se questi ne avessero accettato le riforme e condizioni. Tuttavia, l'effetto fu così forte che non fu nemmeno necessario utilizzare l'OMT, visto che i mercati si calmarono da autonomamente¹⁶¹.

Nel 2015 la BCE iniziò un pieno QE sulle impronte degli USA, ciò significava comprare centinaia di miliardi di euro in titoli governativi e altri asset per iniettare liquidità e combattere la deflazione, il programma durò diversi anni e venne esteso più di una volta¹⁶².

¹⁵⁹ European Central Bank (2010). Annual Report 2010.

¹⁶⁰ Banca d'Italia (2015). Gli interventi non convenzionali della BCE durante la crisi.

¹⁶¹ Visco, I. (2014). L'uscita dalla crisi del debito sovrano: politiche e ruolo delle istituzioni europee.

¹⁶² Banca Centrale Europea. “La BCE annuncia un programma ampliato di acquisto di attività.” 22 gennaio 2015.

Non tutti erano d'accordo con queste decisioni, alcuni paesi come la Germania temevano che la BCE andasse oltre, mescolando politiche monetarie con politiche fiscali, che erano responsabilità del governo nazionale. Vi furono anche dei ricorsi legali, come la famosa sentenza della Corte costituzionale tedesca, che mise in discussione la legalità di alcune azioni della BCE, alla fine la corte di giustizia dell'unione europea confermò che la BCE stava agendo secondo il suo mandato ¹⁶³.

3.4 L'Unione Bancaria e i suoi limiti

Divenne ovvio che l'eurozona aveva bisogno un nuovo quadro normativo legale ed istituzionale, per essere sicuri che le banche fossero non solo supervisionate più efficientemente, ma anche più preparate alle crisi future, ed è così che nacque l'idea dell'unione bancaria: un insieme di regole e autorità in comune per controllare il sistema bancario dell'eurozona.

Il primo pilastro, il Single Supervisory Mechanism o SSM, operativo dal 2014 diede alla BCE il potere di supervisionare le principali banche direttamente, mentre quelle più piccole rimasero sotto il controllo nazionale, ma sempre secondo le normative europee. L'obiettivo della SSM era di rendere la supervisione più uniforme, evitando conflitti d'interesse a livello nazionale, assicurandosi che ogni banca nell'eurozona rispettasse gli stessi standard¹⁶⁴. Questa centralizzazione del controllo era necessaria, perché durante la crisi del debito sovrano molti supervisori nazionali erano stati troppo lenti o troppo deboli per prevenire il fallimento bancario; mettendo la BCE in cima al sistema, l'UE tentò di spezzare la connessione tra le banche e i governi nazionali, il che era uno dei problemi principali della fase del 2010-2012¹⁶⁵.

Il secondo pilastro fu il Single Resolution Mechanism (SRM), creato per gestire le banche in difficoltà, Il suo obiettivo era quello di gestire le crisi bancarie senza ricorrere ai fondi

¹⁶³ Court of Justice of the European Union (2015). Judgment in Case C-62/14.

¹⁶⁴ European Central Bank. Banking Supervision – The SSM.

¹⁶⁵ European Parliament. Fact Sheet on Banking Union.

dei contribuenti. Al centro di questo sistema vi era il Single Resolution Board, il che lavorava con le autorità nazionali per decidere il da farsi in caso di possibile collasso di una banca: poteva essere ristrutturata, venduta o liquidata in base al caso¹⁶⁶.

La Banking Union teoricamente doveva avere un terzo pilastro: un sistema europeo comune per garantire i depositi (EDIS), ma questa parte non fu mai completata a causa di paesi come la Germania e i Paesi Bassi, i quali temevano di dover pagare anche per le banche degli altri paesi. L'assenza di questo strumento rende ancora oggi il sistema incompleto e fragile, specialmente durante periodi stressanti¹⁶⁷.

4. Le politiche di austerità in Europa

4.1 Il ruolo della Troika e del FMI

In seguito alla creazione dell'unione bancaria e delle riforme della BCE, un altro attore importante durante la crisi dell'eurozona fu la Troika. Questo gruppo informale era composto dalla commissione europea, dalla banca centrale europea e dal fondo monetario internazionale (FMI). La Troika era responsabile di gestire le operazioni di salvataggio per paesi come la Grecia, l'Irlanda e il Portogallo, offrendo prestiti in cambio di riforme strutturali e consolidazione fiscale.

La Troika non era un'istituzione ufficiale dell'Ue, ma aveva moltissimo potere, si occupò di designare e monitorare i programmi di aggiustamento economico per paesi che avevano ricevuto assistenza finanziaria, dopo aver perso accesso ai mercati finanziari. In

¹⁶⁶ Commissione Europea. "Meccanismo di risoluzione unico."

¹⁶⁷ "The Unfinished Chapter: Why the European Deposit Insurance Scheme Remains Elusive After Nine Years." Nordic Financial Unions, 2023.

pratica, questo significa che i governi nazionali dovettero accettare misure di austerità, liberalizzazioni, privatizzazioni e tagli al pubblico per poter ottenere i fondi¹⁶⁸.

Il caso più noto fu quello della Grecia, che ricevette oltre 240 miliardi di euro in prestiti tra i 3 pacchetti di salvataggi, in cambio, la Grecia dovette fare dei tagli alle pensioni, agli stipendi pubblici, aumentare le tasse e riformare il suo mercato del lavoro. Queste politiche portarono ad una grande recessione, licenziamenti di massa e un drammatico aumento della povertà¹⁶⁹, persino il FMI ammise successivamente di aver sottostimato il danno causato da queste politiche¹⁷⁰.

Il FMI portò sia risorse finanziarie che competenze tecniche, specialmente nel settore delle politiche macroeconomiche. Tuttavia, il suo approccio era basato su modelli pensati per i paesi in via di sviluppo, e molti studiosi discutono che quelli non fossero gli strumenti adeguati per un'unione monetaria come l'eurozona¹⁷¹. Difatti il FMI ricevette dure critiche per aver agito senza legittimità democratica, dato che le sue decisioni influenzarono milioni di cittadini europei. Anche l'operato della troika venne ampiamente criticato per mancanza di trasparenza e responsabilità, operò a porte chiuse, spesso bypassando i parlamenti nazionali. Lo stesso parlamento europeo condusse un'investigazione sulle sue azioni evidenziando problemi come la mancanza di chiarezza e il fallimento nel tenere in considerazione il suo impatto sociale¹⁷².

4.2 Impatto sociale: welfare, salari e disuguaglianze

Le riforme imposte dall'Unione Europea e dalla Troika durante la crisi non hanno solo modificato le politiche economiche, ma hanno anche trasformato il modello sociale

¹⁶⁸ European Parliament. Report on the role and operations of the Troika with regard to euro area programme countries (A7-0149/2014).

¹⁶⁹ European Court of Auditors. Special Report No. 17/2017: The Commission's intervention in the Greek financial crisis.

¹⁷⁰ IMF. Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement (2013).

¹⁷¹ Pisani-Ferry, J. (2014). The legacy of the Troika in the euro area. Project Syndicate.

¹⁷² European Parliament News. La Troika ha aiutato a evitare il peggio, ma ha danneggiato la ripresa (2014).

europeo; se da una parte l'obiettivo era quello di ridurre il deficit pubblico, dall'altra gli effetti a lungo termine sul welfare e sulla distribuzione del reddito furono significative, specialmente nel sud est Europa.

Invece di limitarsi a tagliare le spese, molti paesi sotto condizionalità furono costretti a ristrutturare il loro sistema di welfare, trasformando modelli universali in sistemi selettivi. Ad esempio, in Portogallo, i sussidi di disoccupazione vennero ridotti in durata e quantità e i criteri selettivi divennero più severi¹⁷³.

In Lettonia e in Romania, gli assegni familiari e le pensioni di disabilità furono al centro del mirino per i tagli alle spese¹⁷⁴, questa tendenza segnò un brusco cambio da un welfare basato sulla solidarietà a uno orientato al mercato, dove sempre meno persone poterono accedervi.

Uno degli effetti meno noti fu il fenomeno della decompressione salariale. In molti paesi, specialmente in Italia e Spagna, gli stipendi del settore pubblico vennero “schiacciati” dal basso verso l'altro, i manager di alto livello non furono quasi mai colpiti, mentre gli impiegati di basso rango videro delle perdite ingenti nel loro stipendio¹⁷⁵. Questo creò una forma di dualismo non solo tra il settore pubblico e il privato ma anche all'interno del settore pubblico stesso, in più, in alcuni sistemi sanitari come in quello irlandese, l'austerità portò all'esternalizzazione, peggiorando le condizioni lavorative e aumentando il ricorso a contratti a tempo determinato¹⁷⁶.

Tuttavia, l'austerità non colpì tutti equamente, in molti casi, i tagli ebbero un impatto maggiore sulle donne, le quali erano maggiormente presenti nel settore pubblico e dipendenti dai servizi sociali. In Grecia, ad esempio, i tagli ai servizi per l'infanzia

¹⁷³ Lopes, A. & Casaca, S. F. (2016). Austerity and welfare reform in Portugal: Continuity and change in the shadow of crisis.

¹⁷⁴ Ortiz, Isabel, e Matthew Cummins. Austerity: The New Normal – A Renewed Washington Consensus 2010–24. New York: Initiative for Policy Dialogue et al., 2019.

¹⁷⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Public Sector Compensation in Times of Austerity. OECD Publishing, 2012.

¹⁷⁶ Burke, S. (2016). Ireland's health services in crisis: austerity and inequality.

portarono molte donne a licenziarsi, aumentando il gender gap ¹⁷⁷. Nel frattempo, le disuguaglianze tra regioni aumentarono, soprattutto nelle regioni più povere, dove, nelle aree rurali crebbe l'emigrazione, ci fu un declino dei servizi e stagnazione economica¹⁷⁸.

Le politiche di austerità implementate nell'UE hanno prodotto profondi cambi strutturali nel sistema del welfare e nel mercato del lavoro. Oltre ai tagli temporanei, hanno introdotto forme di ridefinizione strutturale a lungo termine, indebolendo la coesione tra regioni, classi sociali e generazioni.

5. Conclusione del capitolo

Le risposte legislative alla crisi finanziaria del 2008 furono veloci, complesse e profondamente trasformative, specialmente nell'unione europea. Mentre le misure di emergenza come i salvataggi e le politiche monetarie riuscirono a stabilizzare il sistema nel breve termine, molte di queste riforme strutturali ebbero delle conseguenze profonde e durature, soprattutto nei paesi sotto assistenza finanziaria.

Ciò che emerge chiaramente da tutto ciò, è che la strategia dell'UE fosse fortemente orientata alla disciplina fiscale, il che ha portato all'imposizione dell'austerità come uno strumento centrale per ripristinare l'ordine economico. Molti studi hanno dimostrato che nonostante i deficit di bilancio siano diminuiti, la povertà e le disuguaglianze sono aumentate, mettendo a repentaglio il tessuto sociale di molte società europee¹⁷⁹.

