



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

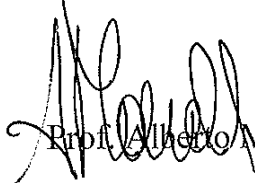
---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**Oltre il tramonto di Wall Street: la crisi finanziaria  
del 2008 e il ruolo delle istituzioni finanziarie.**

**Beyond the sunset of Wall Street: the 2008 financial  
crisis and the role of financial institutions.**

Relatore:



Prof. Alberto Manelli

Rapporto Finale di:

Davide Melchionna



## **INTRODUZIONE**

Nel corso della storia economica mondiale, pochi eventi hanno avuto un impatto così significativo e duraturo quanto la crisi finanziaria del 2008. Questo periodo tumultuoso ha scosso le fondamenta dei mercati finanziari globali, causando una catena di eventi che si è propagata attraverso le economie di molte nazioni, con effetti devastanti su milioni di individui. La crisi ha rappresentato una sfida senza precedenti per istituzioni finanziarie, governi e cittadini, evidenziando le fragilità del sistema economico globale. Questo studio si propone di esplorare in profondità gli eventi che hanno portato alla crisi finanziaria del 2008, analizzando le cause sottostanti, le dinamiche di mercato coinvolte e le conseguenze a lungo termine. Sarà fondamentale comprendere come fattori apparentemente isolati, come la crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti, abbiano scatenato una serie di reazioni a catena che hanno travolto istituzioni finanziarie in tutto il mondo. Inoltre, ci concentreremo sull'impatto sociale ed economico della crisi, esaminando come le politiche adottate dalle autorità di regolamentazione e dagli attori chiave abbiano contribuito a plasmare il corso degli eventi successivi. Attraverso questa analisi, ci proponiamo di fornire una visione esaustiva della crisi finanziaria del 2008, delucidando le intricazioni complesse che hanno caratterizzato questo periodo critico. Solo una comprensione approfondita di tali elementi può gettare le basi per formulare strategie e politiche mirate a prevenire futuri collassi finanziari e a mitigare i danni derivanti da crisi simili.

## **CAPITOLO PRIMO CRISI FINANZIARIA: DEFINIZIONE E PRECEDENTI**

### **1.1 IL CONCETTO DI CRISI ED IL “BIG CYCLE”**

Il dizionario italiano definisce il concetto di crisi finanziaria come: “Situazione di grave difficoltà che si verifica in presenza di una forte instabilità nei mercati finanziari, con una cospicua caduta del valore delle attività ed un’interruzione del flusso di risorse dai risparmiatori alle imprese”. Il concetto di crisi finanziaria è molto ampio e si estende a diverse tipologie, che vanno dalle crisi bancarie e di borsa a quelle valutarie e di debito sovrano. K.S. Rogoff e C.M. Reinhart hanno raccolto un importante dataset per descrivere i segnali che precedono le crisi finanziarie e le loro dinamiche, rilevando come tutte presentino molti elementi in comune che, se osservati in tempo, possono aiutare ad identificarle e prevenirle. Leggendo coloro che hanno scritto della “grande recessione”, troviamo frasi ricorrenti nelle quali si afferma come questo evento fosse prevedibile, e che di fatto, lo è stato. Le contrazioni del mercato, i momenti di difficoltà, sono sempre stati frequenti nel corso degli ultimi secoli; questo dipende dal fatto che la storia economica si svolge in maniera ciclica ed il settore finanziario non può che esserne estremamente condizionato: “Il futuro che ci aspetta sarà profondamente diverso rispetto a quello che abbiamo vissuto nel corso della nostra vita, ma sarà simile a molte altre epoche della storia. Come faccio a saperlo? Perché è sempre andata così.” scriveva Ray Dalio, CEO di Bridgewater Associates, hedge fund più grande al mondo. Possiamo riassumere un intero ciclo economico in due macro-fasi: una fase di espansione ed una fase di contrazione, le quali si alternano continuamente in base al contesto macroeconomico ed alle scelte di politica monetaria poste in essere da parte delle banche centrali. Ognuna di queste fasi è a sua volta scindibile e contestualizzabile in tre micro-fasi, dunque, parleremo di un “Big cycle” strutturato in 6 fasi: espansione, rallentamento, picco, contrazione, recessione e ripresa.

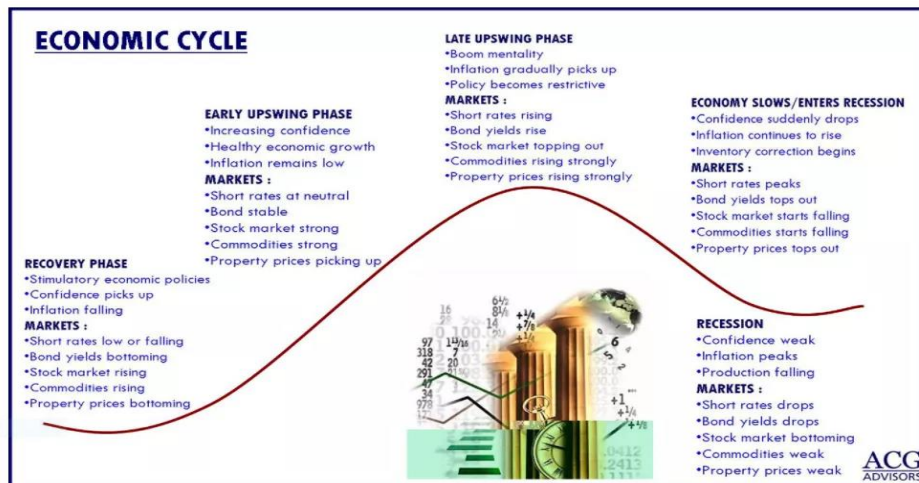


Figura 1.1 Fasi del ciclo economico

Il ruolo chiave all'interno di questo big cycle viene svolto dalle Banche centrali attraverso le decisioni di politica monetaria adottate in base all'analisi dei dati macroeconomici che vengono rilasciati periodicamente. Tali dati forniscono un'istantanea, una cruciale informazione sulla solidità e sullo stato di salute di un'economia. Prendendo in esame il paese più influente ed all'avanguardia sotto il profilo economico-finanziario, gli USA, l'analisi dei dati riguardanti il mercato del lavoro (ADP report, Non Farm Payroll, unemployment/employment rate, initial jobless claims, JOLTs), il mercato immobiliare (building permits, new/pending/existing home sales, housing starts), il bilancio pubblico (import, export, trade balance, federal budget balance), l'inflazione (CPI, PCE, PPI nella loro versione headline/core), consumo e produzione (consumer sentiment, Purchasing Managers' Index, consumer credit, retail sales, durable goods orders, Gross Domestic Product Q1/Q2/Q3/Q4) fornisce ai membri della banca centrale indicazioni riguardanti la determinata fase del ciclo economico all'interno della quale l'economia sta entrando. Conoscere lo stato di salute dell'economia permetterà al presidente ed ai membri del consiglio di elaborare strategie cruciali riguardanti le decisioni di politica monetaria da adottare utilizzando gli strumenti a loro disposizione. Essendo l'economia una macchina complessa e dinamica, è fondamentale applicare una lettura coesa di questi dati, spesso tra loro legati da importanti rapporti causa effetto. Ne è un esempio la curva di Phillips che fornisce informazioni riguardanti il rapporto tra inflazione e disoccupazione:

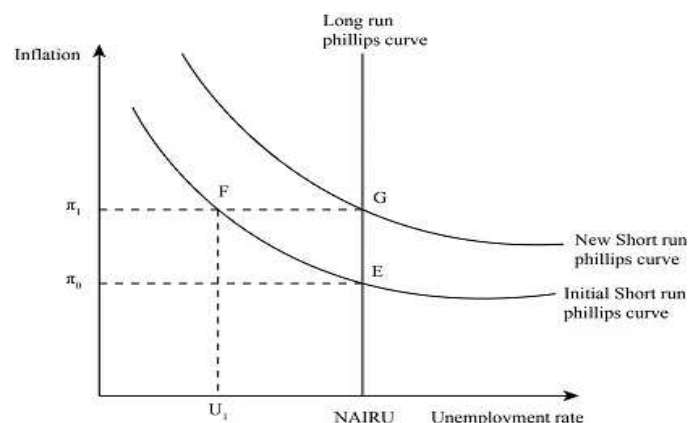


Figura 1.2 Curva di Phillips

Dalla curva si evince come le due variabili siano inversamente correlate: all'aumentare della disoccupazione diminuisce l'inflazione e viceversa. Una disoccupazione in aumento suggerisce

chiaramente che meno individui percepiscono reddito, di conseguenza questi spenderanno meno (la variabile consumo che compone la domanda aggregata riporterà una diminuzione). Per la legge della domanda e dell'offerta si riporterà un abbassamento dei prezzi di beni e servizi (abbassamento inflazione).

