



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in

ECONOMIA AZIENDALE

LA CRISI FINANZIARIA DEL 2008

FINANCIAL CRISIS OF 2008

Relatore:

Prof. Gallegati Marco

Rapporto Finale di:

Alfonsi Fabio

Anno Accademico 2021/2022

INTRODUZIONE E SCOPO DELLA TESI.....	
CAPITOLO 1 IL MERCATO FINANZIARIO	
1.1 Il mercato finanziario	
1.2 Gli enti finanziari e il ruolo delle banche	
CAPITOLO 2 IL CROLLO DEL MERCATO	
2.1 Le origini della crisi	
2.2 Il crollo del mercato	
2.3 Da crisi finanziaria a crisi macroeconomica	
CAPITOLO 3 LA RISPOSTA ALLA CRISI	
3.1 Le politiche economiche del governo e delle Banche Centrali.....	
CONCLUSIONI	
BIBLIOGRAFIA	

INTRODUZIONE

L'argomento trattato in questa tesi è la crisi economica che ha colpito numerosi paesi.

Inizialmente limitata al mondo finanziario, ben presto si è diffusa anche in altri settori dell'economia reale. Questo evento ha finito per influenzare le scelte di vita di milioni di persone che non sono mai state coinvolte direttamente in operazioni finanziarie.

Nel primo capitolo mi limiterò ad introdurre in maniera generale tutto quello che è necessario conoscere a proposito del mercato finanziario con un riferimento a tutti gli istituti che ne fanno parte.

Prima di entrare all'interno della crisi, ho ritenuto opportuno analizzare passo dopo passo tutti quelli che sono stati gli eventi che hanno portato allo scoppio della bolla facendo riferimento alla nascita di quegli asset finanziari che hanno contribuito in maniera negativa al crollo del sistema.

I termini "mutui sub-prime", CDO, CDS compariranno molto spesso nel capitolo 2, proprio perché la mia intenzione sarà quella di evidenziare l'impatto che questi contratti hanno avuto nel mondo economico e che hanno portato alla bancarotta molti cittadini, investitori ed istituti bancari.

Con l'aiuto di internet sono riuscito a raccogliere qualche informazione riguardante tutti quegli attori coinvolti all'interno di questa vicenda e come si leggerà le banche sono stati i protagonisti "cattivi" in grado di distruggere e allo stesso tempo autodistruggersi. Non è un caso se un colosso come la Lehman Brothers non è riuscita a sopravvivere allo tsunami, e non è un caso neanche il fatto che altre banche sono riuscite non solo a salvarsi ma addirittura a diventare ancora più grandi dopo il 2008.

La crisi finanziaria si è sparsa a macchia d'olio anche nell'economia reale causando una recessione economica e costringendo i governi dei diversi paesi ad intervenire. Nel capitolo 3 mi concentrerò proprio su come i governi e le banche sono riuscite nel tempo a migliorare la situazione illustrando ed analizzando le diverse manovre macroeconomiche.

CAPITOLO 1

1.1 IL MERCATO FINANZIARIO

I mercati finanziari sono luoghi fisici o virtuali in cui operatori si scambiano attività finanziarie stipulando un contratto. Il contratto denota le regole che definiscono lo scambio, regole legittimate all'interno dei limiti di un ordinamento giuridico ben preciso scelto dalle controparti, come ad esempio l'ordinamento italiano o dello stato di New York.

I mercati finanziari svolgono la funzione di trasferire le risorse finanziarie dalle famiglie, dalle aziende e dai governi che hanno un'eccedenza di fondi, in quanto spendono meno del loro reddito, verso quelli che ne presentano una carenza perché spendono di più del loro reddito. Nel circuito diretto le unità in deficit prendono a prestito i fondi direttamente dai risparmiatori nei mercati finanziari attraverso l'emissione di titoli (detti anche strumenti finanziari) che non sono altro che "diritti" sul reddito futuro o sulle attività del prenditore. I titoli sono attività per chi li acquista, ma rappresentano delle passività per il soggetto o l'impresa che lo emette.



Sistema finanziario - Lezione 1

Si possono raccogliere fondi sul mercato finanziario in due modi. Il primo prevede l'emissione di uno strumento di debito, per esempio un'obbligazione; questo strumento

prevede un accordo contrattuale in forza del quale il prenditore di fondi s'impegna a corrispondere al detentore dello strumento stesso importi fissi che possono essere pagati a titolo di interesse e/o capitale a intervalli regolari fino ad una data di scadenza in cui verrà pagata l'ultima rata.

La seconda modalità di raccolta fondi prevede l'emissione di azioni ; chi è detentore di azioni, oltre ad essere proprietario di una parte della società, ha diritti su una quota dell'utile netto.

I mercati finanziari dove si negoziano strumenti trasferibili come le azioni e le obbligazioni vengono definiti mercati mobiliari.

Il mercato primario è un mercato finanziario in cui l'impresa o l'amministrazione pubblica che prende a prestito risorse finanziarie emette nuovi titoli, azioni o obbligazioni che sono allocati presso gli investitori iniziali. Il mercato secondario è un mercato finanziario in cui possono essere rivenduti o acquistati titoli già in circolazione.

1.2 Gli enti finanziari e il ruolo delle banche

Gli intermediari finanziari svolgono il compito principale di raccogliere e incanalare i fondi da coloro che ne hanno in eccesso (fornitori di fondi) a coloro che non ne hanno abbastanza per svolgere la loro attività economica (utilizzatori di fondi).

I vari intermediari finanziari:

- Banche commerciali: istituzioni di deposito le cui principali attività sono costituite dai prestiti e le cui principali passività sono costituite dai depositi.
- Compagnie di assicurazione: intermediari finanziari che svolgono l'attività di proteggere gli individui e le società da eventuali avvenimenti sfavorevoli.
- Società di intermediazione mobiliare e banche di investimento: intermediari finanziari che operano in proprio o per conto di terzi nella compravendita di titoli mobiliari e nella vendita e distribuzione di intere nuove emissioni.
- Società finanziarie: intermediari finanziari che svolgono attività di intermediazione di credito, sia ai singoli individui sia alle società. A differenza delle istituzioni di deposito, le istituzioni finanziarie non accettano depositi, ma svolgono principalmente la loro attività tramite l'indebitamento a breve e medio lungo termine.
- Società di gestione del risparmio: intermediari finanziari che raccolgono le risorse dei singoli risparmiatori e delle società per investirle in portafogli di attività diversificati attraverso la promozione e/o gestione di fondi comuni di investimento o SICAV.
- Fondi pensione: intermediari finanziari che offrono dei piani di risparmio che consentono ai partecipanti di accumulare risparmi durante gli anni lavorativi per riscattarli negli anni di pensionamento.