Da un punto di vista legislativo, le nuove normative come il Dodd-Frank Act negli USA e il Basilea III in Europa, hanno rappresentato un grande passo in avanti per rafforzare il sistema bancario e la supervisione. Nonostante ciò, molti esperti credono che queste riforme fossero ancora fortemente influenzate da potenti lobby finanziarie, e in alcuni casi

¹⁷⁷ Karamessini, M. (2014). Female Employment and Austerity: Evidence from Greece.

¹⁷⁸ Barca, F. (2011). Agenda for a reformed cohesion policy.

¹⁷⁹ Stuckler, D. & Basu, S. (2013). The Body Economic: Why Austerity Kills. Penguin Books.

manca una vera efficacia concreta¹⁸⁰. In più l'assenza di coordinazione tra gli stati membri dell'UE, e di una vera unione fiscale, ha reso la risposta sbilanciata e frammentata¹⁸¹.

Il prossimo capitolo esplorerà come queste dinamiche si siano riflesse in paesi come la Colombia, dimostrando che la crisi non è stata solo un crollo finanziario, ma anche una crisi della regolamentazione e del modello capitalistico globale.

¹⁸⁰ Johnson, Simon, and James Kwak. 13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown. New York: Pantheon Books, 2010.

¹⁸¹ De Grauwe, P. (2016). The Limits of the Market: The Pendulum Between Government and Market. Oxford University Press.

CAPITOLO 3–Crisi, capitale e Sud globale: il caso della Colombia

Introduzione

Dopo aver esaminato le cause della crisi finanziaria del 2008 e le relative risposte normative adottate principalmente nel nord globale, è necessario spostare l'attenzione verso il sud globale, dove gli effetti della crisi sono stati altrettanto significativi, anche se spesso meno visibili nelle analisi economiche dominanti.

Il sud globale, che include paesi storicamente posizionati ai margini dell'economia globale, ha vissuto a lungo dinamiche di subordinazione, dipendenza e sottosviluppo. La crisi del 2008 non ha rappresentato uno shock improvviso per questi paesi, ma piuttosto un incremento delle disuguaglianze strutturali preesistenti nel sistema internazionale. La teoria marxiana offre un quadro di riferimento utile per interpretare questa realtà, permettendo di comprendere come la crisi capitalistica abbia colpito sproporzionatamente le economie periferiche.

Questo capitolo inizierà spiegando come e perché la crisi del 2008 abbia colpito i paesi che non erano direttamente coinvolti nelle bolle speculative che hanno causato il collasso dei mercati finanziari globali. Si analizzeranno successivamente i meccanismi di trasmissione attraverso i quali la crisi si è propagata al sud: commercio, investimenti esteri e debito sovrano. Il caso della Colombia verrà utilizzato come case study, offrendo un esempio concreto di come un paese a reddito medio abbia affrontato le conseguenze della crisi, pur continuando ad affrontarne i vincoli strutturali.

Infine verranno approfondite le prospettive marxiane, per analizzare criticamente le radici storiche della dipendenza e della subordinazione economica, soprattutto attraverso concetti come lo scambio ineguale, il capitale fittizio e l'espansione del debito.

1. La crisi vista dalla periferia

1.1 Perché la crisi del 2008 ha colpito anche i Paesi non centrali

Nonostante la crisi finanziaria del 2008 sia nata negli Stati Uniti, le sue conseguenze finirono per avere un impatto che andò ben oltre alle sue origini geografiche. Anche i paesi non centrali, cioè al di fuori del Nord America e dell'Europa occidentale subirono forti ripercussioni a livello economico e sociale. Questo paradosso mette in discussione l'idea tradizionale secondo la quale il sud globale, vista la sua posizione marginale nella finanza internazionale, potesse essere in qualche modo “protetto” dal contagio finanziario. In realtà, la crisi rivelò quanto la cosiddetta “periferia” fosse già coinvolta nel sistema economico globale.

Una delle cause principali di questa vulnerabilità era l'intensa integrazione commerciale e finanziaria che si era sviluppata nei decenni precedenti. Molti paesi in via di sviluppo avevano gradualmente aperto i loro mercati, liberalizzato la circolazione di capitale e basato la propria crescita sulle esportazioni. Quando la crisi arrivò, la domanda globale collassò e le esportazioni dai paesi in Africa, Asia e Sud America diminuirono drasticamente. Le Nazioni Unite riportarono un crollo del commercio internazionale di circa il 12% nel 2009, e i paesi con economie dipendenti dall'esportazione di materie prime o beni manifatturieri furono colpiti più duramente¹⁸².

Oltre al commercio, un altro meccanismo di trasmissione fu il calo degli investimenti diretti esteri (IDE). Prima della crisi, molti paesi in via di sviluppo si erano spesso affidati agli IDE per supportare le proprie strategie nazionali di sviluppo, ma durante il tumulto finanziario, gli investitori divennero più avversi al rischio e iniziarono a ritirare capitale. Secondo l'UNCTAD, il flusso globale di IDE diminuì del 20% nel 2008, e questa tendenza continuò nel 2009, colpendo maggiormente le economie a basso reddito¹⁸³. L'interruzione improvvisa degli investimenti indebolì l'abilità di molti paesi di mantenere

¹⁸² United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Trade and Development Report 2009. United Nations, 2009.

¹⁸³ UNCTAD. Global FDI in Decline Due to the Financial Crisis, and a Further Drop Expected.

i servizi pubblici o i progetti infrastrutturali, creando ulteriori pressioni nelle già fragili economie.

Un terzo canale di trasmissione fu la fuga di capitali e l'instabilità finanziaria. Nonostante la maggior parte dei paesi non centrali non fossero esposti direttamente ai mutui subprime o ai derivati complessi, i loro mercati vennero comunque influenzati dai movimenti degli investitori globali. Quando scoppiò il panico finanziario molti di questi investitori corsero a liquidare i loro asset nei mercati emergenti, alla ricerca di opportunità più sicure altrove. Questo portò a un drastico declino nel mercato azionario, svalutazioni valutarie e in alcuni casi a vere e proprie crisi della bilancia dei pagamenti¹⁸⁴.

Oltre a queste dinamiche finanziarie, la crisi colpì direttamente le persone attraverso il calo delle rimesse: molte famiglie del sud globale dipendevano dal denaro inviatogli da parenti che lavoravano all'estero, soprattutto in Europa o negli Stati Uniti, ma quando il tasso di disoccupazione iniziò ad aumentare, le rimesse diminuirono e per molte famiglie ciò comportò il ritorno sotto la soglia della povertà¹⁸⁵.

Ciò che rende questa situazione ancora più paradossale, è il fatto che molti di questi paesi avevano seguito i consigli sulla politica economica delle istituzioni internazionali negli anni precedenti alla crisi. Avevano aperto le loro economie, ridotto la spesa pubblica, e fatto affidamento sui mercati esteri, ma quando la crisi arrivò rimasero estremamente vulnerabili, a causa dell'assenza di una domanda interna forte e di protezioni sociali efficaci. Lo stesso FMI riconobbe in diversi rapporti che la recessione globale ebbe conseguenze gravi per i paesi in via di sviluppo, soprattutto in termini di crescita, investimenti pubblici e sviluppo a lungo termine¹⁸⁶.

La crisi del 2008 ha dimostrato che nessun paese è realmente isolato dal resto del mondo. In un sistema globalizzato, anche coloro che non sono direttamente responsabili degli eccessi finanziari possono finire a pagarne il prezzo.

¹⁸⁴ IMF. The Implications of the Global Financial Crisis for Low-Income Countries.

¹⁸⁵ IMF. Remittances in Development.

¹⁸⁶ IMF. The Global Financial Crisis and Its Impact on Developing Countries.

1.2 Meccanismi di trasmissione della crisi nei Paesi in via di sviluppo

Dopo aver capito che la crisi del 2008 abbia colpito i paesi non centrali, è anche importante approfondire le modalità di questo impatto. In realtà, la crisi non ha raggiunto i paesi in via di sviluppo accidentalmente, esistevano degli specifici meccanismi di trasmissione che hanno reso le loro economie altamente esposte agli shock provenienti dai centri finanziari globali. I più rilevanti tra questi canali sono stati il commercio internazionale, gli investimenti diretti esteri (IDE) e il debito pubblico estero.

Partendo dal commercio, molti paesi in via di sviluppo avevano passato gli ultimi decenni ad integrarsi nell'economia globale, specializzandosi nell'esportazione di materie prime o prodotti a basso costo. Quando la crisi finanziaria colpì la domanda dei consumatori negli Stati Uniti e in Europa, questi paesi subirono un immediato declino nelle esportazioni. Ad esempio, i paesi africani che dipendevano dall'export di petrolio, rame o caffè videro i prezzi crollare dal giorno alla notte. Un rapporto delle Nazioni Unite del 2009 mostrò che i volumi del commercio globale erano diminuiti drasticamente, e che ciò aveva colpito specialmente le economie con dei mercati interni deboli e poche alternative alla domanda estera¹⁸⁷.

Anche gli investimenti diretti esteri, che dovevano rappresentare una forma stabile di finanziamento per lo sviluppo, crollarono improvvisamente. Secondo i dati della UNCTAD, gli IDE mondiali diminuirono di oltre il 20% nel 2008 e continuarono a calare nel 2009. I flussi rimanenti venivano spesso reindirizzati verso mercati più sicuri, lasciando indietro le economie emergenti a basso reddito¹⁸⁸.

Un altro fattore cruciale fu il debito. Molti paesi in via di sviluppo avevano già accumulato alti livelli di debito estero, soprattutto a causa dei prestiti ricevuti da parte delle istituzioni finanziarie internazionali. Quando la crisi esplose alcuni di loro dovettero chiedere ulteriori prestiti per stabilizzare le proprie economie o compensare

¹⁸⁷ United Nations. World Economic Situation and Prospects 2009.

¹⁸⁸ UNCTAD. World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development.

le perdite di entrate, questo, riportò in primo piano la dipendenza da quelle stesse istituzioni¹⁸⁹. Secondo un rapporto di Eurodad, una rete europea specializzata in debito e sviluppo, una grande parte dei mutui garantiti durante e dopo la crisi erano legati a delle condizionalità che riproponevano le stesse logiche di austerità del passato, invece di offrire supporto reale per un cambiamento strutturale¹⁹⁰.

È importante capire che questi tre canali (commercio, investimenti e debito), non agiscono separatamente ma interagiscono tra di loro e riflettono la posizione periferica dei paesi in via di sviluppo nell'economia globale. Quando una crisi colpisce il centro, la periferia assorbe lo shock attraverso la caduta della domanda, la fuga di capitali e l'aumento delle obbligazioni finanziarie, e spesso, invece di ricevere solidarietà o riforme strutturali, questi paesi si trovano sotto pressione ad aggiustare, tagliare e liberalizzare ulteriormente.

2. Il caso della Colombia

2.1 Effetti macroeconomici della crisi del 2008 sulla Colombia

Nonostante la Colombia non fosse al centro del sistema finanziario globale, la crisi del 2008 ebbe comunque delle conseguenze rilevanti sulla sua economia. Come molti paesi in via di sviluppo, la Colombia venne colpita soprattutto attraverso canali esterni, come il commercio e l'investimento. Dopo un periodo di crescita, il PIL del paese rallentò significativamente, nel 2007, l'economia colombiana crebbe del 6% ma nel 2009 questa crescita scese allo 0.4%¹⁹¹. Questo crollo improvviso fu un effetto diretto del rallentamento delle esportazioni e dell'indebolimento della domanda globale. Anche la disoccupazione aumentò: Il tasso di disoccupazione nazionale passò dall'11.3% nel 2008

¹⁸⁹ IMF. Impact of the Global Financial Crisis on Low-Income Countries.