Partendo da una fase di post-recessione dell'economia di un paese, la banca centrale, per favorire la ripresa economico-finanziaria, avrà il compito di rivitalizzare le diverse variabili che compongono la domanda aggregata attraverso l'utilizzo di politiche monetarie espansive. Tali politiche corrispondono ad una serie di misure adottate per stimolare l'economia, ridurre il tasso di disoccupazione e contrastare la deflazione. Le principali misure adottate nelle politiche monetarie espansive includono:

1. **Taglio dei Tassi di Interesse:** una delle misure più comuni è il taglio dei tassi. Riducendoli le banche centrali cercano di incentivare la spesa e gli investimenti, poiché il costo del denaro diminuisce. Ciò rende più attraente l'indebitamento e può stimolare l'attività economica.
2. **Operazioni di Mercato Aperto:** le banche centrali possono acquistare o vendere titoli di Stato sul mercato aperto per influenzare l'offerta di denaro e i tassi di interesse. L'acquisto di titoli aumenta la liquidità nel sistema finanziario, riducendo i tassi di interesse a breve termine e favorendo l'accesso al credito.
3. **Iniezioni di Liquidità:** le banche centrali possono fornire liquidità aggiuntiva al sistema finanziario attraverso operazioni di finanziamento a breve termine (REPO, certificati di deposito, linee di credito, facility di prestito marginale). Ciò aiuta le banche a soddisfare le proprie esigenze di riserva e a mantenere la stabilità del sistema finanziario.
4. **Guida delle Aspettative:** comunicazioni chiare e trasparenti da parte delle banche centrali riguardo alle proprie intenzioni ed alla direzione delle politiche possono influenzare le aspettative degli operatori di mercato e degli investitori. Una guida efficace può contribuire a plasmare le aspettative e ad orientare il comportamento economico.
5. **Target di Inflazione:** le banche centrali possono adottare politiche di target di inflazione, impegnandosi a mantenere un livello specifico della stessa. Questo fornisce un quadro chiaro per le aspettative economiche e può guidare le decisioni di spesa ed investimento.
6. **Credito Agevolato alle Banche:** le banche centrali possono offrire credito agevolato alle banche commerciali per incoraggiare la concessione di prestiti alle imprese ed ai consumatori. Questo può migliorare l'accesso al credito e stimolare la domanda.
7. **Forward Guidance:** le banche centrali possono fornire indicazioni (forward guidance) sulle loro intenzioni future riguardo alle politiche monetarie. Ciò aiuta a gestire le aspettative degli operatori di mercato e degli attori economici, influenzando il comportamento di spesa ed investimento.



Figura 1.3 M2 Money Stock

In questa immagine è possibile osservare la più rapida e massiccia immissione di massa monetaria sul mercato americano da parte della FED (Marzo 2020).

L'efficacia delle politiche monetarie espansive oltre a variare a seconda delle condizioni economiche e del contesto globale può comportare seri rischi riguardo l'insorgere di bolle speculative e possibili impennate dell'inflazione: favorire l'accesso al credito porterà le aziende ad investire di più, guadagnare di più ed effettuare un numero maggiore di assunzioni; più assunzioni vengono effettuate maggiore sarà il numero di individui che percepiranno reddito e, dunque, che consumeranno. Si crea così un circolo virtuoso in quanto i consumatori contribuiranno ad accrescere ancor più il fatturato delle aziende, destinando parte del proprio reddito all'acquisto dei prodotti delle stesse, le quali investiranno ancor di più, guadagneranno ancor di più ed assumeranno ancora di più. Per la legge della domanda e dell'offerta tale impennata della domanda aggregata sarà bilanciata dall'aumento del livello generale dei prezzi di beni e servizi. Durante questo periodo di stimolazione ed espansione, dunque, il prodotto interno lordo, l'occupazione e l'inflazione subiranno un'impennata.



Figura 1.4 USA inflation rate 2014-2024

Quando comincia a discostarsi pesantemente dal livello-target delle banche centrali (2%), l'inflazione diviene un problema politico oltre che macroeconomico: consumatori e produttori cominciano ad avvertire sulla propria pelle il fenomeno inflattivo e iniziano ad esercitare pressione sui governi affinché la situazione migliori. Nell'2022 (periodo post-covid), la Federal Reserve e la BCE si sono trovate dinanzi al medesimo problema: dopo un periodo di contrazione economica e recessione tecnica segnato dalla pandemia, la risposta di Quantitative Easing ed immissione massiccia di massa monetaria messa in atto dalle banche centrali per stimolare e rinvigorire l'apparato economico-finanziario è sfociata nella perdita di controllo del tasso di inflazione, il quale, come è possibile evincere dal grafico sovrastante, ha raggiunto in USA e nell'area euro picchi del 10%. E' esattamente in queste circostanze di perdita del controllo dell'inflazione che il ciclo economico arriva al suo apice (picco) per poi cominciare a rallentare attraverso un atteggiamento da parte delle banche centrali opposto rispetto a quello visto ed analizzato fino ad ora: si assiste al passaggio da una politica monetaria espansiva ad una restrittiva, la quale mira a ridurre la quantità di denaro in circolazione (Quantitative Tightening) e ad aumentare i tassi di interesse per scoraggiare la spesa e l'indebitamento eccessivi. Le misure cruciali impuginate in questa fase dalla banca centrale sono:

1. Aumento dei tassi di Interesse: la principale caratteristica di una politica monetaria restrittiva è l'aumento dei tassi di riferimento. Questo rende più costoso l'indebitamento e limita la spesa e gli investimenti di imprese e consumatori.

2. Operazioni di mercato aperto (OMA) per la Vendita di Titoli: la banca centrale può condurre operazioni di mercato aperto per vendere titoli di Stato e altri strumenti finanziari. Ciò riduce la liquidità nel sistema finanziario, innalzando i rendimenti degli strumenti finanziari e contribuendo a incrementare i tassi di interesse a lungo termine.
3. Aumento del rapporto di riserva obbligatoria: la banca può aumentare il rapporto di riserva obbligatoria, cioè la percentuale di depositi che le banche commerciali devono mantenere come riserva. Aumentare questo rapporto limita la quantità di denaro che le banche possono prestare, riducendo così la disponibilità di credito.
4. Comunicazioni per gestire le aspettative: le dichiarazioni pubbliche possono essere utilizzate per influenzare le aspettative del pubblico e degli operatori di mercato. Comunicare chiaramente l'intenzione di adottare una politica restrittiva può influenzare le decisioni di spesa e di investimento.
5. Rafforzamento della Valuta Nazionale: un tasso di interesse più elevato ed una politica monetaria restrittiva possono rendere la valuta nazionale più attraente agli occhi degli investitori stranieri. Ciò può portare a un apprezzamento della valuta, che ha un effetto deflazionistico e riduce l'inflazione importata.
6. Riduzione dei Programmi di stimolo fiscale: in concomitanza con la politica monetaria restrittiva, il governo può ridurre i programmi di stimolo fiscale o implementare politiche fiscali più restrittive per frenare la crescita economica.