Sumeri, Greci e Babilonesi sono conosciuti per i meravigliosi templi che custodivano importanti tesori; i sacerdoti del tempio erano soliti prestare il ricavato delle offerte ai fedeli. Inoltre, gli stessi erano custodi delle riserve di oro e argento, che pure venivano date in prestito con la previsione di un interesse.

Il Medioevo vede la nascita delle banche private, ad opera di compagnie commerciali che utilizzavano i loro profitti dandoli in prestito e, al tempo stesso, inizia ad essere utilizzata la prima forma di assegno: vere e proprie lettere di credito che evitavano di portare con sé la moneta. E' nel periodo del Rinascimento però che nasce la banca così come la intendiamo ai giorni nostri; il Banco di San Giorgio nasce nei primi del 1400 allo scopo di gestire il debito pubblico, ma è con la Bank of England nel 1694 che l'istituto di credito inizia a finanziare le attività dei mercanti per favorire il commercio.

Con la rivoluzione industriale, cresce la necessità di disporre di capitali sempre maggiori per consentire alle nuove industrie di espandersi ed è qui che nasce il cosiddetto fenomeno della raccolta bancaria che consentiva alla banca di rivolgersi ad una clientela selezionata, appartenente all'alta società, i cui capitali venivano gestiti dall'istituto bancario. La grande depressione del 1929 influenza l'evoluzione del sistema bancario ed è proprio in questi anni che nasce la distinzione tra banche di deposito e banche d'affari.

L'attività bancaria è definita come l'esercizio congiunto dell'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico e dell'attività di concessione del credito; la sua attività principale è quella di intermediazione e viene esercitata attraverso la raccolta di fondi dai risparmiatori e la concessione di prestiti a imprese e famiglie per le loro esigenze di investimento e consumo, permettendo così di trasferire risorse finanziari dai soggetti che ne dispongono a quelli che invece ne difettano.

L'attività di intermediazione svolta dalle banche avviene tramite la cosiddetta trasformazione delle scadenze: la banca raccoglie risorse in forma di depositi presso il pubblico tipicamente rimborsabili "a vista"(ossia su richiesta del depositante) , mantenendo una parte di questi fondi raccolti in forma di cassa per poter soddisfare le richieste di contante dei clienti, mentre l'altra parte viene trasformata in attività finanziarie solitamente meno liquide , come i prestiti, che di solito hanno durata superiore all'anno. Poiché non tutti i depositanti prelevano contemporaneamente i loro fondi, la banca è in grado di utilizzare parte della raccolta per finanziare attività anche a più lunga durata, come i prestiti alle imprese e i mutui alle famiglie, e consente ai risparmiatori di effettuare pagamenti o prelievi di risorse in qualsiasi momento.

Oltre a concedere prestiti a imprese e famiglie, le banche, acquistano attività finanziarie di varia natura: detengono titoli, effettuano operazioni interbancarie, concedono finanziamenti ad altri intermediari finanziari.

Ciò che distingue le banche dagli altri intermediari finanziari è la natura particolare delle loro passività (vale a dire, dei fondi che devono rimborsare a coloro che li hanno depositati): i clienti possono utilizzare le somme depositate sotto forma di conto corrente per effettuare "transazioni" (vale a dire, pagamenti) mediante strumenti di pagamento quali l'assegno, il bonifico o l'utilizzo di carte di debito (ad esempio, nei pagamenti a mezzo bancomat).

Le caratteristiche delle passività bancarie, in larga parte prelevabili a vista e utilizzabili per effettuare pagamenti, sono alla base della fragilità intrinseca dei sistemi bancari. Se i depositanti decidono contemporaneamente di prelevare integralmente i loro fondi le banche possono trovarsi in difficoltà. Se questo accade a una singola banca, il resto del

sistema può fornire la liquidità necessaria; se venissero invece coinvolte più banche, la crisi potrebbe divenire sistemica.

Nei sistemi bancari moderni esistono alcuni strumenti che difendono la stabilità del sistema bancario, come l'assicurazione dei depositi o il ricorso alla banca centrale come "prestatore di ultima istanza" (il che vuol dire che, in caso di mancanza di liquidità, le banche possono avere dei prestiti da parte della banca centrale).

Le banche hanno accresciuto progressivamente la loro presenza in settori diversi dalla tradizionale raccolta di depositi e offerta di prestiti. Attualmente offrono servizi di intermediazione connessi con i mercati finanziari, ad esempio il collocamento e la negoziazione di titoli e la gestione del risparmio. L'espansione dell'attività bancaria in nuovi mercati e l'innovazione finanziaria accrescono le opportunità per la clientela di accedere a nuovi prodotti ma aumentano i rischi e la complessità del sistema finanziario.



CAPITOLO 2

2.1 LE ORIGINI DELLA CRISI

Dopo la grande depressione, gli Stati Uniti d'America hanno vissuto 40 anni di crescita economica senza alcuna crisi finanziaria. Il sistema finanziario era strettamente controllato, la maggior parte delle banche erano banche locali ed era proibito speculare con i risparmi dei clienti.

Le banche di investimento che si occupavano di stock e obbligazioni erano delle piccole società private.

Negli anni Ottanta l'industria finanziaria esplose: le banche di investimento divennero pubbliche, ricevendo enormi quantità di denaro dagli azionisti, e si iniziò un lungo processo di deregolamentazione.

L'amministrazione Reagan supportata dai maggiori economisti e lobbisti finanziari cominciò un periodo trentennale di deregolamentazione finanziaria. Nel 1982 deregolamentò le compagnie di risparmio e prestiti, permettendogli di fare degli investimenti rischiosi con i risparmi dei clienti, ma alla fine del decennio centinaia di compagnie di risparmi e prestiti fallirono.

Questo, però, non arrestò il processo di deregulation, che continuò con l'amministrazione Clinton e così, alla fine degli anni '90, il settore finanziario si consolidò in poche ma enormi società, così grandi che il loro fallimento avrebbe potuto minacciare l'intero sistema.

La deregolamentazione e l'avanzamento tecnologico portarono all'esplosione di complessi prodotti finanziari chiamati strumenti derivati. Con i derivati i banchieri virtualmente possono giocare d'azzardo su tutto, possono, cioè, scommettere

sull'aumento del prezzo del petrolio, la bancarotta di una compagnia o addirittura le previsioni del tempo.

Alla fine degli anni '90 i derivati facevano parte di un mercato non regolato da 50 miliardi di miliardi di dollari. Nel 1998 venne pubblicata una proposta per regolare i derivati, ma fu respinta prima dall'amministrazione Clinton e poi dal congresso.