¹⁹⁰ Eurodad. Unhealthy Conditions: IMF Loan Conditionality and Its Impact on Health Financing. Brussels: European Network on Debt and Development, 2018.

¹⁹¹ DANE, "Reporte PIB Colombia 2009",

al 12% nel 2009¹⁹². I settori come l'industria manifatturiera e il commercio furono i più colpiti, mentre l'edilizia crebbe grazie agli investimenti del governo. Le rimesse dei colombiani all'estero, soprattutto negli USA e in Spagna, diminuirono del 14%¹⁹³, riducendo le entrate di molte famiglie.

Gli investimenti diretti esteri, molto forti prima della crisi, calarono. Nel 2008 la Colombia ricevette circa 10.5 miliardi di dollari in investimenti, ma nel 2009 questo numero scese a 9 miliardi¹⁹⁴, anche le entrate derivanti dalle esportazioni diminuirono drasticamente: le esportazioni colombiane si contrassero del 12% nel 2009¹⁹⁵, soprattutto a causa della bassa domanda dagli USA e dal Venezuela.

Tuttavia, l'inflazione diminuì, passando dal 7% nel 2008 al 2% nel 2009¹⁹⁶, questo permise alle banche centrali di ridurre i tassi d'interesse e di adottare una politica monetaria più flessibile. Allo stesso tempo, il governo introdusse un piano stimolante che incluse investimenti pubblici e programmi sociali, tuttavia, questo causò un ulteriore aumento del debito pubblico, che passò dal 32,3% del PIL nel 2008 al 35% nel 2009¹⁹⁷.

Rispetto ad altri paesi del Sudamerica la Colombia riuscì ad evitare una recessione completa, ma la crisi espose la sua dipendenza dai mercati esteri.

2.2 Risposte istituzionali e quadro normativo nazionale

Dopo aver subito gli effetti macroeconomici della crisi globale del 2008, il governo colombiano e le sue istituzioni dovettero reagire rapidamente per evitare una recessione

¹⁹² CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2010 - Colombia,

¹⁹³ Argüello, R. (2009), The International Economic Crisis and the Colombian Economy, Universidad del Rosario

¹⁹⁴ United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development. United Nations, 2009.

¹⁹⁵ CEPAL, Balance Preliminar de las Economías 2009,

¹⁹⁶ Banco de la República de Colombia, Inflation Report 2009,

¹⁹⁷ IMF, Colombia: 2010 Article IV Consultation Report,

più profonda. Nonostante il paese non avesse subito un collasso totale come altri paesi del Sudamerica, la sua situazione richiedeva comunque interventi immediati e modifiche al sistema finanziario e normativo. Il governo adottò una combinazione di strategie fiscali, monetarie ed istituzionali, per gestire la crisi e ridurre gli effetti a lungo termine.

Uno dei primi interventi fu l'introduzione di una nuova politica fiscale: Il governo aumentò la spesa pubblica, specialmente nei progetti infrastrutturali e nei programmi sociali. Questi investimenti in teoria dovevano creare nuovi posti di lavoro e supportare la domanda interna, mentre il settore esterno si stava indebolendo, questo tipo di strategia anticiclica aiutò a prevenire una contrazione più grave e fu un intervento simile a quello di altri paesi nella stessa regione durante lo stesso periodo¹⁹⁸.

Allo stesso tempo, il Banco de la República (la banca centrale colombiana) abbassò i tassi d'interesse più volte tra il 2008 e il 2009, per ridurre il costo dei prestiti e per stimolare il consumismo e gli investimenti. Ad esempio, all' inizio 2009, la banca ridusse il tasso di riferimento di 100 punti per stimolare l'economia¹⁹⁹, questa decisione fu possibile grazie alla diminuzione dell'inflazione e al rischio ormai minimo di surriscaldamento.

Anche il governo e le autorità finanziarie lavorarono per rafforzare il sistema finanziario, vennero adottate nuove misure per controllare più efficacemente i derivati e gli strumenti finanziari rischiosi. Ci furono anche molti dibattiti riguardo la riforma sul sistema pensionistico e sulla creazione di strumenti più efficaci per gestire le crisi di liquidità²⁰⁰.

Un'altra area d'interesse fu quella della regolazione macroprudenziale. La Colombia aveva già un sistema bilanciato dove diverse istituzioni condividevano le responsabilità, ciò, includeva il ministero delle finanze, la *superintendencia financiera* e la banca centrale. Dopo la crisi, questa coordinazione venne migliorata e vennero applicate nuove

¹⁹⁸ International Monetary Fund. Fiscal Policy in Latin America: Lessons and Legacies of the Global Financial Crisis. 2015.

¹⁹⁹ Brookings Institution. The Impact of the Financial Crisis on Low-Income Countries. 2009.

²⁰⁰ IMF. Colombia: Public Information Notice on the 2008 Article IV Consultation.

normative, come l'aumento dei requisiti patrimoniali per le banche e un maggiore controllo sulle operazioni in valuta estera²⁰¹.

La risposta della Colombia alla crisi non fu rivoluzionaria ma relativamente efficace, le autorità usarono gli strumenti disponibili in maniera flessibile, combinando gli investimenti pubblici con politiche monetarie espansive e un rafforzamento delle normative finanziarie. Questo aiutò il paese a riprendersi senza subire gravi shock al sistema bancario o una lunga recessione, tuttavia, i problemi più profondi legati alla dipendenza dal capitale estero e alla vulnerabilità agli shock globali rimasero irrisolti.

2.3 Il ruolo di FMI e Banca Mondiale

Dopo la crisi del 2008, la Colombia, come molti altri paesi in via di sviluppo, si rivolse alle istituzioni finanziarie internazionali per rafforzare la sua posizione economica. Il fondo monetario internazionale (FMI) e la Banca Mondiale giocarono un ruolo cruciale nel supportare la strategia colombiana post crisi. Il loro intervento non fu solo finanziario ma anche politico, influenzando le scelte economiche del paese e rafforzando la fiducia degli investitori.

Nel maggio 2009, la Colombia ottenne l'accesso al Flexible Credit Line (FCL) della FMI, per un importo totale di 10,5 miliardi di dollari statunitensi²⁰²; non si trattava di un prestito tradizionale con condizioni rigide, ma piuttosto di una linea di credito precauzionale, offerta a paesi con forti fondamenta macroeconomiche. La Colombia, infatti, non utilizzò questi fondi, ma la linea di credito ebbe un'importanza simbolica: segnalò ai mercati che la Colombia era stabile e che godeva della piena fiducia del Fondo,

²⁰¹ Bank for International Settlements. The Macprudential Policy Framework in Colombia. 2017.

²⁰² International Monetary Fund. "IMF Executive Board Approves US\$10.5 Billion Arrangement for Colombia Under the Flexible Credit Line", 2009.

questo, aiutò a ridurre il rischio percepito e a mantenere l'accesso ai mercati internazionali²⁰³.

La FMI elogiò la performance istituzionale ed economica della Colombia, specialmente per il suo controllo dell'inflazione e la politica fiscale prudente²⁰⁴. Questi aspetti permisero al governo di reagire efficacemente alla crisi, senza cadere nel panico o dover ricorrere ai prestiti d'emergenza. Nonostante la FCL non venne mai utilizzata, la sua esistenza creò una rete di sicurezza, che rassicurò gli investitori in un momento di incertezza globale²⁰⁵.

Parallelamente, la Banca Mondiale supportò la Colombia attraverso l'assistenza tecnica e il supporto finanziario, uno dei suoi obiettivi principali era rafforzare la resilienza del settore finanziario, includendo riforme per migliorare la capitalizzazione delle banche e la regolamentazione delle istituzioni finanziarie²⁰⁶. La banca lavorò a stretto contatto con le autorità colombiane per elaborare delle politiche che potessero aiutare a prevenire delle crisi sistemiche future, ad esempio, vennero introdotte delle misure per migliorare la trasparenza, gestire gli shock e proteggere i risparmiatori²⁰⁷.

Grazie a questi interventi congiunti, la Colombia riuscì a riprendersi velocemente. Mentre molti paesi sudamericani caddero nella recessione, la Colombia ritornò a crescere nel 2010, con un aumento del PIL intorno al 4%, raggiungendo il 5% nel 2011²⁰⁸. Secondo la banca mondiale, questi risultati furono possibili, in parte, grazie alle riforme introdotte dopo la crisi, che resero il sistema bancario più robusto e migliorarono la percezione degli investitori²⁰⁹.

²⁰³ IMF. "Colombia and the IMF – Working Together", 2022.

²⁰⁴ IMF, Colombia: 2010 Article IV Consultation Report,

²⁰⁵ Brookings Institution. "The Impact of the Financial Crisis on Low-income Countries", 2009.

²⁰⁶ World Bank. "Colombia Strengthens its Financial Sector Resilience", 2013.

²⁰⁷ World Bank. "Colombia: Country Partnership Framework", 2016.

²⁰⁸ CEPAL. "Estudio Económico de América Latina y el Caribe", 2011.

²⁰⁹ Banca Mondiale. Colombia Strengthens its Financial Sector Resilience. 4 luglio 2013.

Tuttavia, alcuni studiosi criticarono l'influenza di istituzioni come la FMI in Sudamerica. Anche se la FCL non prevedeva condizionalità, l'approccio generale del fondo spesso supportava riforme favorevoli al mercato, disciplina fiscale e privatizzazione, che nel lungo andare potrebbero limitare lo spazio di manovra politica dei paesi come la Colombia²¹⁰. Anche la Banca Mondiale è stata spesso associata a riforme strutturali che prioritizzano la stabilità finanziaria all'investimento sociale²¹¹. Quindi, se da un lato il supporto nel breve periodo è stato utile, le implicazioni più profonde di questa collaborazione rimangono oggetto di dibattito.

2.4 Impatto sociale sulla popolazione colombiana

Tuttavia, anche se la Colombia viene spesso menzionata come uno dei paesi che è riuscito a gestire piuttosto bene la crisi del 2008, questa è solo una faccia della medaglia. Mentre i dati macroeconomici mostrano una certa resilienza, la realtà quotidiana per molti colombiani, specialmente i gruppi più vulnerabili è ben diversa. Aldilà dei titoli sulla stabilità e la ripresa, ci furono delle conseguenze sociali gravi che non dovrebbero essere ignorate.

Uno degli effetti più evidenti riguarda il mercato del lavoro, specialmente per le giovani donne. Secondo uno studio pubblicato nel 2011, durante il quarto trimestre del 2008, circa 214.000 donne abbandonarono la forza lavoro, la maggior parte di loro appartenevano ad un range di età tra i 18 e i 26 anni²¹². Questo dato evidenzia come la crisi abbia colpito sproporzionatamente uno specifico gruppo di persone, che spesso lavoravano in nero o in posti di lavoro precari e come furono le prime a perderlo.