Sfavorire l'accesso al credito attraverso tali misure farà sì che le aziende investiranno meno, guadagneranno ed assumeranno meno; la diminuzione occupazionale farà sì che meno individui percepiranno reddito, dunque, la variabile "consumo" subirà un decremento e con essa la domanda aggregata. Il minor consumo genererà un ulteriore deterioramento dei ricavi delle aziende, le quali saranno disincentivate ad assumere generando così una spirale deflattiva. Dunque, anche in questo caso, se eccessivamente brusche o protratte nel tempo, le misure adottate potrebbero generare problematiche opposte a quelle viste nella fase di espansione, portando l'economia inizialmente a contrarsi per poi potenzialmente sfociare in recessione.



Figura 1.5 Sovrapposizione S&P Daily Chart (US500) e FED Funds Rates

Nell'immagine sovrastante è stato sovrapposto al chart dell'S&P500, indice che racchiude i 500 titoli più rilevanti del mercato azionario USA per capitalizzazione, l'andamento dei FED funds rate da Gennaio '22: al primo aumento dei tassi corrisponde il crollo dell'indice, che riflette lo stato di salute delle migliori 500 aziende statunitensi per capitalizzazione.

Da quest'analisi del big cycle si evince come l'intero sistema economico alterni periodicamente cicli di espansione a cicli di contrazione, con una banca centrale chiamata ad intervenire nei momenti più delicati e complessi, al fine di portare a termine il proprio mandato: controllare l'inflazione, garantire crescita economica ed un livello occupazionale ottimale.

## 1.2 LA PRIMA BOLLA SPECULATIVA DELLA STORIA: “LA BOLLA DEI TULIPANI”

Una delle prime crisi finanziarie si registra nei primi anni del diciassettesimo secolo, più precisamente nel triennio che va dal 1634 al 1637 e prende il nome di “bolla dei tulipani”, anche conosciuta come "tulipomania" o "tulip bubble", e rappresenta uno degli episodi più noti nella storia delle bolle speculative finanziarie. È stata un'eccessiva corsa dei prezzi, che è divenuta la prima ad essere documentata nella storia del capitalismo. I tulipani furono introdotti nei Paesi Bassi dalla Turchia e grazie alla loro bellezza ed alla varietà di colori, divennero rapidamente oggetto di desiderio. Nel 1623, un singolo bulbo di una specifica qualità di tulipano poteva costare anche un migliaio di fiorini olandesi (il reddito medio annuo dell'epoca era di 150 fiorini). I tulipani erano scambiati anche con terreni, bestiame e, presumibilmente, un buon negoziante poteva anche guadagnare 6 000 fiorini al giorno. La domanda iniziò a crescere molto rapidamente e questi fiori esotici divennero status symbol tra la classe benestante. Nel corso del tempo, la domanda crebbe esponenzialmente, e la rarità di alcune varietà particolarmente desiderate fece sì che il loro prezzo aumentasse in modo significativo. Gli speculatori iniziarono a vedere i tulipani come un investimento redditizio, acquistandoli con l'obiettivo di rivenderli a prezzi più alti. Divenendo tale mercato sempre più ricco e fitto di contrattazioni (liquido), per facilitarne il commercio e la speculazione, furono introdotti contratti a termine (futures) che consentivano agli acquirenti di impegnarsi ad acquistare fiori ad una data futura e ad un prezzo concordato: si negoziavano i "diritti sul bulbo", pagando subito solo un acconto del prezzo finale e corrispondendo il saldo alla consegna del bulbo fiorito, dando luogo a quel fenomeno che venne chiamato "il commercio al vento". Questo contribuì ad amplificare la speculazione e a far salire ulteriormente i prezzi. Nel 1637 la bolla raggiunse il suo apice, i prezzi dei bulbi raggiunsero livelli irrazionali, con alcune varietà che potevano essere scambiate a prezzi pari al valore di un immobile. Tuttavia, alla fine dello stesso anno il mercato collassò improvvisamente: a seguito di un'asta di Haarlem andata deserta, si incominciò a pensare che la domanda di tulipani non avrebbe potuto più mantenersi a quei livelli, e questa opinione si diffuse man mano che aumentava il panico. Il cosiddetto panic selling causò un rapidissimo crollo dei prezzi dei bulbi. Alcuni detenevano contratti per comprare tulipani a prezzi dieci volte maggiori di quelli di un mercato ormai crollato, mentre altri si trovarono a possedere bulbi che valevano un decimo di quanto li avevano pagati. Centinaia di olandesi, inclusi uomini di affari e dignitari, caddero in rovina.



Figura 1.6 Tulip price index, tulipomania

Il mercato di negoziazione di contratti su tulipani smise semplicemente di esistere. La diffusione dell'informazione circa il crollo dei prezzi e l'impossibilità di trovare acquirenti innescò una corsa dei fioristi a vendere a qualsiasi prezzo. Il panico si diffuse in tutti i centri urbani delle Provincie Unite dei Paesi Bassi. La lobby dei fioristi, gravemente colpita, in questo periodo indusse la giustizia delle Provincie unite olandesi a decretare la trasformazione dei contratti a termine (i futures) in contratti di opzione. In questo modo il detentore del contratto (in questo caso il fiorista o il commerciante) fu autorizzato a non onorare l'impegno (nei confronti dei contadini o coltivatori) pagando solo una

penalità pari al 3,5% del prezzo pattuito, anziché essere obbligato a comprare a prezzi elevatissimi un bulbo che in quel momento aveva un valore di mercato largamente inferiore a quanto previsto nel contratto originario. Questa bolla può essere assolutamente considerata il primo grande crack finanziario della storia originato da un comportamento di massa guidato dalla diffusa credenza del facile arricchimento.

### **1.3 CRISI DEL '29: "LA GRANDE DEPRESSIONE"**

Con i termini "Grande depressione", "Crisi del '29" o "Crollo di Wall Street" ci si riferisce alla crisi economica che alla fine degli anni Venti colpì l'economia mondiale riducendo su scala globale produzione, occupazione, redditi, salari, consumi e risparmi; sconvolse l'intero sistema economico-finanziario abbracciando l'intera economia mondiale, generando forti ripercussioni anche durante i primi anni del decennio successivo. Ebbe origine da contraddizioni simili a quelle che avevano portato alla crisi economica del 1873-1895, iniziando negli Stati Uniti d'America e portando al definitivo crollo (crack) della borsa di New York del 24 ottobre 1929 (giovedì nero) dopo anni di boom azionario.

#### **1.3.1 IL BACKGROUND**

Dopo la Grande Guerra gli Stati Uniti d'America conobbero un periodo di prosperità e progresso socioeconomico trainato soprattutto dal settore automobilistico, che a sua volta fece da volano alla crescita trascinando con sé altri settori come l'industria metallurgica, l'industria della gomma, il settore petrolifero, quello dei trasporti e quello edile. Dal 1922 al 1929 l'indice azionario da 63,0 aveva assunto il valore di 381,17. Durante questo periodo la bolla azionaria di Wall Street raggiunse il suo massimo, sembrava essersi innescato un circolo virtuoso: l'alta produttività permetteva di mantenere inalterati i salari e i prezzi dei prodotti sul mercato favorendo quindi gli investimenti, che permettevano a loro volta di aumentare la produttività. Tuttavia agli investimenti e al continuo aumento della produttività non corrispose una proporzionata crescita del potere d'acquisto, difatti, nei primi anni dopo il primo conflitto mondiale, lo sviluppo era stato sostenuto dai risparmi accumulati negli anni della guerra e dai bassi tassi d'interesse.