Nel 2001 George W. Bush diventa presidente degli Stati Uniti d'America e il settore finanziario diventò più creditizio e potente; questa industria era dominata da cinque banche d'investimento (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns), due conglomerati finanziari (Citigroup, Jp Morgan), tre compagnie di assicurazione (Aig, Mbia, Ambac) e tre agenzie di rating (Moody's; Standard & Poor's; Fitch), tutte collegate attraverso un nuovo sistema di cartolarizzazione. Nel vecchio sistema, quando il proprietario di una casa pagava il mutuo ogni mese, i soldi tornavano nelle tasche del creditore, e poiché si impiegavano anni per pagare un mutuo, i creditori prestavano i soldi con attenzione. Con il nuovo sistema, i creditori vendevano i mutui alle banche d'investimento e quest'ultime combinavano migliaia di mutui ed altri prestiti inclusi i pagamenti per le auto, rate scolastiche e i debiti delle carte di credito per creare dei complessi derivati chiamati "collateralized debt obligations" o CDO definiti dal celebre investitore Warren Buffet come un'arma di distruzione di massa. Le banche d'investimento vendevano questi CDO agli azionisti e di conseguenza quando i proprietari della casa pagavano il mutuo, i soldi andavano a degli investitori sparsi per tutto il mondo; in tutto ciò, le banche pagavano delle agenzie di rating come Moody's e Standard & Poor's per valutare i loro CDO e molti di loro ricevevano come rating una "tripla a" ovvero il massimo di affidabilità possibile per un titolo. I creditori, dato che non venivano toccati,

cominciarono a fare prestiti sempre più rischiosi, così come le banche d'investimento visto che più CDO vendevano più alti erano i profitti e le agenzie di rating non avevano responsabilità se le loro valutazioni erano false.

Agli inizi degli anni 2000 ci fu un incremento di prestiti rischiosi chiamati “mutui sub-prime” che venivano combinati tra loro in CDO e ricevevano come valutazione una tripla A; le banche d'investimento preferivano mutui sub-prime perché apportavano tassi d'interesse più alti, così facendo vennero concessi mutui sempre più rischiosi a persone che non erano in grado di ripagarli. La caratteristica di questi mutui è infatti la mancata richiesta di garanzie nei confronti di coloro che richiedevano il mutuo. Il motivo dietro la concessione di questi mutui è da ricercarsi nella grande deregolamentazione che caratterizzava il sistema finanziario statunitense: un altissimo grado di fiducia vigeva nel periodo precedente il collasso dell'economia, durante il quale era diffusa l'idea che le recessioni fossero un concetto lontano e superato. Prima della deregolamentazione finanziaria dell'era Reaganiana, i prestiti avvenivano tramite un processo lineare: le rette pagate dai mutuatari venivano incassate direttamente dai creditori che quindi concedevano prestiti in maniera decisamente più scrupolosa e richiedevano le dovute garanzie. Con il sistema della cartolarizzazione, dato che chiunque poteva ottenere un mutuo, i prezzi delle case salirono alle stelle e il risultato fu la più grande bolla speculativa della storia; Goldman Sachs, Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch erano tutte coinvolte. La Securities and Exchange Commission ovvero l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori, non condusse nessuna indagine sulle banche d'investimento durante la bolla e il 28 aprile 2004 si riunì per prendere in considerazione l'abolizione dei limiti di leverage (rapporto tra soldi presi in prestito e soldi delle banche) per le banche d'investimenti permettendo alle banche di prendere

sempre più soldi in prestito. Il rapporto d'indebitamento delle banche divenne talmente spaventoso che anche una piccola riduzione del loro patrimonio di base avrebbe potuto lasciarle insolventi.

Nel frattempo la AIG la più grande compagnia di assicurazioni del mondo , stava vendendo enormi quantità di derivati chiamati “credit default swap” ed essi funzionavano come una polizza assicurativa : un investitore che acquistava un credit default swap pagava alla AIG un quarto del pagamento per l'assicurazione, se il CDO perdeva il suo valore la AIG prometteva di pagare l'investitore per le sue perdite, ma a differenza delle normali assicurazioni, gli speculatori potevano anche comprare dei crediti default swap dalla AIG per poter scommettere contro i CDO che non possedevano.

I CDS non erano regolamentati, di conseguenza la AIG non doveva mettere da parte dei soldi per coprire eventuali perdite anzi, concedeva ai suoi impiegati dei ricchissimi bonus non appena i contratti venivano firmati, ma allo stesso tempo se i CDO perdevano di valore la AIG sarebbe stata responsabile.

Nel 2005 Raghuram Rajan, allora capo economista del Fondo Monetario Internazionale, consegnò un documento all'annuale Jackson Hole Symposium, la conferenza bancaria più di élite al mondo; il documento di Rajan si concentrava sulle strutture incentive che generavano enormi bonus su profitti a breve termine ma che non imponevano alcune penalità per eventuali perdite future. L'economista sostenne che questi incentivi incoraggiavano le banche a correre dei rischi che avrebbero potuto distruggere le loro stesse società e anche l'intero sistema finanziario.



Raghuram Rajan

Alla fine del 2006 la Goldman Sachs non solo vendeva CDO, ma cominciò a scommettere attivamente contro di esse mentre allo stesso tempo le spacciava ai clienti come investimenti di grande qualità: comprando i CDS dalla AIG la Goldman poteva scommettere contro le CDO che non possedeva e veniva pagata quando le CDO crollavano. La Goldman acquistò circa 22 miliardi di CDS dalla AIG, così tanto che la Goldman era preoccupata del fatto che la grande compagnia di assicurazione potesse finire in bancarotta, di conseguenza spese circa 150 milioni di dollari per assicurare sé stessa contro un potenziale collasso della AIG. Nel 2007 la Goldman cominciò a vendere CDO specificatamente disegnate in modo tale che più soldi i clienti perdevano e più la Goldman ne guadagnava.

Anche Morgan Stanley vendeva titoli di mutui contro cui poi scommetteva ma fu denunciato dal fondo pensionato degli impiegati governativi delle Isole Vergini per frode; la causa afferma che Morgan Stanley sapeva che i CDO fossero spazzatura.

La Goldman e la Morgan Stanley non erano le sole, ad esse infatti si unirono gli hedge fund Tricadia e Magnetar , Merrill Lynch , J.P. Morgan e Lehman Brothers.