Un altro fattore importante era il rallentamento della riduzione del tasso di povertà. Mentre alcuni dati ufficiali suggerivano una leggera diminuzione della povertà, che passò dal 33,2% nel 2008 al 33% nel 2009, in realtà, la crisi interruppe il progresso già fatto

²¹⁰ Ha-Joon Chang. 23 Things They Don't Tell You About Capitalism. 2011.

²¹¹ Joseph Stiglitz. Globalization and Its Discontents Revisited, 2017.

²¹² Chant, Sylvia and Gutmann, Matthew (2011), Colombia Gender and Social Exclusion Analysis, DFID – UK Government.

negli anni precedenti. Molte famiglie subirono una riduzione degli stipendi, un aumento nell'instabilità lavorativa e accesso limitato al credito, fattori che colpiscono la loro stabilità a lungo andare²¹³.

In aggiunta, l'incertezza economica portò molte persone a cercare alternative di guadagno non regolamentate, ciò favorì la diffusione di truffe finanziarie, in particolar modo gli schemi piramidali. Alla fine del 2008, il collasso di un grande schema piramidale coinvolse più di 200.000 persone, per la maggior parte provenienti da background di povertà, questa situazione provocò grandi proteste in diverse parti del paese ed evidenziò la mancanza di protezione finanziaria per i più poveri²¹⁴.

In sostanza, nonostante il governo colombiano abbia gestito la crisi positivamente da un punto di vista finanziario ed istituzionale, il costo sociale fu molto elevato. La crisi evidenziò che la stabilità macroeconomica non corrisponde sempre al benessere sociale e che quelli maggiormente colpiti furono sempre coloro che già vivevano in condizioni precarie e vulnerabili, non beneficiando dalla formale ripresa economica.

3. Chiave di lettura marxiana

3.1 Marx e la crisi nei paesi periferici

Dopo aver analizzato come la crisi del 2008 abbia raggiunto i paesi in via di sviluppo attraverso il commercio, gli investimenti e il debito, è importante fare un passo indietro per osservarne il quadro generale. La crisi finanziaria globale non è stata solo un incidente o il frutto di errori commessi da parte delle banche, da una prospettiva marxiana, rappresenta l'espressione delle contraddizioni interne del capitalismo stesso. Questo tipo di lettura ci aiuta a comprendere perché gli effetti furono così diffusi e duri nella periferia del sistema economico mondiale.

²¹³ "Almost Half of 43.7 Million Colombians Live Below the Poverty Line." MercoPress, 4 maggio 2010.

²¹⁴ World Bank (2013), Colombia Strengthens its Financial Sector Resilience.

Per Marx, il capitalismo è un sistema che tende ad espandersi costantemente, ma che allo stesso tempo produce i suoi stessi limiti. Una delle contraddizioni centrali è quella tra la necessità di generare profitto e la capacità dei lavoratori (consumatori) di acquistare ciò che viene prodotto; questo squilibrio porta a crisi ricorrenti di sovrapproduzione: i beni sono disponibili, ma non possono essere venduti perché i salari sono troppo bassi o la disuguaglianza è troppo alta. Negli anni che precedettero la crisi del 2008, l'illusione di una crescita infinita veniva sostenuta attraverso il credito e la finanziarizzazione, ciò, permise ai consumi di continuare a crescere senza reali aumenti salariali, ma questa era solo una misura temporanea, prima o poi il sistema sarebbe collassato sotto il suo stesso peso²¹⁵.

Per i marxiani, questo tipo di crisi non è una deviazione dalla logica capitalistica, ma piuttosto un esito naturale del suo funzionamento. Rosa Luxemburg e in tempi più recenti studiosi come David Harvey sostennero che il capitalismo ha sempre provato a superare le sue barriere interne, espandendosi in nuovi territori, aprendo nuovi mercati, o creando nuovi prodotti finanziari, ma ciascuna di queste soluzioni ha sempre creato nuove contraddizioni. L'espansione del settore finanziario negli anni 2000, specialmente nel settore immobiliare e nel credito al consumo, sembrò quasi offrire una via d'uscita dalla stagnazione dei profitti industriali, in realtà, posticipò solo la crisi e la rese peggiore quando arrivò²¹⁶.

Nel sud globale, queste contraddizioni erano ancora più marcate. Molti paesi periferici vennero incorporati nel mercato globale con condizioni profondamente disuguali, il loro ruolo veniva spesso limitato all'esportazione di materie prime a basso costo o di manodopera, mentre dovevano importare beni industriali e servizi finanziari. Quando una crisi arriva, sono proprio questi paesi a pagarne il prezzo più alto, perché più dipendenti dalla domanda estera, dal capitale e dalle istituzioni, è la struttura stessa del capitalismo

²¹⁵ Harvey, D. *The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism*. Oxford University Press, 2010.

²¹⁶ Luxemburg, R. *The Accumulation of Capital*. Routledge, 2003 (originally 1913).

globale che li colloca in una posizione subordinata che li rende più vulnerabili con una capacità di risposta limitata²¹⁷.

L'approccio marxiano permette di leggere la crisi del 2008 come prodotto delle contraddizioni interne dell'accumulazione capitalistica, che colpiscono maggiormente le periferie del sistema. Per questa ragione, qualsiasi tentativo di risolvere queste crisi senza cambiare la struttura del capitalismo globale probabilmente porteranno a nuove, e forse più profonde crisi in futuro²¹⁸.

3.2 Il capitale finanziario e la subordinazione del Sud globale

A partire da queste considerazioni, è fondamentale approfondire i meccanismi strutturali attraverso i quali il capitale finanziario contribuisce alla costante subordinazione del sud globale.

Secondo Lenin, quando le economie capitalistiche avanzate si sviluppano, iniziano a scontrarsi con eccessi di capitale che non possono essere investiti in maniera redditizia all'interno dei propri confini, questo capitale viene dunque esportato verso le regioni meno sviluppate, creando un meccanismo di subordinazione economica e dipendenza per i paesi meno sviluppati; in altre parole, i paesi esportatori di capitale controllano e sfruttano le economie dei paesi periferici, limitando la loro abilità di svilupparsi autonomamente e costringendoli a cadere in relazioni dipendenti²¹⁹.

Teorici come Theotônio dos Santos hanno ampliato questo ragionamento, sostenendo che gli investimenti stranieri nei paesi in via di sviluppo non favoriscano realmente uno sviluppo autonomo, al contrario, questi capitali stranieri tendono a riorganizzare le loro economie locali, per soddisfare gli interessi dei paesi capitalisti più ricchi. Il

²¹⁷ Lapavistas, C. *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*. Verso Books, 2013.

²¹⁸ Harvey, David. *The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2010.

²¹⁹ Lenin, V.I. (1916). *Imperialism, the Highest Stage of Capitalism*.

risultato è la creazione di economie orientate esclusivamente all'export trascurando i settori locali e le necessità sociali²²⁰.

Un altro concetto cruciale introdotto da Marx è quello del “capitale fittizio”, ovvero, obbligazioni sovrane o strumenti finanziari complessi che non rappresentano beni materiali, ma crediti basati su profitti futuri. Nel contesto del sud globale, questi titoli spesso si concretizzano in debiti sovrani che i governi faticano a ripagare, portandoli a implementare misure di austerità per garantirne il pagamento agli investitori internazionali²²¹.

Inoltre, il teorico Brasiliano Ruy Mauro Marini propose il concetto di “super sfruttamento” per spiegare la condizione dei lavoratori nelle economie periferiche. In pratica, questo si concretizza in salari di gran lunga inferiori al valore del lavoro prodotto, orari di lavoro più lunghi e condizioni lavorative precarie. Marini sostenne che questa forma di sfruttamento non fosse un'anomalia, bensì una condizione strutturale del sistema capitalistico globale, designato specificatamente per trasferire la ricchezza dai paesi più poveri a quelli più ricchi²²².

Un altro fenomeno importante è quello dello “scambio ineguale”, che consiste nell'esportazione da parte dei paesi poveri di materie prime e beni a basso valore aggiunto, importando invece prodotti finiti più costosi dai paesi industrializzati, questa dinamica sbilanciata genera un flusso continuo di ricchezza dal sud globale al nord, mantenendo la subordinazione economica²²³.

²²⁰ Dos Santos, T. (1970). “The Structure of Dependence.” *The American Economic Review*, 60(2), 231-236.

²²¹ Perelman, M. (1990). *Fictitious Capital and Crisis Theory*.

²²² Marini, R.M. (1972). *Dialectics of Dependency*. Monthly Review Press.

²²³ Amin, S. (2015). “Contemporary Imperialism and Unequal Exchange,” *Monthly Review*.

3.3 L'espansione del debito come forma di controllo

Marx stesso, ha sottolineato che il debito svolge un ruolo chiave nell'economia capitalista, è diventato uno strumento potente attraverso il quale i capitalisti accumulano ricchezza, poiché crea una relazione di dipendenza tra paesi creditori e debitori. Secondo Marx, il debito nazionale ha contribuito a creare condizioni favorevoli all'accumulazione del capitale, trasformando i soldi pubblici in ricchezza privata, a beneficio delle istituzioni finanziarie e degli investitori ricchi. Questo processo rafforza il potere economico dei paesi capitalisti a discapito di quelli in via di sviluppo, controllando le loro economie efficacemente attraverso le obbligazioni finanziarie²²⁴.

Nel capitalismo contemporaneo, questa dinamica risulta ancora più evidente quando si osserva la struttura del debito internazionale. L'economista marxiano italiano Luciano Vasapollo ha spiegato come il debito internazionale nei paesi in via di sviluppo non sia solo uno strumento finanziario, funge anche da strumento economico e politico per imporre politiche neoliberali, privatizzazioni e misure di austerità. Vasapollo sostiene che quando i paesi del sud globale contraggono prestiti da istituzioni finanziarie internazionali, sono costretti ad accettare condizioni rigorose che generalmente riducono la loro sovranità economica, obbligandoli ad implementare politiche favorevoli solo ai creditori e agli investitori stranieri²²⁵.

Un esempio concreto è il ruolo delle istituzioni come il fondo monetario internazionale e la Banca Mondiale, quando questi enti concedono prestiti a paesi in crisi, tipicamente impongono programmi strutturali di aggiustamento, programmi che spesso portano alla privatizzazione di beni pubblici, riduzione della spesa pubblica e liberalizzazione economica.

Inoltre, attraverso le continue espansioni del debito, i paesi creditori e le istituzioni finanziarie continuarono ad estrarre ricchezza dai paesi debitori. Questo costante

²²⁴ Marx, Karl. *Il Capitale: Libro I*. Capitolo 31.

²²⁵ Vasapollo, Luciano. Il nuovo libro di Luciano Vasapollo: "Un sistema che produce crisi". CESTES-USB.

deflusso di risorse dal sud globale rafforza ulteriormente le disparità economiche. L'economista Samir Amin ha evidenziato come il rimborso del debito spesso superi l'ammontare originario del prestito, dimostrando come i meccanismi di debito possano divenire un ciclo infinito di estrazione finanziaria e dipendenza. Questo ciclo perpetuo mantiene i paesi più poveri intrappolati in una posizione economica subordinata, alimentando costantemente le risorse verso i paesi più ricchi e verso le istituzioni finanziarie globali²²⁶.