Una seconda contraddizione interna all'economia statunitense era rappresentata dal sistema finanziario. Non furono infatti posti limiti alle attività speculative delle banche e della borsa valori, dovute alla volontà da parte degli acquirenti di detenere titoli non tanto per ottenere dividendi e dunque profitti, quanto solo per aumentare il proprio capitale. In sostanza si comprava per rivendere, senza preoccuparsi della qualità dei titoli; all'aumento di domanda dei titoli si accompagnò direttamente quella delle quotazioni. A tutto questo va aggiunta la responsabilità dei rappresentanti delle holding che detenevano portafogli di azioni e obbligazioni (le quali avevano interesse che i costi lievitassero) che, per spingere i risparmiatori all'acquisto di titoli, rilasciavano dichiarazioni e previsioni troppo ottimistiche. Il valore delle azioni industriali però corrispondeva sempre meno a un effettivo aumento della produzione e della vendita di beni, tanto che, dopo essere cresciuto molto per via della speculazione economica diffusasi a tutti i livelli in quegli anni, questo scese rapidamente e costrinse i possessori a una massiccia vendita, che provocò il noto crollo.

A tutto questo va aggiunta la responsabilità dei rappresentanti delle holding che detenevano portafogli di azioni e obbligazioni (le quali avevano interesse che i costi lievitassero) che, per spingere i risparmiatori all'acquisto di titoli, rilasciavano dichiarazioni e previsioni eccessivamente ottimistiche.



### 1.3.2 LA CRISI NEGLI STATES

Il 24 ottobre 1929 (poi chiamato il giovedì nero) il mercato aveva subito un primo duro collasso. Periodi di vendita e di grossi volumi di trading erano mescolati con brevi periodi di prezzi in crescita e recupero. L'economista e autore Jude Wanniski correlò in seguito queste oscillazioni con la prospettiva del passaggio della legge di Smoot-Hawley che imponeva una maggiorazione sulle tariffe imposte sui beni importati, che era dibattuta in quel periodo tra i membri del Congresso, l'organo legislativo del Governo federale degli Stati Uniti d'America.

Fu il cosiddetto Martedì nero (detto anche "Big Crash"), tuttavia, il giorno del crollo della borsa valori, avvenuto il 29 ottobre 1929 a New York presso lo Stock Exchange, sede del mercato finanziario più importante per volumi scambiati degli Stati Uniti. Il prezzo delle azioni di numerose imprese a massiccia capitalizzazione di mercato (big market cap), come la General Electric, precipitò. Quel giorno più di sedici milioni di azioni vennero negoziate e il valore delle stesse calò di altri dieci miliardi di dollari. Ciò ebbe un riflesso immediato sulle altre borse degli Stati Uniti, da Chicago a San Francisco. La caduta della borsa colpì soprattutto quel ceto di media borghesia che nel corso degli anni Venti, oltre ad avervi investito i propri risparmi, aveva sostenuto la domanda di beni di consumo durevole. La loro uscita dal mercato indeboliva proprio le industrie produttrici di beni di consumo durevole (come quelle automobilistiche), situazione ancor più aggravata dalla stretta interconnessione che legava il settore industriale a quello bancario. Nel momento in cui la borsa crollò, si diffuse un'ondata di panico devastante tra i piccoli risparmiatori, i quali si precipitarono nelle banche per ritirare il proprio denaro: ciò diede origine ad una crisi di liquidità di ampie dimensioni e alla conseguente insolvenza di molte banche, che trascinarono nella crisi le industrie nelle quali avevano investito. Molte di queste furono costrette a chiudere i battenti o a ridimensionarsi e i licenziamenti, operati dalle aziende in crisi, portarono a una elevata diminuzione della domanda di lavoro, bloccando quasi completamente l'economia americana.

Una volta innescata la crisi, a causa dell'aumento della disoccupazione e del parallelo calo dei consumi, questa assunse i connotati di una crisi di sovrapproduzione, cioè eccesso di offerta rispetto alla domanda con conseguente calo della produzione che scese di quasi il 50% tra il 1929 e il 1932. L'indice Dow (Dow Jones Industrial Average), il più noto indice azionario della borsa di New York (NYSE), creato soppesando il prezzo dei principali 30 titoli di Wall Street da Charles Dow, scese anch'esso di quasi il 50% tra il 1929 e il 1932.

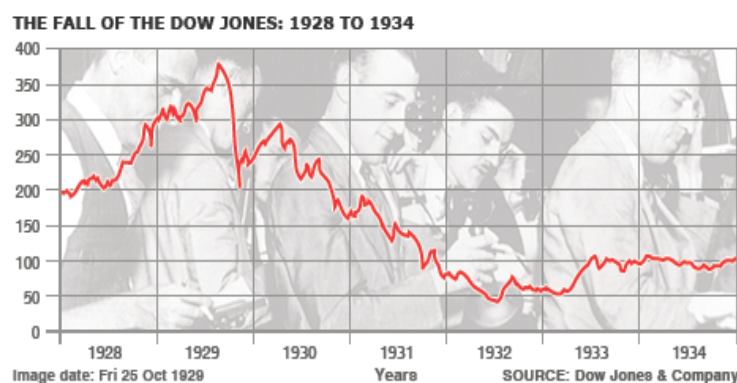


Figura 1.7 The fall of the dow jones: 1928 to 1934

### 1.3.3 LA PROPAGAZIONE DEGLI EFFETTI DELLA CRISI NEL RESTO DEL MONDO

A causa del peso e dell'influenza che gli Stati Uniti avevano sull'intera economia globale ben presto la crisi si propagò nel resto del mondo, inizialmente verso tutti quei paesi che avevano stretti rapporti finanziari con gli Stati Uniti, a partire da quelli europei che si erano affidati

all'aiuto economico degli americani dopo la Prima Guerra Mondiale, ovvero Regno Unito, Austria e Germania, dove il ritiro dei prestiti americani fece saltare il complesso e delicato sistema delle riparazioni di guerra, trascinando nella crisi anche Francia e Italia.

In tutti questi paesi si assistette a un drastico calo della produzione seguito da diminuzione dei prezzi, crolli in borsa, fallimenti e chiusura di industrie e banche, aumento di disoccupati (12 milioni negli USA, 6 milioni in Germania, 3 milioni in Gran Bretagna), il tutto aggravato anche dall'introduzione di misure protezionistiche come freno al libero scambio nel sistema economico globale. La produzione industriale dei principali Paesi europei scese mediamente di oltre il 15% nei tre anni seguenti alla crisi, mentre la Germania, da questo punto di vista, fu la nazione europea che maggiormente risentì del crollo dell'economia americana, registrando una caduta del 41%. Inizialmente il governo statunitense non attuò nessun tipo di piano diretto di salvataggio dell'economia, ma si limitò a stabilizzare i prezzi e a fare pressione affinché non venissero tagliati i salari. Questo tipo di atteggiamento derivava in parte dalle ideologie liberiste dell'epoca, secondo le quali lo Stato non sarebbe in nessun caso dovuto intervenire con azioni correttive sui mercati, in quanto questi sarebbero per loro natura in grado di autoregolarsi. Queste idee vennero abbandonate in seguito all'inefficacia mostratasi nel corso della crisi e, a partire dal 1933, la nuova amministrazione Roosevelt diede inizio ad un piano di riforme economiche e sociali che avrebbe risollevato l'economia americana, il famoso New Deal. Va notato che la crisi non colpì l'economia dell'URSS, la quale in quegli anni aveva inaugurato il suo primo piano quinquennale con l'obiettivo di creare una base industriale moderna. Restarono inoltre immuni dalla crisi anche il Giappone, il quale affrontò la crisi (inclusa la guerra) con misure inflazionistiche e i Paesi scandinavi che, in quanto esportatori di particolari materie prime, non risentirono della riduzione della domanda dei loro prodotti. Anche la Cina fu colpita dalla grande depressione, che portò ad una fortissima contrazione del commercio internazionale.