Le tre agenzie di rating Moody's, S&P e Fitch, guadagnarono miliardi dando il massimo dei voti a titoli rischiosi; esse venivano ricompensate sulla base dei rating che davano e più triple a davano più alti erano i guadagni per la società. Le agenzie di rating

avrebbero dovuto fermare questo flusso di finanziamenti rischiosi alzando gli standard di valutazione invece, una volta accusate di non aver svolto correttamente il loro lavoro, esse risposero dicendo che il loro giudizio di tripla A era solo la loro opinione e le persone non dovevano basarsi su di essa.

Un forte campanello d'allarme sulla possibilità di una tempesta finanziaria di dimensioni colossali venne nella primavera-estate del 2007 dal rapido crollo di due hedge funds facenti capo a Bear Stearns operanti sul mercato dei mutui immobiliari con una leva finanziaria molto elevata e che, nonostante l'intervento di Bear Stearns, furono costretti a chiedere il fallimento. Nel luglio dello stesso anno la sfiducia investì qualsiasi titolo o contratto o obbligazione che contenesse tranches di qualsiasi livello legate ai mutui immobiliari; fu allora che le agenzie di rating cominciarono a prendere in considerazione l'ipotesi di degradare i titoli cartolarizzati che esse stesse avevano valutato poco tempo prima con la notazione più alta. L'incertezza regnava sovrana, a partire da quella riguardante il reale valore dei contratti derivati; il crollo dei prezzi dei titoli legati ai mutui ipotecari fece registrare grosse perdite, ed inoltre le perplessità su quello che le banche custodivano nei loro bilanci minarono la fiducia nelle banche e danneggiarono il funzionamento del mercato interbancario.

Nei mesi successivi la diffidenza nei confronti di tutto ciò che avesse a che fare con i mutui immobiliari si diffuse nei vari mercati, passando per il forte calo delle quotazioni azionarie delle società finanziarie, colpendo in particolare la grande banca d'investimento Merrill Lynch e Citigroup, la più grande delle banche generali, proprio perché particolarmente implicate nel settore del credito immobiliare.

Sempre nella seconda parte del 2007 iniziarono ad insorgere dubbi sulla vera natura dei CDS: essi possono essere considerati contratti assicurativi soltanto nel caso in cui

sussista un interesse diretto di chi si assicura e paga il premio all'assicuratore, altrimenti il contratto è soltanto aleatorio e non assicurativo. Inoltre, l'ambiguità è aumentata dal fatto che i CDS sono contratti derivati, liberamente trasferibili, necessariamente personalizzati e soggetti alla regola del mercato dei derivati per cui l'evoluzione dei mercati può rendere necessario il deposito di garanzie aggiuntive da parte di chi si assume il rischio di default. Un'ipotesi impensabile per i veri contratti assicurativi. Queste caratteristiche rendono molto delicata l'attività di tutela dell'investimento attraverso i contratti derivati e in particolare attraverso i CDS: la mancanza di interesse diretto modifica la natura del contratto che da assicurativo si trasforma in vera e propria scommessa speculativa sul default dell'entità che ha emesso il CDS, un evento che pone fine al contratto e lo trasforma in un'obbligazione che può essere soddisfatta con l'acquisizione delle garanzie. Appare chiaro a tutti che in questo modo i CDS finiscono per aumentare il rischio sistematico nell'intero settore finanziario.

Nei mesi successivi, il mercato dei CDO si bloccò completamente, generando acuti problemi di liquidità in tutto il settore del credito immobiliare. La vittima principale di questo inaridimento dei flussi fu Countrywide il maggior originatore privato di mutui immobiliari del Paese che già nei mesi precedenti aveva avuto difficoltà nel reperire i fondi per continuare la propria attività. Di fronte alle crescenti difficoltà, la Countrywide cercò di avere accesso agli aiuti che la Federal Reserve veniva predisponendo in favore di tutta l'attività finanziari; non essendo però soggetta alla vigilanza della Federal Reserve, Countrywide si vide opporre un rifiuto incorrendo così nel declassamento del proprio rating e nel gennaio del 2008 venne acquistata dalla Bank of America per 4 miliardi di dollari, un prezzo di oltre sei volte inferiore a quello raggiunto dalla compagnia un anno prima.

A questo punto anche la Federal Reserve cominciò a preoccuparsi: pur non avendo responsabilità di vigilanza diretta su gran parte delle istituzioni finanziarie coinvolte in queste vicende, la Banca centrale cominciò ad apprestare rimedi contro una situazione che minacciava di degenerare anche se nessuno ancora aveva un'idea delle dimensioni che la crisi avrebbe assunto. L'atteggiamento della Banca fu abbastanza aggressivo con la riduzione dei tassi d'interesse, le iniezioni di liquidità nel mercato attraverso aste aperte a tutti gli istituti finanziari e non soltanto a quelli soggetti a vigilanza, gli accordi con altre banche centrali per finanziare in dollari le banche straniere ed evitare che queste ricorressero a vendite massicce di strumenti finanziari denominati in dollari e facendo così diminuire ulteriormente il prezzo degli stessi strumenti. Tuttavia, i risultati non furono pari alle attese soprattutto perché la totale opacità dei contratti derivati impediva ogni corretta valutazione delle diverse situazioni ai partecipanti al mercato nei quali era forte il timore che l'accettazione degli aiuti della Federal Reserve avrebbe potuto sollevare dubbi sulla loro solvibilità nelle abituali controparti. Agli inizi della primavera del 2008, dunque, erano realizzate tutte le condizioni perché la crisi esplodesse in modo clamoroso.

2.2 IL CROLLO DEL MERCATO

Nel 2008 i pignoramenti delle case si erano moltiplicati e la catena della cartolarizzazione implose, i finanziatori non potevano più vendere i loro prestiti alle banche d'investimento, i prestiti persero valore e quindi iniziarono i fallimenti.

Il mercato delle CDO collassò lasciando le banche d'investimento con miliardi di dollari in prestiti, CDO e immobili che non potevano vendere.

Nel marzo del 2008 la banca d'investimento Bear Stearns finì in bancarotta e fu acquistata per 2 dollari ad azione dalla JP Morgan Chase; il 7 settembre del 2008 Henry Paulson, Segretario al Tesoro degli USA, annunciò il rilevamento federale di Fannie Mae e Freddie Mac, i due giganti del mercato dei mutui sull'orlo del collasso. Dopo due giorni, la Lehman Brothers annunciò perdite record di 3.2 miliardi e le sue azioni crollarono. Il 12 settembre la Lehman Brothers aveva esaurito i liquidi e tutta l'industria bancaria d'investimento stava affondando velocemente, la stabilità dell'intero sistema finanziaria era in pericolo; quel fine settimana Henry Paulson e Timothy Geithner, Presidente della Federal Reserve di New York, convocarono un meeting con gli amministratori delegati delle maggiori banche per salvare la Lehman che però non era da sola. Anche la Merrill Lynch, un'altra banca d'investimento, era sull'orlo del fallimento e in quei giorni venne acquistata dalla Bank of America; l'unica banca interessata a comprare la Lehman era l'inglese Barclays, ma i regolatori britannici volevano delle garanzie finanziarie da parte del governo statunitense e Paulson rifiutò.