4. Conclusione

L'analisi condotta in questo capitolo ha mostrato come la crisi finanziaria del 2008, pur essendo nata nei principali centri finanziari del nord globale, abbia comunque avuto profonde conseguenze sui paesi del sud globale. Paesi come la Colombia, nonostante siano stati inizialmente resilienti non sono stati immuni agli effetti più ampi e strutturali della crisi. L'interconnessione globale tra il commercio, i mercati finanziari, e i flussi di capitale hanno permesso alla crisi di propagarsi attraverso vari canali, come il calo dei prezzi delle materie prime, la diminuzione degli investimenti e l'aumento del peso del debito.

Come evidenziato dal caso della Colombia, le risposte istituzionali si sono spesso concentrate nel preservare la stabilità macroeconomica, spesso a scapito dell'equità sociale. Sebbene il governo abbia mantenuto una credibilità finanziaria sui mercati internazionali, molti cittadini hanno dovuto affrontare un peggioramento delle condizioni lavorative, stagnazione dei salari e tagli ai servizi pubblici²²⁷.

L'approccio marxiano, applicato a questo contesto ha permesso di far emergere gli schemi sistemici più profondi alla base di questi effetti. La crisi non ha solo "raggiunto" il sud globale; è stata assorbita da un sistema già plasmato dalla subordinazione strutturale.

²²⁶ Amin, Samir. *Unequal Development: An Essay on the Social Formations of Peripheral Capitalism*. New York: Monthly Review Press, 1976.

²²⁷ Urrutia, M. (2010). "Colombia y la crisis financiera global." *Revista de Economía Institucional*, 12(23).

Meccanismi come la dipendenza dal debito, lo scambio ineguale e l'allineamento politico delle élite locali agli interessi finanziari globali, dimostrano come le crisi capitalistiche non siano solo eventi isolati ma l'espressione di contraddizioni storiche radicate nel sistema²²⁸.

Le conseguenze non furono solo economiche, ma anche sociali e politiche, in molti paesi, il malcontento popolare si diffuse a causa della percezione del divario crescente tra le politiche economiche ufficiali e la realtà vissuta quotidianamente, le misure di austerità resero le disuguaglianze più profonde e indebolirono i servizi pubblici, scatenando ondate di proteste e instabilità politica²²⁹.

²²⁸ Amin, S. (2015). "Contemporary Imperialism and Unequal Exchange." *Monthly Review*.

²²⁹ Klein, N. (2007). *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism*. Penguin Books. Chapter 10.

CAPITOLO 4 —conclusioni

Introduzione

L'obiettivo di quest'ultimo capitolo, non è ripetere ciò che già è stato discusso nei capitoli precedenti, ma di spostare l'attenzione verso una riflessione più ampia, fornendo uno spazio conclusivo per poter rivisitare le idee principali in un'ottica critica mettendole in relazione con le dinamiche sistematiche più ampie.

In questo capitolo, verrà esplorata la natura sistemica della crisi, attraverso una riflessione sui limiti delle riforme post crisi. Riforme come il Dood-Frank Act o Basilea III avevano lo scopo di stabilizzare il sistema finanziario e prevenire collassi futuri, tuttavia, molti studiosi sostengono che queste riforme non siano riuscite ad affrontare le cause profonde della crisi, come la deregolamentazione dei mercati finanziari, la dipendenza dall'espansione del credito e la separazione crescente tra mercati finanziari ed economia reale²³⁰. In particolare, Lapavitsas sottolinea come la finanziarizzazione abbia permesso al capitale di estrarre profitti senza svolgere alcuna attività produttiva, rafforzando la divisione tra capitale e lavoro²³¹.

Nonostante istituzioni finanziarie come il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale avessero spesso promosso la stabilità, il loro intervento è stato spesso accompagnato da condizioni severe, queste misure hanno imposto disciplina fiscale e macroeconomica, spesso trascurando investimenti pubblici e protezione sociale. In paesi come la Colombia, questo si è tradotto in politiche di protezione verso il capitale straniero, gravando sulle fasce più deboli della popolazione.

In questo senso, il capitolo si pone una domanda centrale: possiamo parlare di una risoluzione reale alla crisi, o ci siamo semplicemente mossi verso una nuova fase delle stesse contraddizioni? Riprendendo le analisi di studiosi come Tooze e Vasapollo, si

²³⁰ Pisani-Ferry, J. (2014). *The Euro Crisis and Its Aftermath*. Oxford University Press.

²³¹ Lapavitsas, C. (2013). *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*. Verso Books.

sostiene che il mondo post crisi non abbia superato le contraddizioni presenti durante la crisi, ma piuttosto le abbia rafforzate sotto nuove forme²³².

Questa introduzione prepara il terreno per le prossime sezioni, dove verranno trattati: la contraddizione del capitalismo finanziario, le carenze delle risposte normative globali, la continua marginalizzazione delle economie periferiche e l'attualità delle interpretazioni marxiane, per comprendere la logica e le conseguenze della crisi globale.

1. Sintesi e riflessioni critiche

1.1 Le contraddizioni sistemiche del capitalismo

Karl Marx aveva già evidenziato l'intrinseca instabilità del capitalismo a causa della caduta tendenziale del saggio di profitto e della sovraccumulazione, ma la versione attuale del capitalismo appare ancora più distante dalla produzione reale. Come spiega Lapavistas, nelle economie finanziarizzate i profitti vengono estratti progressivamente, attraverso gli interessi, i dividendi e le plusvalenze piuttosto che dall'attività industriale o dalla produzione di beni²³³, questa tendenza ha portato alla creazione ed espansione del capitale fittizio, cioè, rivendicazioni cartacee su un valore futuro che potrebbero non essere supportate da nessuna attività produttiva reale.

L'ascesa del capitale fittizio, soprattutto attraverso meccanismi di cartolarizzazione e derivati, hanno contribuito significativamente alla crisi. Le istituzioni finanziarie, motivate dalla ricerca di rendimenti veloci, hanno investito massicciamente in strumenti finanziari complessi come le MBS, i CDO e i CDS. Questi strumenti venivano spesso non compresi a pieno o valutati erroneamente, portando a una massiccia sottovalutazione del rischio, infatti, quando la bolla immobiliare degli USA esplose, il collasso di questi

²³² Tooez, A. (2018). *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. Allen Lane.

²³³ Lapavistas, C. (2013). *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*. Verso Books.

prodotti finanziari scatenò il congelamento del credito a livello globale e il fallimento delle banche, rendendo evidente la fragilità del settore finanziario²³⁴.

I mercati finanziari, che teoricamente dovrebbero collocare il capitale efficientemente, finirono per creare un rischio sistemico attraverso gli eccessi speculativi. La crisi ha rivelato che nel capitalismo neoliberale, l'innovazione finanziaria spesso supera la capacità regolatoria, creando vulnerabilità che gli organismi di controllo non sono in grado di gestire, difatti, le tendenze deregolatorie avviate negli anni 80' e 90', come l'abrogazione del Glass-Steagall Act, permisero alle banche commerciali e d'investimento di fondersi, aumentando la concentrazione del potere finanziario e innalzando il rischio di collasso sistemico²³⁵.

In più, la crisi del 2008, ha esemplificato la natura ciclica dell'accumulazione capitalistica. Come Shaikh e altri economisti marxiani sostengono, il capitalismo non si evolve in maniera lineare e progressiva, piuttosto, è caratterizzato da cicli di espansione e recessione, guidati dalla sovraccumulazione, dalla bolla speculativa e da crisi di realizzazione²³⁶.

Harvey rafforza questa interpretazione, sostenendo che le crisi siano meccanismi necessari per la ristrutturazione del capitalismo, servono a svalutare del capitale, liquidare le imprese non redditizie e aprire nuove vie per l'accumulazione²³⁷. Tuttavia, questa ristrutturazione ha un costo sociale notevole: disoccupazione di massa, austerità e aumento delle disuguaglianze, che spesso ricade sulle classi lavoratrici e sulle popolazioni dei paesi periferici.

²³⁴ Brancaccio, E., & Fontana, G. (2011). "The global economic crisis: A Marxian perspective." *International Journal of Political Economy*, 40(1), 6–24.

²³⁵ Guttman, R. (2016). *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*. Palgrave Macmillan.

²³⁶ Shaikh, Anwar. *Capitalism: Competition, Conflict, Crises*. Oxford: Oxford University Press, 2016.

²³⁷ Harvey, D. (2010). *The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism*. Oxford University Press.

1.2 Limiti delle riforme post-crisi

Dopo la crisi finanziaria del 2008, molti governi e istituzioni internazionali introdussero quadri normativi come il Dodd-Frank Act negli USA e Basilea III a livello globale. Queste riforme avevano l'obiettivo di evitare ulteriori crolli e stabilizzare il sistema finanziario, tuttavia, molti studiosi sostengono che queste misure non siano state sufficienti, specialmente per quanto riguarda i problemi strutturali del capitalismo e dei mercati finanziari.

Ad esempio, il Dodd-Frank Act introdusse un controllo più ferreo, tentando di limitare i comportamenti rischiosi delle grandi istituzioni finanziarie, ma lasciò anche molti vuoti normativi. Col tempo, la pressione politica e il lobbying di Wall Street indebolirono alcune di queste disposizioni²³⁸, in pratica, molte banche divennero sempre più grandi e complesse, mantenendo il rischio delle “too big to fail” in auge²³⁹.

D'altro canto, Basilea III, si è focalizzato sull'aumento dei requisiti patrimoniali e dei rapporti di liquidità per le banche, mentre ciò può risultare positivo sulla carta, la sua applicazione concreta fu molto disomogenea. Alcuni paesi lo implementarono rigorosamente, altri lo rinviarono o ammorbidirono le sue misure, in aggiunta, il quadro normativo continuò a dipendere dai rating sul credito e da modelli che avevano già fallito durante la crisi, mettendo in dubbio la sua reale affidabilità²⁴⁰.

Il grande limite di queste riforme è che furono designate principalmente per le economie avanzate. Molti paesi del sud globale dovettero affrontare le conseguenze della crisi, come i deflussi di capitale o i collassi nelle esportazioni, senza disporre degli strumenti adeguati a proteggere le proprie economie. Istituzioni come il FMI continuarono a spingere politiche di austerità e liberalizzazione, nonostante queste stessero aggravando le disuguaglianze.

²³⁸ Admati, A., & Hellwig, M. (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It*. Princeton University Press.

²³⁹ Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W.W. Norton & Company.

²⁴⁰ Consiglio dell'Unione Europea. “Basilea III: quadro normativo internazionale per le banche.” 30 maggio 2024.

Inoltre, le regole di queste riforme vennero definite principalmente dai paesi con economie centrali, ciò rappresenta perfettamente lo squilibrio di potere presente nelle istituzioni finanziarie: i paesi ricchi stabilivano le regole, mentre i paesi più poveri erano costretti a seguirle. Questo creò un sistema a due velocità diverse: il nord globale, dove vennero create reti di salvataggio e protezioni, e il sud globale, dove il focus fu sulla disciplina e sull'attrattività per gli investitori²⁴¹.

Dunque, sebbene queste riforme post crisi abbiano effettivamente fatto qualcosa per ridurre i rischi immediati, non hanno cambiato davvero le fondamenta. La finanza è ancora troppo potente, troppo complessa e ancora troppo disconnessa dall'economia reale, le riforme hanno fallito nel portare più democrazia nel sistema economico, più che altro hanno rinforzato lo status quo.