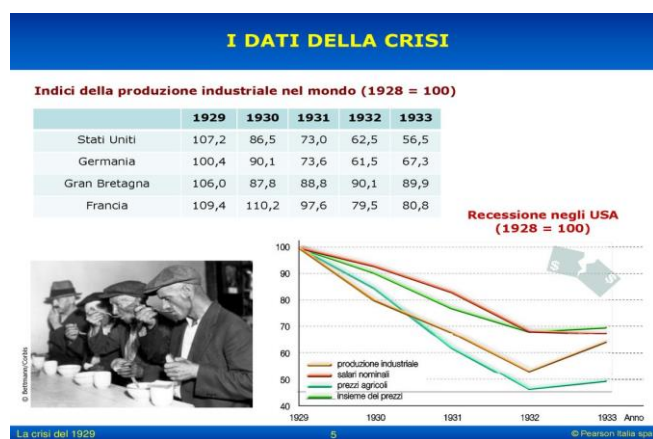


Figura 1.8 I dati della grande crisi-Grande depressione

#### 1.4 CRISI DEL 2000: "LA BOLLA DELLE DOT-COM"

La Bolla delle Dot-com (Dot-com Bubble) è stata una bolla finanziaria frutto di una speculazione eccessiva nei mercati azionari legati alle imprese tecnologiche (basate sull' utilizzo di internet) sviluppatasi tra il 1997 e il 2000. L'indice NASDAQ, il 10 marzo 2000, raggiunse il suo punto massimo a 5132.52 punti nel trading intraday prima di chiudere a 5048.62 punti.

Dalla fine degli anni Novanta la capitalizzazione dei mercati dei paesi più industrializzati vide un rapido aumento del valore delle aziende attive nell'ambito di Internet e nei relativi settori. Il periodo fu segnato dalla fondazione (e successivi fallimenti) di un numero elevato di nuove aziende con lo scopo sociale di svolgere attività nel settore legato a Internet e più in generale nel settore informatico

e generalmente chiamata Dot-com; si parla di compagnie scarsamente capitalizzate, di piccole dimensioni (in molti casi con un unico azionista fondatore), molto esposte in un settore fortemente sovrastimato in una condizione fondamentale alla base delle bolle speculative. Una combinazione di rapido incremento dei prezzi delle azioni, la convinzione del mercato che le società in oggetto avrebbero prodotto dei profitti in futuro, speculazione individuale sulle azioni e la presenza di numerosi venture capital crearono un ambiente in cui molti investitori trascurarono i tradizionali parametri di valutazione come il rapporto prezzo-utili, in favore della convinzione nel progresso tecnologico. Il collasso della bolla si ebbe tra il 2000 e il 2001. Alcune società, come Pets.com, fallirono completamente, mentre altre persero una larga parte della loro capitalizzazione rimanendo comunque solide e redditizie come Cisco Systems, le cui azioni persero circa l'86%. Altre negli anni successivi sorpassarono il prezzo massimo raggiunto all'apice della bolla delle dot-com come Amazon.com le cui azioni passarono da 107 a 7 dollari ma nel decennio successivo superarono i 950 dollari per azione.

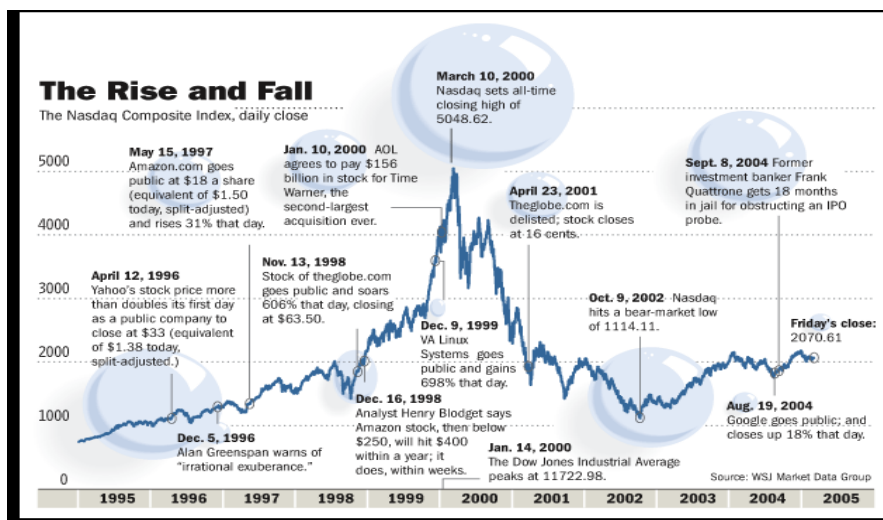


Figura 1.9 The rise and fall-the Nasdaq composite index, daily close

Gli speculatori e le società di investimento videro una crescita inusuale delle società Dot-com che registrarono aumenti a ritmi sostenuti nei loro corsi azionari e quindi gli investitori spostarono velocemente ingenti capitali scegliendo come misura per mitigare il rischio la diversificazione dell'investimento in diverse società del settore, lasciando al mercato la scelta dei progetti vincenti. I bassi tassi di interesse nel biennio 1998-99 contribuirono ad aumentare il capitale di avviamento delle aziende stesse. Una società tipo del tipo Dot-com faceva perno per la propria strategia sulle sinergie di rete, lavorando con leggere perdite sostenibili col fine di creare una quota di mercato, ovvero un mercato. Queste aziende offrivano i loro servizi o prodotti finiti gratis o a prezzi concorrenziali con l'aspettativa di poter costruire un marchio forte, sufficiente a pagare tassi vantaggiosi per i loro servizi più tardi. Il motto "get big fast" riflette questa strategia.

Secondo la teoria delle Dot-com, la sopravvivenza di una società in questo settore dipendeva dall'espansione della sua base di clienti il più rapidamente possibile, anche se a costo di grandi perdite annuali. Per esempio, Google e Amazon non ebbero alcun profitto nei primi anni. Amazon spendeva per un'espansione della base di clienti e in campagne di marketing per far conoscere l'azienda e Google investì per acquistare hardware più potenti per sostenere il suo motore di ricerca in espansione. La frase "Espandersi o Fallire" fu il motto del periodo. Al culmine del boom, era possibile per una società Dot-com promettente fare un IPO e ottenere una notevole quantità di denaro, anche se non aveva mai fatto un profitto o, in alcuni casi, aveva a malapena coperto i costi iniziali

d'avviamento. I mezzi di informazione americani, comprese pubblicazioni attendibili come Forbes e il WSJ, incoraggiarono a investire in queste società ad alto rischio. Molte società dot-com sono entrate in borsa attraverso offerte pubbliche iniziali (IPO) che hanno attirato un enorme interesse da parte degli investitori. I primi giorni di negoziazione delle azioni di molte di queste società sono stati caratterizzati da aumenti di valore spettacolari, alimentando ulteriormente la speculazione. Andrew Smith sostenne che la gestione finanziaria delle IPO tendeva ad avvantaggiare le banche e gli investitori iniziali, piuttosto che l'azienda stessa. Questo perché al personale dell'azienda era stato vietato di rivendere le loro quote per un periodo iniziale (lock-in) che durava dai 12 ai 18 mesi e quindi non potevano beneficiare del classico picco di breve durata del prezzo azionario durante i primi giorni di contrattazione. Per contro, i finanziari e gli altri investitori iniziali avevano, in genere, il diritto di vendere al prezzo di picco e così potevano immediatamente trarre profitto da aumenti dei prezzi a breve termine. Smith sostenne che l'elevata redditività delle IPO a Wall Street fu un fattore significativo nel corso degli eventi della bolla. Nonostante questo, però, alcuni fondatori delle aziende incrementarono i propri patrimoni grazie all'acquisizione delle loro società in una fase iniziale. Questi primi successi crearono un clima ancora più vivace generando una quantità senza precedenti di investimenti personali durante il boom tanto che la stampa riportò il fenomeno di persone che smisero di lavorare per dedicarsi a tempo pieno all'attività di trading.