Harvey Miller, importante avvocato fallimentare della nazione, usò la parola Armageddon poiché le conseguenze del fallimento della Lehman sarebbero state catastrofiche nonostante la Federal Reserve insisteva sul fatto che la bancarotta della

banca era necessaria per calmare i mercati ed andare avanti, e da qui iniziarono fallimenti.

Il 16 settembre del 2008 la legge britannica impose la chiusura immediata di tutti gli uffici londinesi della Lehman Brothers, tutte le transazioni si fermarono; i fondi speculativi che avevano beni presso la Lehman Brothers di Londra scoprirono improvvisamente che non potevano più riavere indietro quei beni. In Borsa succede il finimondo. Le azioni Lehman Brothers crollano dell'80% trascinando l'indice Dow Jones nel peggiore ribasso dal crollo delle Torri Gemelle avvenuto sette anni prima. Ormai è la catastrofe. Quel giorno si materializza il più grande fallimento bancario della storia, lasciandosi alle spalle un debito di 613 miliardi di dollari e 26 mila dipendenti che perdono il posto di lavoro.

L'amministratore delegato della banca, Richard Fuld, finisce sotto inchiesta insieme ad altri membri del Congresso americano, per aver versato a questi ultimi circa 300 mila dollari per corruzione. Su di lui pesano anche le accuse di falso in bilancio.

Un componente vitale dell'apparato economico era fallito creando un'enorme onda d'urto per il sistema: il fallimento della Lehman causò un collasso nel mercato della Commercial Paper ¹da cui dipendevano molte compagnie per pagare gli stipendi.

I cinque più alti dirigenti della Lehman Brothers guadagnarono oltre 1 miliardo di dollari tra il 2002 e il 2007 e quando la società finì in bancarotta poterono tenere i loro soldi. L'amministratore delegato della Countrywide Angelo Mozilo guadagnò 470 milioni di dollari tra il 2003 e il 2008, 140 dei quali per aver venduto le sue azioni della

¹ La commercial paper è uno strumento negoziato sul mercato internazionali funzionalmente equivalente alla cambiale finanziaria che circola sul mercato italiano. Questi strumenti vengono in genere utilizzati dalle società ad elevato standing che riescono così a raccogliere fondi per finanziare il fabbisogno di capitale circolante, a breve termine, ad un tasso di interesse inferiore rispetto al credito bancario. Molto spesso, soprattutto nel mercato statunitense, la commercial paper viene acquistata dai fondi comuni di investimento monetari poiché è considerata uno strumento praticamente privo di rischio ed anche a causa del fatto che l'elevato valore nominale la rende quasi inaccessibile ai piccoli investitori retail.

Countrywide nei 12 mesi prima del suo collasso. Stan O'Neal, amministratore delegato della Merrill Lynch, guadagnò 90 milioni tra il 2006 e il 2007; dopo aver affossato la sua compagnia, il consiglio di amministrazione gli permise di dimettersi con 161 milioni di liquidazione.

La AIG doveva 13 miliardi ai proprietari di CDS, ma non aveva i soldi e il 17 settembre venne acquistata dal governo; il giorno dopo Paulson e Bernanke chiesero al Congresso 700 miliardi di dollari per salvare le banche e l'alternativa sarebbe stata un collasso finanziario catastrofico che avrebbe coinvolto l'intero sistema.

Quando la AIG fu salvata, ai proprietari di CDS, tra cui spiccava la Goldman Sachs, vennero pagati 61 miliardi; il salvataggio della AIG costò ai contribuenti 150 miliardi di dollari e Paulson costrinse la AIG a privarsi del diritto di denunciare la Goldman e le altre banche per frode.

Il 4 ottobre del 2008 il Presidente Bush concesse un aiuto da 700 miliardi di dollari, ma i mercati mondiali continuavano a crollare; nonostante l'aiuto finanziario non si riuscirono a bloccare l'ondata di licenziamenti e pignoramenti. La disoccupazione negli USA e in Europa sale al 10%, la recessione accelerò e si allargò a livello globale, l'attività manifatturiera cinese vide le sue vendite crollare e oltre 10 milioni di lavoratori in Cina persero il lavoro.

2.3 DA CRISI FINANZIARIA A CRISI MACROECONOMICA

Due sono i principali meccanismi attraverso i quali la crisi finanziaria è stata trasmessa all'intera economia:

- attraverso i suoi effetti sulla ricchezza e sulla fiducia delle famiglie, che hanno provocato un forte crollo del consumo;
- attraverso i bilanci delle banche. Quando il loro capitale ha iniziato a diminuire, le banche hanno iniziato a tagliare il credito, cioè a interrompere i prestiti alle imprese e questo ha fatto diminuire l'investimento.

Gli eventi del settembre del 2008 sono all'origine di una forte preoccupazione tra i consumatori. I timori di un'altra Grande Depressione, la confusione e la paura per quanto stava succedendo nel sistema finanziario hanno causato un crollo di fiducia, e a sua volta un crollo della spesa per consumo.

Un importante canale di trasmissione della crisi all'economia reale sono stati i bilanci delle banche. Quando il loro capitale è sceso, le banche hanno iniziato a tagliare il credito, ossia smesso di fare prestiti alle imprese e questo ha fatto scendere l'investimento. Nel modello IS-LM tradizionale vi è un solo tasso di interesse. Immaginando il caso di un'impresa che debba decidere se acquistare una nuova macchina, sappiamo che tale decisione dipende dal tasso di interesse. Tuttavia, non vi è un solo tasso di interesse: il tasso di interesse che i risparmiatori ricevono (il tasso sui depositi bancari, i) è di solito inferiore al tasso al quale le banche prestano alle imprese (il tasso di prestito). Il tasso al quale le banche prestano alle imprese, vale a dire il costo di un prestito bancario, ρ , di solito è pari al tasso che i risparmiatori ricevono più uno

spread, $x: \rho = i + x$. Pertanto, quando un'impresa deve decidere se comprare una macchina, ρ è il tasso di interesse da guardare. La domanda di investimento dipende quindi dal costo dei prestiti bancari (e non solo sul tasso d'interesse) e può essere espressa come: $I = I(Y, \rho) (+, -)$