1.3 Il ruolo del Sud globale nella riproduzione delle disuguaglianze

Questi risultati confermano l'analisi di studiosi come Lucio Vasapollo, secondo il cui, il sistema economico globale mantiene il sud in una posizione subordinata attraverso il debito e la dipendenza. La crisi non ha cambiato queste dinamiche, le ha rafforzate. Mentre il nord ristrutturava il suo sistema finanziario e andava avanti, il sud rimaneva colmo di debiti, con poche protezioni sociali e una crescente pressione ad attrarre capitali esteri a qualsiasi costo.

Il caso della Colombia in particolare è la rappresentazione che la resilienza non significa sempre giustizia. Il paese è riuscito a rassicurare gli investitori ed ha evitato il pieno collasso, ma la disuguaglianza è rimasta e la classe lavoratrice non ha visto reali miglioramenti. La crisi del 2008, almeno al sud, ha confermato per l'ennesima volta l'esistenza di un sistema dove le stesse regole continuano a produrre gli stessi risultati ingiusti, ancora e ancora.

²⁴¹ Chang, H. J. (2007). *Bad Samaritans: The Myth of Free Trade and the Secret History of Capitalism*. Bloomsbury Press.

1.4 L'attualità del pensiero marxiano

Alla luce della crisi e delle crescenti tensioni economiche attuali, la teoria marxiana si è confermata come uno strumento analitico ancora prezioso. Mentre alcuni considerano Marx datato, la verità è che molti dei suoi concetti chiave continuano ad essere estremamente rilevanti per comprendere l'economia odierna e le realtà sociali, infatti, la polarizzazione tra ricchi e poveri, la crescente concentrazione della ricchezza e l'aumento dell'instabilità dei mercati globali sono tendenze che Marx ha già descritto nella sua critica al capitalismo.

Usare Marx oggi non significa seguirlo dogmaticamente, significa piuttosto considerare le sue idee come strumenti per interpretare criticamente la realtà. Il Marxismo non è un'ideologia, ma uno stile di vita che ci aiuta a leggere le trasformazioni del capitalismo immaginando delle alternative ad esso. In un mondo dove le crisi si ripetono, le disuguaglianze crescono e il potere della finanza supera quello delle istituzioni democratiche, lo sguardo del marxismo resta uno dei più efficaci per porre le giuste domande, e forse, per iniziare a costruire risposte diverse.

1.5 Conclusione finale

Questa tesi è iniziata con una semplice domanda: cosa ha rivelato la crisi del 2008 riguardo la struttura del sistema capitalistico globale, e in che modo le risposte legislative (nazionali e internazionali) sono riuscite (o meno) ad affrontarne le cause profonde? Attraverso i capitoli precedenti, abbiamo concluso che la crisi del 2008 non è stata solo un evento unico o accidentale, ma una rottura strutturale legata alle contraddizioni del capitalismo finanziario, alla regolamentazione debole, e alle disuguaglianze globali.

Attraverso un'analisi economico giuridica e utilizzando una lente marxiana, abbiamo osservato come, fenomeni quali il capitale fittizio, le crisi cicliche e la dipendenza dal debito non siano stati elementi casuali ma parti intrinseche del sistema. Il modo in cui istituzioni come il FMI e la Banca Mondiale hanno gestito il contesto post crisi nel sud globale, specialmente in Colombia, dimostra come il capitalismo globale continui a riprodurre disuguaglianze e a limitare l'autonomia economica della periferia, fallendo nel

ridurre il rischio sistemico e ribilanciare la relazione tra la finanza e la governance democratica²⁴².

Personalmente credo che studiare la crisi del 2008 al giorno d'oggi sia ancora cruciale, molte delle dinamiche che hanno portato al collasso, come l'eccessiva speculazione, la crescente disuguaglianza e la complicità politica sono elementi ancora presenti oggi, anzi, nuovi fattori come la finanza digitale, l'intelligenza artificiale e la crisi ecologica hanno reso il sistema ancora più complesso e instabile²⁴³. Ignorare le lezioni del passato significa rimanere impreparati di fronte agli shock futuri.

Questa tesi non pretende di offrire risposte definitive, ma evidenzia la necessità di rimettere in discussione il modello attuale di crescita e sviluppo. Ricerche future potrebbero esplorare come i sistemi economici potrebbero evolversi in risposta alla crisi climatica, la trasformazione digitale o alla domanda crescente di giustizia sociale. La crisi del 2008 potrebbe essere stata un avvertimento, ma spetta a noi decidere se ascoltarlo o meno.

²⁴² Tooze, A. (2018). *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. Penguin Books.

²⁴³ Mazzucato, M. (2021). *Mission Economy: A Moonshot Guide to Changing Capitalism*. Harper Business.

BIBLIOGRAFIA

11Onze Magazine. "11Onze Check: The Bailed-Out Banks That Save Us." *11Onze Magazine*, June 20, 2022. <https://www.11onze.cat/en/magazine/11onze-check-bailed-out-banks-save-us/>.

Acharya, Viral V., e Matthew Richardson. "Causes of the Financial Crisis." *Critical Review* 21, nn. 2–3 (2009): 195–210.

Acharya, Viral V., Matthew Richardson, Stijn Van Nieuwerburgh, e Lawrence J. White. *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2011.

Acharya, Viral V., Thomas Philippon, Matthew Richardson, e Nouriel Roubini. "The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies." *Financial Markets, Institutions & Instruments* 18, n. 2 (2009): 89–137.

Admati, Anat, e Martin Hellwig. *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013.

Amin, Samir. "Contemporary Imperialism and Unequal Exchange." *Monthly Review*, July 2015. https://doi.org/10.14452/MR-067-03-2015-07_2.

Amin, Samir. *Unequal Development: An Essay on the Social Formations of Peripheral Capitalism*. New York: Monthly Review Press, 1976.

Argüello, Ricardo. "The International Economic Crisis and the Colombian Economy." *Serie Documento de Trabajo* No. 98 (2011). https://www.researchgate.net/publication/299506021_The_International_Economic_Crisis_and_the_Colombian_Economy.

Banca Centrale Europea. "La BCE annuncia un programma ampliato di acquisto di attività." *January* 22, 2015. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html.

Banca d'Italia. *La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane*. Roma: Banca d'Italia, 2009. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2009/mieli_040309.pdf.

Banca d'Italia. Relazione annuale 2015: *La politica monetaria nell'area dell'euro – strumenti non convenzionali (Cap. 4)*. Roma: Banca d'Italia, 2016. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2015/rel_2015.pdf.

Banca d'Italia. *The Regulatory Cycle in Banking*. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), 2020. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0585/QEF_585_20.pdf.

Banca Mondiale. *Colombia Strengthens its Financial Sector Resilience*. July 4, 2013. <https://www.worldbank.org/en/results/2013/07/04/colombia-strengthens-in-financial-sector-resilience>.

Banco de la República de Colombia. *Inflation Report 2009*. Bogotá: Banco de la República, 2009. <https://www.banrep.gov.co>.

Bank for International Settlements. *Basel III: International Regulatory Framework for Banks*. <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>.

Bank for International Settlements. *The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis*. Basel: BIS, 2010. <https://www.bis.org/events/conf100624/levinepaper.pdf>.

Bank for International Settlements. *The Macprudential Policy Framework in Colombia*. 2017. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94i.pdf>.

Bank of England. “The Distributional Effects of Asset Purchases.” *Quarterly Bulletin*, 2012 Q3. <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2012/q3/the-distributional-effects-of-asset-purchases>.

Bank of Spain. *Informe anual* 2012. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/12/Fich/inf2012.pdf>.

Barca, Fabrizio. “Agenda for a Reformed Cohesion Policy.” 2011. https://ideas.repec.org/p/eei/rpaper/eeri_rp_2008_06.html.

Bernanke, Ben S. “Causes of the Recent Financial and Economic Crisis.” *Testimony to the Financial Crisis Inquiry Commission*. 2010. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>.

Blinder, Alan S. *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. New York: Penguin Press, 2013.

Bloomberg – Smith, Elliot Blair. “Bringing Down Wall Street as Ratings Let Loose Subprime Scourge.” *Bloomberg.com*, September 24, 2008.

Blyth, Mark. *Austerity: The History of a Dangerous Idea*. Oxford: Oxford University Press, 2013.

Board of Governors of the Federal Reserve System. “FOMC Statement.” November 3, 2010. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20101103a.htm>.

Borio, Claudio. “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?” *Journal of Banking & Finance* 45 (2014): 182–198. <https://www.bis.org/publ/work395.pdf>.

Borsa Italiana. “Basilea 3: cosa prevede.” <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/approfondimenti/basilea-3.htm>.

Borsa Italiana. “Derivati.” *Glossario Finanziario*.
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/strumenti-finanziari-derivati.html>.

Borsa Italiana. “Significato e funzionamento delle Agenzie di Rating.”
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>.

Brancaccio, Emiliano, e Giuseppe Fontana. “The Global Economic Crisis: A Marxian Perspective.” *International Journal of Political Economy* 40, no. 1 (2011): 6–24.
<https://www.emilianobrancaccio.it/wp-content/uploads/2011/06/intro-brancaccio-and-fontana.pdf>.

Brookings Institution. *The Impact of the Financial Crisis on Low-Income Countries*, 2009. <https://www.brookings.edu/articles/the-impact-of-the-financial-crisis-on-low-income-countries/>.

Brown-Hruska, Sharon. “Remarks Before the International Energy Credit Association.” *Commodity Futures Trading Commission*, 2003.
<https://www.cftc.gov/opa/speeches03/opabrown-hruska-04.htm>.

Brunnermeier, Markus K. “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008.” *Journal of Economic Perspectives* 23, no. 1 (2009): 77–100.
<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.23.1.77>.

Bundesbank. *Financial Stability Review* 2009.
<https://www.bundesbank.de/resource/blob/626158/a393b7e5fa94e5f9370487504091b291/mL/2009-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>.

Burke, Sara. “Indicators of Health System Coverage and Activity in Ireland during the Economic Crisis 2008–2014 – From ‘More with Less’ to ‘Less with Less’.” *Health Policy*, 2016. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0168851014001663>.

Camera dei Deputati. “Basilea 3 - Approfondimento tecnico.”
<https://leg16.camera.it/465?Basilea+3=&area=7&tema=529>.

Cecchetti, Stephen G. *Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007–2008. CEPR Discussion Paper*, 2008.
<https://citeseerx.ist.psu.edu/document?doi=5ccc7970c95f8b6fca75ebefd76b2fbb744b6c6d>.

Central Bank of Ireland. *The Irish Banking Crisis: Regulatory and Financial Stability Policy 2003–2008*. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/24896/1/The_Irish_Banking_Crisis_Regulatory_and_Financial_Stability_Policy_2003-2008.pdf.

CEPAL. *Balance Preliminar de las Economías 2009*.
<https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/6f00bb65-6ed6-4281-923f-7f010f350f7f/content>.

CEPAL. *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2010 – Colombia*.
<https://www.cepal.org/es/publicaciones/1070-estudio-economico-america-latina-caribe-2009-2010-impacto-distributivo-politicas>.