Lo scoppio della bolla speculativa delle dot-com fu causato dall'euforia generale derivante dai concetti di "sviluppo", "progresso" e "crescita", associati a un settore all'avanguardia come quello della new economy. Esso alimentò le aspettative di futuri e continui aumenti del valore dei titoli emessi dalle aziende del comparto e indusse i soggetti a comprare i titoli in previsione di ulteriori aumenti del loro valore, anziché ragionare sul reale rapporto tra valore delle azioni e valore dell'azienda (ovvero utili futuri, previsioni di crescita, indebitamento, beni materiali, disponibilità liquide). Gli alti prezzi di tali titoli, a loro volta, sostenevano il valore delle azioni delle società emittenti, provocando una marcata sopravvalutazione di tali società ed alimentando l'autorealizzazione delle aspettative. Il prezzo dei titoli divenne tanto elevato da provocare la saturazione del mercato, cioè una situazione caratterizzata sia dall'assenza di investitori disposti ad effettuare ulteriori acquisti a un prezzo che nel frattempo era diventato molto elevato, sia dall'incentivo a disinvestire per monetizzare il guadagno, sia dalla revisione delle prospettive di profitto. Le quotazioni cominciarono a calare, per effetto delle vendite da parte di coloro che intendevano disinvestire prima che i titoli in portafoglio si svalutassero ulteriormente.

A marzo 2000, i bilanci pubblicati da diverse aziende mostrarono risultati deludenti, fornendo evidenza che l'investimento nelle società del comparto poteva rivelarsi non profittevole. Nel corso del 2001 molte Dot.com companies chiusero o furono oggetto di operazioni di acquisizione e fusione. Nel 2004, solo il 48% delle società quotate nel 2000 erano ancora attive a quotazioni infinitesimali rispetto ai loro massimi. Poche le aziende solide che negli anni successivi riuscirono a crescere. Il Nasdaq, l'indice azionario di riferimento, perse in tre giorni quasi il 9%.

Lo scoppio di questa bubble fu un ulteriore campanello d'allarme dell'instabilità dell'industria finanziaria e, in seguito anche a grandi scandali finanziari come quelli relativi ad Enron, WorldCom, Arthur Andersen e Tyco International (avvenuti tutti tra il 2000 ed il 2001), il governo americano decise di prendere dei provvedimenti. Nel 2002 a tal scopo fu firmato dal nuovo presidente George W. Bush il Sarbanes Oxley Act, il quale mirava principalmente a responsabilizzare il management in relazione all'accuratezza delle informazioni aziendali, aumentare la severità delle pene previste per illeciti finanziari e migliorare la supervisione contabile; proprio per soddisfare quest'ultimo obiettivo fu istituita un'autorità di controllo sui revisori esterni, il Public Company Accounting Oversight Board.

Parallelamente però a queste misure, non furono posti dei freni alla cartolarizzazione e alle sempre più rischiose attività di credito bancarie, ma anzi, in risposta alle difficoltà dei mercati si tornarono ad abbassare i tassi di interesse. L'economia ricominciò a crescere, ma se si era posto un rimedio ad alcuni problemi strutturali del sistema finanziario americano, altri persistettero e si aggravarono ancor più nel corso degli anni successivi.

## 1.5 LA CRISI DEL 1997: “IL MIRACOLO ASIATICO”

La crisi asiatica rappresenta un tracollo finanziario che interessò alcuni paesi del Sud-Est asiatico alla fine del XX secolo, tra il 1997 e il 1998.

Causata da una serie di speculazioni finanziarie che provocarono una forte svalutazione della moneta e lo sganciamento delle divise interessate dal valore del dollaro, la crisi fu causata dal pesante indebitamento del settore privato (banche e imprese), che provocò il ritiro improvviso dei capitali (tecnicamente un deflusso) da parte degli investitori stranieri e degli istituti di credito.

Alla metà degli anni Novanta, si accese un aspro dibattito, non ancora sopito, tra chi sosteneva che lo sviluppo asiatico fosse dovuto principalmente ad un uso intensivo degli input piuttosto che ad un aumento della produttività, dunque destinato a far registrare tassi di crescita decrescenti nel tempo, e chi invece sottolineava il ruolo della produttività ed i forti progressi tecnologici raggiunti dai paesi asiatici. Tra i primi si distinse Paul Krugman, il quale sosteneva che l'industrializzazione dei paesi dell'Asia, così come per l'Unione Sovietica degli anni Cinquanta, fosse in gran parte attribuibile ad uno straordinario incremento degli input: espansione dell'occupazione, innalzamento dei livelli di istruzione e, soprattutto, massicci investimenti in capitale fisico. Ma una crescita economica basata esclusivamente sull'espansione dei fattori produttivi, piuttosto che da guadagni di efficienza, è inevitabilmente soggetta a rendimenti decrescenti.

Tra il 1966 e il 1990, l'economia di Singapore è cresciuta, in media, dell'8,5% annuo, tre volte più rapidamente degli Stati Uniti; il reddito pro-capite è cresciuto ad un tasso del 6,6%, segnando approssimativamente un raddoppio ogni decennio. Questo risultato sembrava essere una specie di miracolo economico. In realtà Singapore è cresciuta sulla base di una straordinaria mobilitazione di risorse: la quota degli occupati sul totale della popolazione è passata dal 27% al 51%. I livelli di istruzione della forza lavoro sono stati rapidamente accresciuti: mentre nel 1966 più della metà dei lavoratori non aveva ricevuto alcuna istruzione scolastica, nel 1990 due terzi avevano completato l'istruzione secondaria. Soprattutto, il Paese ha effettuato impressionanti investimenti in capitale fisico: gli investimenti fissi lordi sono saliti dall'11% a più del 40% del Pil. La crescita economica di Singapore si basava quindi su variazioni di comportamento non ripetibili in futuro.

Gli economisti che contestavano questa teoria affermavano che il processo di crescita asiatico doveva necessariamente incorporare lo sviluppo tecnologico, che risulta essere endogeno all'economia. La produzione non cresce solo perché c'è più intensità dei fattori di lavoro, ma perché c'è una maggiore e una migliore produttività degli stessi input: un incremento dell'efficienza dei fattori produttivi. All'inizio dell'estate del 1997 il dibattito si interruppe bruscamente. La Thailandia venne investita da una forte crisi della propria valuta, il bath, che si è propagata con rapidità alle altre economie della regione provocando una crisi finanziaria che finì per seppellire gran parte del Sud-Est asiatico.



Figura 1.10 Mappatura della crisi finanziaria asiatica



### 1.5.1 THAILANDIA

L'inizio della crisi si ritiene che vada fissato alla data del 2 luglio 1997, e che la regione thailandese ne vada considerato il suo epicentro. La moneta nazionale (il baht), scambiata fin dalla metà degli anni Ottanta con un tasso fisso di 25:1 rispetto al dollaro, subì quel giorno una svalutazione del 15% del suo valore nominale. L'economia thailandese era cresciuta, tra il 1985 e il 1996, con tasso annuo record del 9%, spingendo (fino al 1996) hedge fund americani ad affrontare transazioni per un valore complessivo di circa 400 milioni di dollari in valuta thailandese. La Thailandia, che aveva conosciuto negli anni immediatamente precedenti la liberalizzazione del mercato dei capitali sotto l'influenza del FMI e del Tesoro americano, conobbe l'incremento dei flussi e degli scambi di capitale fino al 14% del Pil. Già alla fine del 1996 erano apparsi evidenti i segnali di crisi del mercato immobiliare del settore privato, che risultava essere in gravi difficoltà nel ripianamento dei debiti esteri.