Il segno positivo sotto Y nell'equazione indica che un aumento del livello del reddito reale porta ad un aumento dell'investimento e il segno negativo sotto ρ indica che un aumento del costo dei prestiti bancari porta ad una diminuzione dell'investimento. Lo spread x dipende da due fattori:

- dal capitale delle banche (CB), le banche vogliono e spesso hanno la necessità di mantenere un livello sufficiente di capitale: il livello minimo di capitale può essere determinato da leggi o regolamentazioni, o semplicemente dal desiderio da parte della banca di non aumentare troppo il rapporto di leva. Ora assumiamo che il capitale di una banca diminuisca, ad esempio perché alcuni dei suoi clienti non riescono a ripagare i loro prestiti. Il capitale della banca assorbe la perdita e riduce il portafoglio prestiti di un importo equivalente alla perdita. Una riduzione del capitale della banca fa aumentare la leva finanziaria. Per far fronte alla caduta del capitale, al fine di ripristinare il rapporto iniziale di leva, la banca ha due possibilità: diminuire le attività, o aumentare il capitale. Per aumentare il capitale, la banca può cercare nuovi investitori, disposti a portarle nuovo capitale. Oppure accontentarsi di un capitale più basso, e ridurre le sue attività, riducendo il volume dei prestiti. Entrambe le strategie hanno l'effetto di ridurre la leva della banca che era aumentata a causa delle perdite sul portafoglio prestiti.

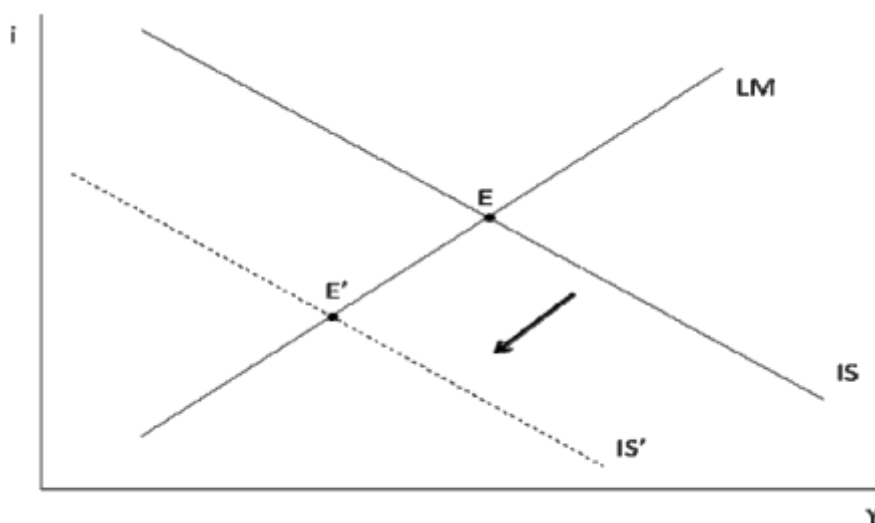
- dal capitale delle imprese, (CI) . Per capire questo, si consideri un'impresa che debba decidere se acquistare una nuova macchina il cui costo è di Euro I . Per acquistare la nuova macchina l'impresa chiede alla banca un prestito di I euro. Supponiamo ora che

l'impresa abbia un capitale (il valore delle sue macchine e dei suoi impianti, il denaro in banca e le attività finanziarie che possiede, ecc.), pari a CI . Il costo del prestito bancario dipende dalla differenza $(I - CI)$. Per capire questo è necessario rendersi conto che il capitale dell'impresa, CI , può essere utilizzato come una garanzia per il prestito: spesso un contratto di prestito precisa che se l'impresa non riesce a rimborsare I , la banca ottiene AF . Ma prestiti superiori ad AF non possono essere garantiti dal capitale dell'impresa, e quindi sono più rischiosi per la banca. È per questo che al di là di AF la banca addebiterà uno spread x . Questo spread è chiamato "external finance premium", cioè il premio che la banca chiede per i prestiti che non sono garantiti. (Quale delle attività dell'impresa sarà accettato come garanzia, e quindi il valore di CI , dipende dalla banca. Alcune banche potrebbero accettare solo attività molto liquide, le obbligazioni di imprese o di Stato, altre possono accettare anche immobili, che è più rischioso, perché la banca non può essere sicura del loro reale valore di realizzo. Quello che spesso succede è che meno un bene è liquido e meno facilmente può essere utilizzato come garanzia). Il capitale proprio di un'impresa, CI , non serve solo come un'esplicita garanzia per la banca: esso determina anche gli incentivi dell'impresa a scegliere buoni progetti di investimento e a realizzarli con attenzione. Infatti, quanto maggiore è CI , tanto più l'azienda ha da perdere se il progetto fallisce. Questo è un altro motivo per cui lo spread x dipende da $(I - CI)$.

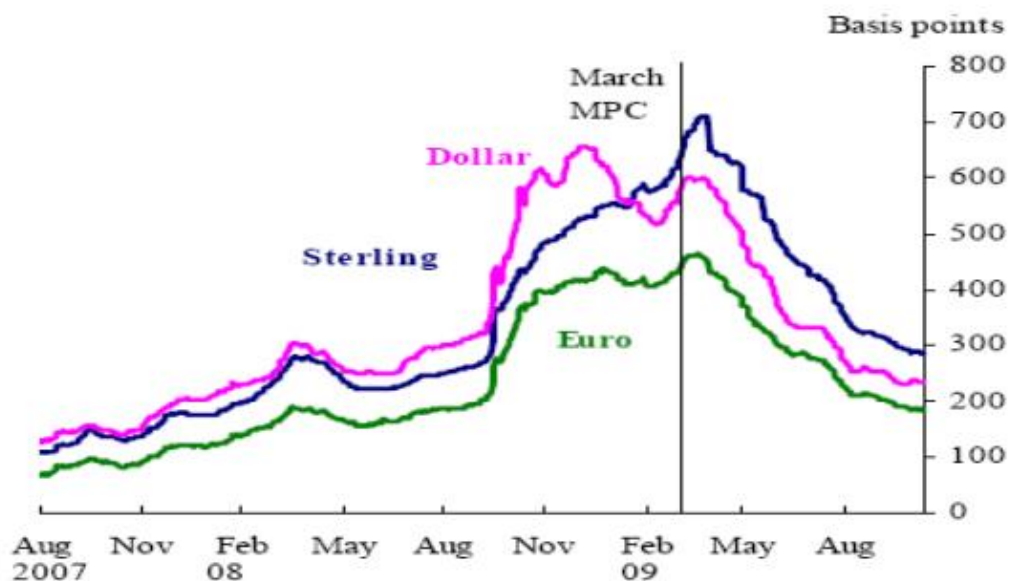
Come fa una riduzione del capitale delle imprese o delle banche a incidere sul credito bancario? Esaminiamo in primo luogo una diminuzione del capitale delle imprese, CI (cioè una riduzione delle attività finanziarie dell'impresa che riducono il valore delle garanzie che può fornire). Lo spread x aumenterà e così il costo del credito. Il credito bancario diminuirà. L'investimento, e la produzione, diminuiranno.