Chang, Ha-Joon. *23 Things They Don't Tell You About Capitalism*. 2011.

Chang, Ha-Joon. *Bad Samaritans: The Myth of Free Trade and the Secret History of Capitalism*. New York: Bloomsbury Press, 2007.

Chant, Sylvia, and Matthew Gutmann. *Colombia Gender and Social Exclusion Analysis*. DFID – UK Government, 2011.
https://assets.publishing.service.gov.uk/media/57a08abee5274a27b200073f/Colombia_28July11.pdf.

Chicago Booth Review. “How Quantitative Easing Actually Works.”
<https://www.chicagobooth.edu/review/how-quantitative-easing-actually-works>.

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, Luc Laeven, e Fabian Valencia. *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2014. <https://www.imf.org/en/Publications/Books/Issues/2016/12/31/Financial-Crises-Causes-Consequences-and-Policy-Responses-40301>.

Coffee, John C. “Systemic Risk after Dodd–Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight.” *Columbia Law and Economics*, 2011. https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?params=/context/faculty_scholarship/article/1035/&path_info=111_Colum._L._Rev._795.pdf.

Coffee, John C. “What Went Wrong? An Initial Inquiry into the Causes of the 2008 Financial Crisis.” *Columbia Law School*, 2015. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/14735970.2009.11421533>.

Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria. *Basilea III: Il Liquidity Coverage Ratio e gli strumenti di monitoraggio del rischio di liquidità*. Banca dei Regolamenti Internazionali, January 2013. https://www.bis.org/publ/bcbs238_it.pdf.

Commissione Europea. “Meccanismo di risoluzione unico.”
https://finance.ec.europa.eu/banking/banking-union/single-resolution-mechanism_it.

Congressional Budget Office. “Final Report on the Troubled Asset Relief Program.” Aprile 19, 2024. <https://www.cbo.gov/publication/59919>.

Congressional Research Service. *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. 2017. <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R41350>.

Consiglio dell'Unione Europea. "Basilea III: Quadro Normativo Internazionale per le Banche." May 30, 2024. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/basel-iii/>.

CONSOB. *Audizione del Presidente Vicario della CONSOB Vittorio Conti: La regolamentazione delle agenzie di rating nell'Unione Europea*. Roma, 23 settembre 2010. https://www.consob.it/documents/1912911/1985652/intervento_conti_20100923.pdf.

Consumer Financial Protection Bureau. "About Us." <https://www.consumerfinance.gov/about-us/>.

Court of Justice of the European Union. *Judgment in Case C-62/14*. 2015. <https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=165057&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=342120>.

Cox, James D., e Thomas L. Hazen. "Revolving Elites: The Unexplored Risk of Capturing the SEC." *The Georgetown Law Journal* 107, no. 2 (2019): 261–312. https://www.law.georgetown.edu/georgetown-law-journal/wp-content/uploads/sites/26/2019/04/2Revolving-Elites_The-Unexplored-Risk-of-Capturing-the-SEC_Cox_Thomas.pdf.

Crotty, James. "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'." *Cambridge Journal of Economics* 33, no. 4 (2009): 563–580. <https://academic.oup.com/cje/article/33/4/563/1716230>.

DANE. *Informe de Resultados de las Cuentas Nacionales Anuales Años 2009 Definitivo y 2010 Provisional*. https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/pib/anuales/ccrg_base2005/presentacion_resultados_09_10p.pdf.

De Grauwe, Paul. *The Economics of Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press, 2018.

De Grauwe, Paul. *The Limits of the Market: The Pendulum Between Government and Market*. Oxford: Oxford University Press, 2016.

Dos Santos, Theotonio. "The Structure of Dependence." *The American Economic Review* 60, no. 2 (1970): 231–236.

Draghi, Mario. "Testimony to the Italian Senate on the Financial Crisis." *Banca d'Italia archives*, 2008. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2008/draghi_211008_en.pdf?language_id=1.

Duffie, Darrell. *How Big Banks Fail and What to Do About It*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2011.

Duke Law News. “Duke Law Financial Experts Analyze Regulation Before and After the 2008–2009 Financial Crisis.” 2017. <https://law.duke.edu/news/duke-law-financial-experts-analyze-regulation-and-after-2008-2009-financial-crisis>.

Economic Policy Institute. “The State of Working America.” <https://ecommons.cornell.edu/server/api/core/bitstreams/a5299ff3-0b49-4cf2-8342-2956efec61c4/content>.

Eurodad. *Unhealthy Conditions: IMF Loan Conditionality and Its Impact on Health Financing*. Brussels: European Network on Debt and Development, 2018. https://assets.nationbuilder.com/eurodad/pages/511/attachments/original/1590680908/U_nhealthy_conditions.pdf.

European Banking Authority. “The Basel Framework: The Global Regulatory Standards for Banks.” <https://www.eba.europa.eu/activities/basel-framework-global-regulatory-standards-banks>.

European Central Bank. “Banking Supervision – The SSM.” <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.en.html>.

European Central Bank. “La crisi finanziaria: sfide e risposte.” 2009. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html.

European Central Bank. *Annual Report 2010*. 2010. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf>.

European Court of Auditors. *EU Supervision of Credit Rating Agencies – Well Established but Not Yet Fully Effective, Special Report No. 22/2015*. 2016. https://www.eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr15_22/sr_esma_en.pdf.

European Court of Auditors. *Special Report No. 17/2017: The Commission’s Intervention in the Greek Financial Crisis*. <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/greek-crisis-17-2017/en/>.

European Parliament News. “La Troika ha aiutato a evitare il peggio, ma ha danneggiato la ripresa.” 2014. <https://www.europarl.europa.eu/news/it/press-room/20140307IPR38407>.

European Parliament. “Fact Sheet on the Banking Union.” <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/88/unione-bancaria>.

European Parliament. *Report on the Enquiry on the Role and Operations of the Troika with Regard to Euro Area Programme Countries (A7-0149/2014)*. https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-7-2014-0149_IT.html.

European Securities and Markets Authority (ESMA). *Annual Report on Supervision of Credit Rating Agencies*. 2016.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-234_esma_2015_annual_report_on_supervision_and_2016_work_plan.pdf.

European Stability Mechanism. “Enter the Troika: The European Commission, the IMF, the ECB.” <https://www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro/enter-troika-european-commission-imf-ecb>.

Federal Deposit Insurance Corporation. “Three Financial Crises and Lessons for the Future.” 2025. <https://www.fdic.gov/news/speeches/2025/three-financial-crises-and-lessons-future>.

Federal Reserve Bank of St. Louis. “Understanding the Subprime Mortgage Crisis.” 2008. https://www.stlouisfed.org/-/media/project/frbstl/stlouisfed/files/pdfs/banking/spa_2007_05.pdf.

Federal Reserve Bank of St. Louis. “Why Didn’t Bank Regulators Prevent the Financial Crisis?” 2017. <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2017/may/why-didnt-bank-regulators-prevent-financial-crisis>.

Fender, Ingo, e Janet Mitchell. “The Future of Securitisation: How to Align Incentives.” BIS Quarterly Review, September 2009. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909e.pdf.

Financial Crisis Inquiry Commission. *The Financial Crisis Inquiry Report*. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office, 2011. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.

Financial Stability Board. *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*. 2011. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104bb.pdf.

Financial Stability Oversight Council. *2011 Annual Report*. Washington, DC: U.S. Department of the Treasury, 2011. <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOCAR2011.pdf>.

Gagnon, Joseph. “Quantitative Easing: An Underappreciated Success.” 2016. <https://www.piie.com/sites/default/files/documents/pb16-4.pdf>.

Gennaioli, Nicola, e Laura Bosetti. *La Governance delle Agenzie di Rating*. Università di Brescia Working Paper, 2012. <https://iris.unibs.it/retrieve/ddc633e3-701d-4e2e-e053-3705fe0a4c80/48%20LB%20-%20La%20governance%20delle%20agenzie%20di%20rating%20-%20prime%20considerazioni%20alla%20luce%20delle%20riforme.pdf>.

Gorton, Gary. *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2009.

Greenspan, Alan. “The Crisis.” *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2010. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2010/03/2010a_bpea_greenSPAN.pdf.

Guttman, Robert. *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*. London: Palgrave Macmillan, 2016.

Harvey, David. *The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2010. <https://davidharvey.org/2010/08/the-enigma-of-capital-and-the-crisis-this-time/>.

Harvey, David. *The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2010. <https://www.davidharvey.org/2010/08/the-enigma-of-capital/>.

International Monetary Fund (IMF). “Colombia and the IMF – Working Together.” 2022. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/04/04/Colombia-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-516082>.

International Monetary Fund (IMF). “IMF Executive Board Approves US\$10.5 Billion Arrangement for Colombia Under the Flexible Credit Line.” 2009. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr09161>.

International Monetary Fund (IMF). “Preventing Future Crises.” *Finance & Development*, December 2008. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/12/sacasa.htm>.

International Monetary Fund (IMF). “Remittances in Development.” *Finance & Development*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/12/ratha.htm>.

International Monetary Fund (IMF). *Colombia: 2010 Article IV Consultation Report*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10105.pdf>.

International Monetary Fund (IMF). *Colombia: Public Information Notice on the 2008 Article IV Consultation*. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/pn0908>.

International Monetary Fund (IMF). *Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement*. 2013. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>.

International Monetary Fund (IMF). *Impact of the Global Financial Crisis on Low-Income Countries*. <https://www.imf.org/-/media/external/pubs/ft/books/2009/globalfin/globalfin.ashx>.

International Monetary Fund (IMF). *Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF*. 2009. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021809.pdf>.

International Monetary Fund (IMF). *The Global Financial Crisis and Its Impact on Developing Countries*. <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/display/book/9780821378595/ch03.pdf>.

International Monetary Fund (IMF). *The Implications of the Global Financial Crisis for Low-Income Countries*. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/092809.pdf>.

International Monetary Fund. “Shadow Banking and Market Based Finance.” September 14, 2017. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/13/sp091417-shadow-banking-and-market-based-finance>.

International Monetary Fund. *Fiscal Policy in Latin America: Lessons and Legacies of the Global Financial Crisis*. 2015. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1506techapx.pdf>.

Investopedia. “Quantitative Easing (QE): What It Is and How It Works.” <https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>.

Investopedia. “The Collapse of Lehman Brothers: A Case Study.” <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp>.

IOSCO. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* – Revised. Maggio 2008. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.

Johnson, Simon, e James Kwak. *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. New York: Pantheon Books, 2010.

Joyce, Michael, David Miles, Andrew Scott, e Dimitri Vayanos. “Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction.” *The Economic Journal* 122, no. 564 (2012): F271–F288. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2012.02551.x>.

Karamessini, Maria. “Is the Sex of Austerity Female? Evidence from the Greek Great Depression.” *Transfer: European Review of Labour and Research* 19, no. 2 (2013): 103–118. <https://doi.org/10.1177/1024258913482329>.

Klein, Naomi. *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism*. London: Penguin Books, 2007.

Krugman, Paul. *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. New York: W.W. Norton & Company, 2009.

Labaton, Stephen. “Agency’s ’04 Rule Let Banks Pile Up New Debt.” *The New York Times*, October 3, 2008. <https://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html>.