Tra il 14 e il 15 maggio 1997, il baht thailandese era stato colpito da pesanti attacchi speculativi che tuttavia non convinsero il Primo Ministro Chavalit Yongchaiyudh a svalutare immediatamente la moneta (la quiete del governo thailandese fu uno dei fattori di aggravamento della crisi finanziaria, incerto sulle misure di svalutazione, che avrebbero nuociuto alle importazioni, col rischio di una recrudescenza dei fenomeni inflattivi). Circa 2 mesi dopo i primi attacchi speculativi, lo stesso 2 luglio, il baht fu sganciato dal paniere di divise internazionali (dollaro, yen) e lasciato fluttuare sul mercato nazionale. I tentativi di difendere la moneta, prima attraverso il ricorso alle riserve di valuta, poi mediante svalutazioni sempre più incontrollate e il rialzo dei tassi di interesse, non ebbero seguito alcuno, se non quello di spingere nuovi speculatori ad approfittare dell'ulteriore debolezza della divisa e provocare il fallimento di aziende (esempio la Finance One). La fuga dei capitali, sospinta dal timore di ulteriori svalutazioni, alimentava il circolo vizioso della crisi finanziaria, gettando in difficoltà gravi le banche e le imprese del paese; con due approvazioni datate 11 e 20 agosto 1997, il FMI cercò di arginare la crisi effettuando un prestito al governo thailandese di oltre 20 miliardi di dollari per risanare il deficit nazionale e ripristinare la fiducia del mercato dei cambi nel baht. Questa azione sollevò tuttavia alcuni sospetti apparendo come il tentativo di fornire valuta pregiata per rimborsare le banche occidentali che avevano contratto prestiti con le aziende thailandesi. Paradossalmente i fondi versati dal FMI non fecero altro che alimentare le speculazioni e la fuga di capitali dall'economia thailandese, tanto che il nuovo tasso vantaggioso (ma insostenibile per un'economia in piena crisi) del baht convinse i possessori di valuta a convertire i propri patrimoni in valuta statunitense e a trasferirli rapidamente all'estero. A fine ottobre il bath arrivò a subire una svalutazione di più del 60% rispetto al 1996. Insieme al cospicuo finanziamento, il FMI presentò alle istituzioni l'attuazione di un piano di "aggiustamento strutturale" (come è indicata nel gergo economico-burocratico dell'istituzione l'applicazione di misure di taglio del disavanzo e della spesa pubblica, unita a provvedimenti di liberalizzazione e privatizzazione). Il pacchetto di "riforme strutturali" prevede, infatti, oltre alla levitazione dei tassi di interesse, al taglio della spesa pubblica a all'aumento della pressione fiscale, una maggiore apertura e trasparenza del sistema finanziario, unita ad una riforma della legislazione su banche ed istituti di credito. Queste misure non mancarono di sollevare ulteriori dubbi sulla "neutralità" del FMI, accusato di minare la sovranità monetaria nazionale in favore di una liberalizzazione del mercato dei capitali a beneficio degli investitori occidentali (e delle imprese transnazionali statunitensi). Importante era il modo in cui le economie asiatiche erano collegate tra loro nella mente degli investitori occidentali. La "voracità" di questi ultimi era stata alimentata dal "miracolo asiatico"; ma quando si scoprì che, dopo tutto, l'economia thailandese non era poi così miracolosa, la perdita di fiducia si estese nei confronti di tutti gli altri paesi della regione: la crisi, originatasi in Thailandia nell'estate del 1997, si propagò con rapidità a Malesia, Indonesia e Corea del Sud.

### 1.5.2 INDONESIA E COREA DEL SUD

Nel giugno 1997 l'Indonesia sembrava ancora lontana da una possibile crisi economica. A differenza della Thailandia, aveva subito con minore intensità il fenomeno del leverage, potendo vantare un'inflazione contenuta, un surplus nella bilancia commerciale (di circa 900 milioni di dollari), riserve in valuta estera per un totale di circa 20 miliardi di dollari e un sistema bancario più solido. Nel luglio 1997, mentre la Thailandia era alle prese con i problemi di svalutazione del baht, l'Indonesia acconsentì ad aumentare il trading band (banda di oscillazione) della rupia dall'8% al 12%. Gli attacchi speculativi subiti dalla valuta costrinsero tuttavia il governo, nell'agosto dello stesso anno, a reintrodurre la flessibilità del cambio, dando luogo alla svalutazione della moneta. L'FMI intervenne prontamente con un finanziamento a credito di 23 miliardi di dollari, producendo il rialzo della domanda in valuta pregiata e inondando il mercato indonesiano di valuta nazionale. La rupiah toccò così nel settembre 1997 il suo minimo storico. Benché la crisi fosse iniziata fin dall'estate gli effetti cominciarono a farsi sentire sui bilanci delle imprese indonesiane nel novembre successivo. Le imprese, che si erano indebitate fortemente in valuta USA, dovettero far fronte agli insostenibili costi dettati dalla svalutazione della rupiah, acquistando dollari per ripagare i propri creditori e contribuendo ad un'ulteriore svalutazione. La crescita del tasso d'inflazione e conseguentemente dei prezzi degli alimenti scatenò rivolte in tutto il paese, conclusesi con più di 500 morti nella sola Giacarta. La grave disoccupazione e il caro-vita riaprirono lotte interetniche che erano rimaste sopite (l'ostilità nei confronti della comunità cinese), e parzialmente attenuate dal passato sviluppo economico. Nel febbraio 1998, il Presidente Suharto licenziò il Governatore della Banca Centrale indonesiana. Ciò non produsse reali miglioramenti costringendo il Presidente stesso a dimettersi nel maggio successivo. Il cambio indonesiano, che prima della crisi si era stabilizzato sulle 2000 rupie per dollaro, toccò picchi di 18000 rupie per dollaro durante il periodo di recessione economica, subendo a gennaio 1998 una svalutazione dell'85%. Nel corso dello stesso anno l'Indonesia subì una variazione negativa del proprio PIL pari al 13,5%.

La Corea del Sud era riuscita dopo la guerra a formulare una strategia di crescita economica, che le aveva permesso di incrementare di otto volte il reddito pro capite in tre decenni. La riduzione dell'analfabetismo e i forti investimenti per colmare il gap tecnologico con le principali economie mondiali le avevano permesso all'inizio degli anni Novanta di diventare membro stabile dell'OCSE e di divenire una delle principali produttrici di microchip. La crisi in questo paese fu innescata da problemi strutturali legati al forte indebitamento delle proprie grandi imprese con creditori esteri. Il livello di scambio dei flussi di capitale raggiunse il 9% del Pil. All'inizio del 1997, si ebbero i fallimenti della Hanbo Steel e della Sammi Steel, due delle maggiori conglomerate del paese. Nello stesso anno, mentre la Thailandia veniva risucchiata nel baratro della recessione, l'istituto di rating finanziario Moody's decise di declassare la Corea dal livello A1 al livello A3 e, successivamente, al livello B2. Alla base della decisione sembrava esserci, oltre al trend negativo in cui i mercati asiatici si stavano incanalando, la richiesta da parte del colosso coreano Kia Motors di un prestito di emergenza. Le banche occidentali decisero quindi di non rinnovare i propri prestiti alle imprese coreane, limitando fortemente l'afflusso vitale di capitali e paralizzando l'economia. La borsa coreana perse il 4% del proprio valore nella sola giornata del 7 novembre 1997, e il 7% il giorno successivo. Il 24 Novembre le richieste di pesanti "riforme strutturali", formulate dal FMI a fronte di un prestito, fecero crollare i titoli coreani del 7,2%. Samsung perse oltre 5 miliardi di dollari durante la crisi, e Daewoo fu assorbita dal gruppo americano GM. Il cambio passò da 800 won per dollaro ad oltre 1800 (la svalutazione giunse al 110%). A distanza di alcuni anni, nonostante la crisi abbia costretto alla bancarotta numerose compagnie nazionali, la Corea del Sud è riuscita dal 1997 ad oggi a triplicare il proprio PIL, mantenendo il ruolo di una tra le più attive e fiorenti economie mondiali. A tal proposito è sufficiente notare come dal 1960 al 2005 il PIL pro capite sia passato, in termini nominali, da 80