Consideriamo ora l'effetto sul credito di una diminuzione del capitale delle banche, AB. Abbiamo già visto che le banche tendono a reagire a una caduta di AB riducendo i prestiti. L'effetto è lo stesso di quello prodotto da una riduzione del capitale delle imprese. Per ogni livello del tasso di prestito, ρ , una caduta di AB farà aumentare lo spread x e il costo del credito per le imprese, e pertanto ridurrà gli investimenti, e il reddito.

Ora torniamo al modello IS-LM. Poiché l'investimento entra nella relazione IS, ma non nella relazione LM, tutto quello che dobbiamo fare è sostituire, nella relazione IS, la domanda di investimenti tradizionale, con la nuova versione. La 'nuova' relazione IS è quindi una funzione dello spread x , perché l'investimento dipende dal costo dei prestiti e quindi da x : $I(Y, i + x(CB, CI))$. Così, quando il capitale delle banche diminuisce – per qualunque motivo, ad esempio perché il numero delle famiglie non in grado di rimborsare i mutui o i prestiti contratti aumenta – la curva di offerta di prestiti si sposta verso l'alto, lo spread x aumenta e il costo di equilibrio dei prestiti bancari aumenta. Il risultato è che la curva IS si sposta a sinistra e il nuovo livello di equilibrio del reddito diminuisce, come mostrato in figura.



Per riassumere: ogni evento che colpisce il valore dei beni che fanno parte del bilancio di una banca (o di impresa), quindi qualsiasi evento che cambia il capitale di banche o imprese, influisce anche sul livello di equilibrio della produzione. Non solo, ma quanto più alta è la leva finanziaria tanto maggiore è l'effetto sulla produzione di un dato calo di valore delle attività. Il motivo è che più alta è la leva tanto maggiore è l'effetto sul capitale per una data perdita di valore delle attività. Questo è esattamente il motivo per cui la crisi finanziaria ha colpito l'economia reale in modo forte: uno shock relativamente piccolo del valore degli attivi bancari (le perdite sui mutui sub-prime), amplificato dall'elevata leva finanziaria, ha prodotto ingenti perdite nel capitale delle banche. Questo ha fatto aumentare lo spread causando una corrispondente diminuzione degli investimenti.



La crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti si è rapidamente estesa a tutte le principali economie avanzate ed economie emergenti del mondo. Il canale principale di trasmissione è stato il commercio internazionale. Infatti, l'apertura dei mercati dei beni ha un'importante implicazione macroeconomica: i consumatori e le imprese di un paese

spendono parte del loro reddito disponibile in beni e servizi esteri. Quando il reddito disponibile cade, cade anche il consumo e questo riduce sia la domanda di beni nazionali sia la domanda di beni esteri, cioè le importazioni. Durante la crisi finanziaria, quando i consumatori e le imprese degli Stati Uniti hanno smesso di spendere, le importazioni degli Stati Uniti sono crollate. Poiché gli Stati Uniti sono il più grande importatore di merci nel mondo (le importazioni degli Stati Uniti rappresentano circa il 13% delle importazioni totali del mondo), un tale crollo ha rappresentato un forte diminuzione delle esportazioni per i paesi che esportano verso gli Stati Uniti: la contrazione degli internazionali scambi in volume (considerando sia le importazioni sia le esportazioni) ha raggiunto il 12% nel corso del 2009. Il contagio è stato maggiore nei paesi relativamente più dipendenti dal commercio con l'estero - per esempio la Germania. Quelli con economie più aperte e con maggiori legami commerciali con gli Stati Uniti, Canada e Messico, soprattutto, ma anche l'Unione europea e la Cina - hanno sofferto di più (la maggior parte delle importazioni statunitensi, infatti, proviene dall'Unione Europea, dalla Cina, dal Canada e dal Messico). Gli effetti di contagio internazionale sono stati amplificati nei paesi come Regno Unito e Irlanda dove le banche nazionali sofferto di problemi simili a quelli delle banche statunitensi. Più in generale, la chiusura virtuale (in seguito al fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008) del mercato interbancario, che è il mercato dove le banche prendono a prestito a breve termine fondi da altre banche che hanno eccesso di liquidità ha colpito le banche in tutti i paesi.

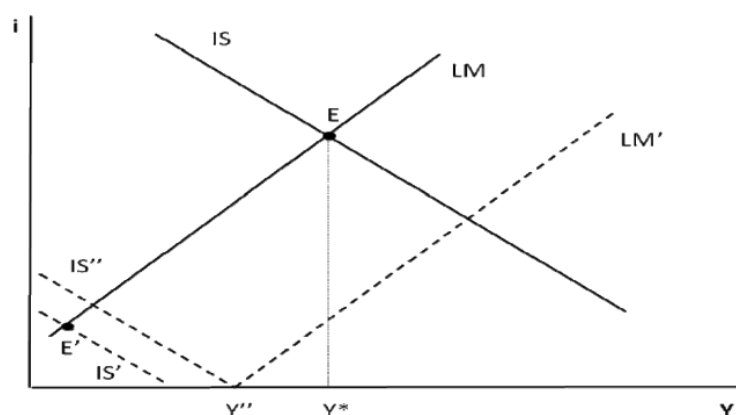
CAPITOLO 3

3.1 LE POLITICHE ECONOMICHE DEL GOVERNO E DELLE BANCHE CENTRALI

Come descritto nei capitoli precedenti, la recessione ha portato ad una riduzione degli investimenti e dei consumi vista la restrizione del credito delle Banche verso imprese e consumatori generando una diminuzione del reddito.

Vediamo in che modo le politiche economiche sono state utilizzate per rispondere alla crisi. Le Banche Centrali hanno usato la politica monetaria per portare i tassi di interesse fino allo zero (zero lower bound), mentre i governi hanno utilizzato una politica fiscale espansiva aumentando la spesa pubblica per sostituire la caduta dei consumi e degli investimenti. Parte dell'aumento del deficit di bilancio è stato automatico, a causa dell'effetto degli stabilizzatori automatici (come, ad esempio, indennità di disoccupazione più elevate), parte è stato associato ad azioni specifiche da parte dei governi, come l'aumento degli investimenti pubblici e la riduzione delle aliquote fiscali.