Labaton, Stephen. “Agency’s ’04 Rule Let Banks Pile Up New Debt.” *The New York Times*, 2008. <https://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html>.

Lapavitsas, Costas. *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*. London: Verso Books, 2013.

Lenin, V. I. *Imperialism, the Highest Stage of Capitalism*. 1916. <https://www.marxists.org/archive/lenin/works/1916/imp-hsc/>.

Levin, Carl, e Tom Coburn. *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*. U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations, 2011. https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf.

Levitin, Adam J., e Susan M. Wachter. *The Great American Housing Bubble: What Went Wrong and How We Can Protect Ourselves in the Future*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2020.

Levitt, Arthur. "Testimony Concerning S. 2697, *The Commodity Futures Modernization Act of 2000*." U.S. Securities and Exchange Commission, 2000. <https://www.sec.gov/news/testimony/ts112000.htm>.

Liberty Street Economics (Federal Reserve Bank of New York). "Ten Years Later—Did QE Work?" <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/05/ten-years-laterdid-qe-work>.

Lopes, Ana, e Sofia F. Casaca. "Austerity and Welfare Reform in Portugal: Continuity and Change in the Shadow of Crisis." *In Crisis, Austerity, and Transformation: How Disciplinary Neoliberalism Is Changing Portugal*, a cura di Maria Eduarda Gonçalves, 45–68. Lanham, MD: Rowman & Littlefield, 2017.

Lukken, Walter. "It's a Matter of Principles." *Commodity Futures Trading Commission*, 2008. <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opalukken-23>.

Luxemburg, Rosa. *The Accumulation of Capital*. London: Routledge, 2003 (originally 1913). <https://www.marxists.org/archive/luxemburg/1913/accumulation-capital/index.htm>.

Marini, Ruy Mauro. *Dialectics of Dependency*. New York: Monthly Review Press, 1972.

Marx, Karl. *Il Capitale: Libro I*. Capitolo 31, "Genesi del capitalista industriale." 1867.

Mazzucato, Mariana. *Mission Economy: A Moonshot Guide to Changing Capitalism*. New York: Harper Business, 2021.

Mercopress. "Almost Half of 43.7 Million Colombians Live Below the Poverty Line." May 4, 2010. <https://en.mercopress.com/2010/05/04/almost-half-of-43.7-million-colombians-live-below-the-poverty-line>.

Minsky, Hyman P. *The Financial Instability Hypothesis*. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute, 1992.

Mishkin, Frederic S. "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis." *Journal of Economic Perspectives* 25, no. 1 (2011): 49–70. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.25.1.49>.

Nordic Financial Unions. “The Unfinished Chapter: Why the European Deposit Insurance Scheme Remains Elusive After Nine Years.” 2023. <https://nordicfinancialunions.org/blog/the-unfinished-chapter-why-the-european-deposit-insurance-scheme-remains-elusive-after-nine-years/>.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). *Public Sector Compensation in Times of Austerity*. OECD Publishing, 2012. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2012/11/public-sector-compensation-in-times-of-austerity_g1g1db8b/9789264177758-en.pdf.

Ortiz, Isabel, e Matthew Cummins. *Austerity: The New Normal – A Renewed Washington Consensus 2010–24*. New York: Initiative for Policy Dialogue et al., 2019. <https://ipdcolumbia.org/wp-content/uploads/2024/08/Austerity-the-New-Normal.pdf>.

Oxfam. “A Cautionary Tale: The True Cost of Austerity and Inequality in Europe.” September 2013. https://www-cdn.oxfam.org/s3fs-public/file_attachments/bp174-cautionary-tale-austerity-inequality-europe-120913-en_1_1.pdf.

Panitch, Leo, e Sam Gindin. *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire*. London: Verso Books, 2012. <https://www.versobooks.com/books/1527-the-making-of-global-capitalism>.

Paulson, Henry M. *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*. New York: Business Plus, 2010.

Perelman, Michael. “Fictitious Capital and Crisis Theory.” <http://gesd.free.fr/perelman8.pdf>.

Philadelphia Fed. “Did Quantitative Easing Work?” <https://www.philadelphiafed.org/the-economy/monetary-policy/did-quantitative-easing-work>.

Phillips, Kevin. *Bad Money: Reckless Finance, Failed Politics, and the Global Crisis of American Capitalism*. New York: Penguin Books, 2008.

Pisani-Ferry, Jean. “Europe’s Troika Should Grow Up.” *Project Syndicate*, 2013. <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-legacy-of-the-troika-in-the-eurozone-and-beyond-by-jean-pisani-ferry>.

Pisani-Ferry, Jean. *The Euro Crisis and Its Aftermath*. Oxford: Oxford University Press, 2014.

Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, e Hayley Boesky. “Shadow Banking.” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 458 (2010). https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf.

ProPublica. “The Bailout Was 11 Years Ago. We’re Still Tracking Every Penny.” <https://www.propublica.org/article/the-bailout-was-11-years-ago-were-still-tracking-every-penny>.

Purnanandam, Amiyatosh. “Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis.” *Review of Financial Studies* 24, no. 6 (2011): 1881–1915. <https://academic.oup.com/rfs/article/24/6/1881/1572080>.

Rajan, Raghuram G. *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2010.

Reinhart, Carmen M., e Kenneth S. Rogoff. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009.

Sacasa, Noël. “Preventing Future Crises.” *Finance & Development*, December 2008. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/12/sacasa.htm>.

Schapiro, Mary L. “Testimony Concerning the Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009.” *U.S. Securities and Exchange Commission*, 2009. <https://www.sec.gov/news/testimony/2009/ts092209mls.htm>.

Sedunov, John. “Do Bank Bailouts Reduce or Increase Systemic Risk? The Effects of TARP on Financial System Stability.” Villanova University, September 2016. https://www.kansascityfed.org/documents/307/Do_Bank_Bailouts_Reduce_or_Increase_Systemic_Risk_The_Effects_of_TARP_on_Financial_Sys.pdf.

Shaikh, Anwar. *Capitalism: Competition, Conflict, Crises*. Oxford: Oxford University Press, 2016.

Stewart, James B. “Eight Days.” *The New Yorker*, September 21, 2009. <https://www.newyorker.com/magazine/2009/09/21/eight-days>.

Stiglitz, Joseph E. *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York: W. W. Norton & Company, 2010.

Stiglitz, Joseph. *Globalization and Its Discontents Revisited*. 2017.

Stout, Lynn A. “Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis.” *Harvard Business Law Review* 1 (2011): 1–38. <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/07/19/derivatives-and-the-legal-origin-of-the-2008-credit-crisis/>.

Stuckler, David, e Sanjay Basu. *The Body Economic: Why Austerity Kills*. London: Penguin Books, 2013.

Stulz, René M. “Credit Default Swaps and the Credit Crisis.” *Journal of Economic Perspectives* 24, no. 1 (2010): 73–92. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.24.1.73>.

Taylor, John B. *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford, CA: Hoover Institution Press, 2009. <https://www.hoover.org/research/getting-track>.

The Brookings Institution. “The Volcker Rule: Still Problematic.” 2010. <https://www.brookings.edu/articles/the-volcker-rule-still-problematic/>.

The Guardian. “Lehman’s Fall to Earth: The Last Hours of a Wall Street Giant.” September 3, 2009. <https://www.theguardian.com/business/2009/sep/03/lehman-brothers-rescue-bid>.

The Guardian. “US Federal Reserve to End Quantitative Easing Programme.” 2014. <https://www.theguardian.com/business/2014/oct/29/us-federal-reserve-end-quantitative-easing-programme>.

Tooze, Adam. *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. London: Penguin Books, 2018.

U.S. Department of the Treasury. “About TARP.” <https://home.treasury.gov/data/troubled-assets-relief-program/about-tarp>.

U.S. Department of the Treasury. “Troubled Asset Relief Program (TARP).” <https://home.treasury.gov/data/troubled-asset-relief-program>.

U.S. Department of the Treasury. “U.S. Government Finalizes Terms of Citi Guarantee Announced in November.” January 16, 2009. <https://home.treasury.gov/news/press-releases/hp1358>.

U.S. Government Accountability Office (GAO). “Troubled Asset Relief Program: Lifetime Cost.” <https://www.gao.gov/products/gao-24-107033>.

U.S. Government Accountability Office (GAO). *Financial Regulation: A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the U.S. Financial Regulatory System*. 2009. <https://www.gao.gov/assets/gao-09-216.pdf>.

U.S. Securities and Exchange Commission. *Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff’s Ponzi Scheme*. 2009. <https://www.sec.gov/news/studies/2009/oig-509.pdf>.

U.S. Securities and Exchange Commission. *SEC’s Oversight of Bear Stearns and Related Entities*. 2008. <https://www.sec.gov/files/446-b.pdf>.

U.S. Securities and Exchange Commission. *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Select Credit Rating Agencies*. 2010. <https://www.sec.gov/files/craexamination070808.pdf>.

U.S. Treasury. *The Financial Crisis Response*. 2012. https://democrats-financialservices.house.gov/uploadedfiles/20120413_financialcrisisresponsechartstreasury.pdf.

UNCTAD. “Global FDI in Decline Due to the Financial Crisis, and a Further Drop Expected.” https://unctad.org/system/files/official-document/webdiaeia20095_en.pdf.

UNCTAD. World Investment Report 2009: *Transnational Corporations, Agricultural Production and Development*. <https://investmentpolicy.unctad.org/publications/56/world-investment-report-2009—transnational-corporations-agricultural-production-and-development>.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *Trade and Development Report 2009*. New York: United Nations, 2009. https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2009_en.pdf.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development*. United Nations, 2009. https://unctad.org/system/files/official-document/wir2009_en.pdf.

United Nations. *World Economic Situation and Prospects 2009*. <https://desapublications.un.org/file/533/download>.

Urrutia, Miguel, e Javier Llano. “La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia.” *Revista Desarrollo y Sociedad* 1, no. 67 (2011): 11–48. <https://doi.org/10.13043/dys.67.1>.

Vasapollo, Luciano. “Il nuovo libro di Luciano Vasapollo: ‘Un sistema che produce crisi’.” CESTES-USB. <https://cestes.usb.it/leggi-notizia/il-nuovo-libro-di-luciano-vasapollo-un-sistema-che-produce-crisi-1641.html>.

Velikonja, Urska. “Reporting Agency Performance: Behind the SEC’s Enforcement Statistics.” *Cornell Law Review* 101, no. 4 (2016): 901–952. <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4698&context=clr>.

Visco, Ignazio. “L’uscita dalla crisi del debito sovrano: politiche e ruolo delle istituzioni europee.” 2014. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2014/Visco-Pavia250314.pdf>.

White, Lawrence J. “The Credit Rating Agencies and the Subprime Debacle.” *Critical Review* 21, no. 2–3 (2009): 389–399. <https://philpapers.org/rec/WHITCA-4>.

World Bank. “Colombia Strengthens its Financial Sector Resilience.” 2013. <https://www.worldbank.org/en/results/2013/07/04/colombia-strengthens-in-financial-sector-resilience>.

World Bank. “Colombia: Country Partnership Framework.” 2023. <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents->

[reports/documentdetail/940691468184792587/colombia-country-partnership-framework-for-the-period-fy16-21.](#)