Per capire se le politiche economiche adottate dagli Stati e dalle Banche Centrali hanno funzionato, bisogna guardare il grafico sotto ed analizzarlo.



La crisi finanziaria, riducendo il capitale delle banche, e attraverso questo canale anche la domanda di investimento, ha spostato la IS a sinistra, a IS'. Prima della crisi l'economia era in piena occupazione in E: durante la crisi l'equilibrio si è spostato in E'. La politica fiscale ha parzialmente compensato lo spostamento della IS, riportandola a IS'': l'effetto non è grande, almeno nel breve periodo, perché, ad esempio, gli investimenti pubblici in infrastrutture, una delle maggiori voci del pacchetto di bilancio in risposta alla crisi, richiedendo tempo per essere messi in atto.

La politica monetaria sposta la LM, ma quando raggiunge la LM', il tasso di interesse è pari a zero e "la politica monetaria tradizionale" non funziona più perché il tasso di interesse nominale non può scendere al di sotto dello zero; quindi, l'economia è ferma al Y" e tutto ciò che la politica monetaria può fare è attendere che gli effetti della politica fiscale spostino ulteriormente la IS verso destra. Quando il tasso d'interesse nominale scende a zero si dice che l'economia cade in una "trappola di liquidità"²: la politica monetaria non può aumentare l'output con operazioni espansive, perché per convincere gli individui a tenere più liquidità, servirebbe un'ulteriore riduzione del tasso di interesse, cosa che non è possibile perché il tasso di interesse nominale per definizione non può essere negativo. C'è qualcos'altro che la banca centrale può fare? Se la banca centrale intervenisse per comprare alcune attività di cui le banche vorrebbero sbarazzarsi (tra cui alcuni dei loro prestiti), il costo del denaro potrebbe non cambiare. Quindi, offrendosi di acquistare beni dalle banche commerciali, la Banca Centrale può annullare l'aumento originale dello spread x ed evitare una contrazione dei prestiti.

Quindi la LM si sposta a destra perché la Banca Centrale stampa moneta per acquistare le attività dalle banche e allo stesso tempo anche la IS si sposta verso destra perché non

² Trappola della liquidità perché c'è una disponibilità degli individui a contenere quantità di moneta aggiuntiva senza trasformarla in titoli dato che il tasso d'interesse in questo caso è zero

c'è stata la contrazione dei prestiti che ha bloccato gli investimenti delle imprese; il tasso d'interesse rimane a zero, ma l'output si sposta un poco verso Y^* .

Questa manovra è chiamata “quantitative easing” e si tratta di una politica messa in atto dalle Banche Centrali per creare moneta e consiste nell'acquisto di una serie di attività (titoli di stato, obbligazioni). Aumentando la quantità di denaro prestata agli istituti di credito attraverso operazioni di mercato aperto (transazioni in borsa a sostegno della moneta nazionale), la BC fornisce liquidità al sistema quando i prestiti concessi a famiglie e imprese calano pericolosamente per numero e consistenza (ammesso e non concesso che gli istituti di credito usino i liquidi ricevuti per finanziare i privati invece di depositarli presso la stessa Banca centrale). Il “quantitative easing” è la soluzione quando l'aumento dell'offerta di moneta non riesce a ridurre ulteriormente il tasso d'interesse.

Gli interventi di politica economica hanno funzionato, evitando così una grande depressione; anche se non possiamo attribuire solo alla politica monetaria e fiscale la svolta osservata nel 2009, gli effetti dello shock finanziario sembrano essere stati gravi ma limitati nel tempo.

CONCLUSIONE

La Grande Recessione è stata provocata da una crisi finanziaria, frutto di un'attività creditizia sconsiderata del settore finanziario e trigger della bolla immobiliare.

La crisi dei mutui subprime ha indotto una graduale contrazione della domanda e dell'offerta aggregata con effetti in termini di output ed occupazione di breve e medio termine.

Per decenni il sistema finanziario americano è stato stabile e sicuro, ma poi l'industria finanziaria ha voltato le spalle alla società, corrotto il sistema politico e spinto l'economia mondiale in una crisi. A costi enormi abbiamo evitato il disastro, ma gli uomini e le istituzioni che hanno causato la crisi sono ancora al potere e questo deve cambiare.

Ci diranno che abbiamo bisogno di loro e che quello che fanno è troppo complicato per noi da capire, non sarà facile ma per certe cose vale la pena combattere.

BIBLIOGRAFIA

PINZANI C., “*Storia della crisi finanziaria. 2007-...?*”, s.l., Castelvechi, (1 ottobre 2017), 1 edizione, 428p.

FORESTIERI G., MOTTURA P., “*Il sistema finanziario*”, s.l., EGEA, (26 gennaio 2017), settima edizione, XVI-485p, Brossura

DORNBUSCH R., FISCHER S., STARTZ R., “*Macroeconomia*”, s.l., McGraw-Hill Education, (21 gennaio 2020), edizione 12, XXVIII-577p.

RUOZI R., “*Economia della banca*”, s.l., EGEA, (30 gennaio 2020), quarta edizione, 489p.

VASCONI S., “*La crisi finanziaria immobiliare americana del 2008. Dai mutui subprime al contagio globale*”, s.l., Kimerik, (23 dicembre 2021), 1 edizione, 176p.

Regia FERGUSON C., “*Inside job*”, (documentario), 2010, Representational Pictures, Screen Pass Pictures

Regia MCKAY A., “*La grande scommessa*”, (film), 2015, Plan B Entertainment
Regency Enterprises

SITOGRAFIA

https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=6yh8u4SAdz4C&oi=fnd&pg=PR13&dq=il+settore+finanziario&ots=shy8ZvHwzR&sig=Tz9uZ47Hxryy9IGKrdWLLU-JF1c&redir_esc=y#v=onepage&q=il%20settore%20finanziario&f=false

<https://www.iusinitinere.it/la-crisi-finanziaria-del-2008-da-cosa-e-stata-scatenata-9025>

<https://www.lastampa.it/blogs/2008/09/22/news/rivoluzione-in-goldman-sachs-e-morgan-stanley-finisce-l-era-delle-banche-d-investimento-1.37197838/>

<https://www.deps.unisi.it/sites/st02/files/allegatiparagrafo/26-01-2016/cap. 20 blanchard giavazzi amighini.pdf>

<https://startingfinance.com/approfondimenti/crisi-del-2008/>

<https://www.diritto.it/i-mutui-subprime/#:~:text=Un%20mutuo%20subprime%20%C3%A8%20per,%20pignoramenti%20fallimenti%20e%20ritardi.>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/collateralized-debt-obligation.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/credit-default-swap.html>