dollari a 21.000 dollari. Gli effetti maggiori della crisi si sono fatti sentire sul debito pubblico, quasi triplicato dal 13 al 30% negli ultimi 10 anni.

## 1.6 ANALOGIE E DIFFERENZE TRA LE CRISI

In conclusione, l'analisi delle crisi finanziarie rivela un intricato intreccio di analogie e differenze che delineano la complessità e la diversità del panorama economico: ogni crisi ha la sua storia unica, caratterizzata da sfumature specifiche e cause peculiari, ma allo stesso tempo, emergono analogie che collegano questi periodi tumultuosi nella storia finanziaria globale. Le analogie evidenziano la ricorrenza di modelli comportamentali e strutturali, che attraversano le varie crisi:

- 1 Euforia e Speculazione: In ogni crisi, emerge l'euforia speculativa, spinta da una fede irrazionale nelle aspettative di crescita economica o nei rendimenti degli investimenti. Questo atteggiamento ottimistico spesso contribuisce a bolle speculative.
- 2 Effetto a Catena e Diffusione Globale: Un'altra analogia è rappresentata dall'effetto a catena, dove una crisi iniziale può diffondersi rapidamente attraverso il sistema finanziario, coinvolgendo istituzioni e mercati in tutto il mondo.
- 3 Risposta delle Autorità: Le risposte delle autorità, come le banche centrali e i governi, spesso condividono l'obiettivo di mitigare gli impatti economici e finanziari attraverso politiche di stimolo e interventi mirati.

D'altra parte, le differenze distintive sottolineano la singolarità di ciascuna crisi:

- 1 Cause Specifiche: Ogni crisi ha cause specifiche che possono variare dal crollo del mercato azionario, come nel 1929, alla bolla delle dotcom degli anni '90 alimentata dall'euforia tecnologica, fino alla crisi del 2008 innescata dalla crisi dei mutui subprime.
- 2 Settori Colpiti Diversamente: I settori coinvolti in ciascuna crisi possono variare considerevolmente, dalla finanza all'industria, dall'edilizia al settore tecnologico, evidenziando l'unicità delle dinamiche economiche e finanziarie.
- 3 Risposte Differenziate delle Autorità: Le risposte delle autorità possono differire in base alla natura specifica della crisi. Ad esempio, mentre nel 1929 vi fu una risposta iniziale limitata, nel 2008 assistemmo a un'ampia adozione di politiche di quantitative easing e salvataggi bancari.
- 4 Impatti Globali e Regionali: Alcune crisi hanno un impatto principalmente regionale, mentre altre, legate a settori più delicati e sensibili al contesto globalizzazione, si diffondono su scala globale, come la crisi del 2008, di cui discuteremo di seguito.

In definitiva, l'analisi delle analogie e delle differenze tra le crisi finanziarie sottolinea la necessità di approcci flessibili e adattabili nella gestione delle sfide economiche. Le lezioni apprese dal passato, unite a una comprensione profonda delle circostanze uniche di ciascuna crisi, sono fondamentali per forgiare politiche e strategie resilienti in grado di affrontare l'incertezza intrinseca al mondo finanziario. In questo percorso, l'umanità continua a trarre insegnamenti preziosi dalla sua storia finanziaria, costruendo un futuro più stabile e sostenibile.



## CAPITOLO 2: I DRIVER DELLA CRISI DEL 2008

### 2.1 IL MERCATO IMMOBILIARE

L'anno 2008 è entrato a far parte degli annali economici come un periodo cruciale, segnato da uno tsunami finanziario che avrebbe scosso le fondamenta dell'economia mondiale. Al centro di questa tempesta perfetta giaceva un settore apparentemente stabile e prospero: l'immobiliare. Ciò che inizialmente sembrava essere un mercato immobiliare in crescita, trainato da un decennio di crescente fiducia e prosperità, presto si trasformò nel fulcro di una crisi finanziaria senza precedenti.

L'aumento sfrenato dei prezzi delle case, la diffusione dei prestiti ipotecari rischiosi, la creazione di prodotti finanziari complessi, il conflitto d'interessi delle agenzie di rating e la cartolarizzazione sono solo alcune delle dinamiche che hanno trasformato un'economia apparentemente robusta in un terreno fertile per una crisi finanziaria di portata globale. Attraverso questa analisi, cercheremo di comprendere come le dinamiche relative al settore immobiliare abbiano agito da catalizzatore, gettando le basi per uno dei capitoli più bui della storia economica moderna.

È nelle fasi armoniche di economia e mercati, in cui tutto sembra andare per il verso giusto, che la natura degli operatori economici (banche, investitori, consumatori) è orientata verso la crescita irrefrenabile che silenziosamente fa passare inosservata la nascita degli eccessi.

L'economia americana nel periodo 2004-2006 visse in una fase "Goldilocks", ossia né troppo calda né troppo fredda: crescita stabile (3%-4%), disoccupazione inferiore alla media di lungo periodo (4%-5%), inflazione di poco sopra il punto di equilibrio (2%-3,5%) facevano dell'economia americana la classica "economia in equilibrio" tanto decantata dai libri accademici. Tuttavia, come già anticipato, sono queste le fasi che nascondono i più gravi eccessi dell'economia stessa: da qui, dunque, la miopia delle autorità nei confronti del rapporto debito/PIL, che dal 2004 al 2006 cresceva ad un tasso medio del 12,6%. In poche parole, la fase meravigliosa dell'economia americana cominciava a favorire comportamenti di moral hazard: coloro che accedevano al credito cominciavano ad acquistare asset immobiliari e finanziari servendosi esclusivamente di debito, forti della convinzione di una crescita importante e costante dell'economia e dunque dei prezzi delle attività finanziarie (che per natura incorporano le aspettative economiche). Tale dinamica era favorita dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve, che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004, in risposta alla crisi della bolla dot-com e all'attacco dell'11 settembre 2001.

Il settore in cui si stava manifestando maggiormente la bolla del debito era quello immobiliare: dal 2000 al 2006 i prezzi erano aumentati di oltre l'80% e il debito delle famiglie era passato dall'85% al 120% del loro reddito disponibile. Era evidente che l'acquisto di case era effettuato principalmente a debito: complice il periodo apparentemente d'oro dell'economia, i creditori (le banche) prestavano denaro a debitori sempre più rischiosi (mutui subprime) e quindi a tassi sempre più alti, fiduciosi del fatto che i prezzi delle case avrebbero continuato a crescere così come l'economia e quindi il reddito dei debitori. In caso di default dei debitori, le banche si sarebbero tutt'al più trovate un immobile con valore raddoppiato, triplicato e via dicendo, potendo recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione.

“Le persone vedevano amici e vicini di casa arricchirsi con la compravendita di immobili, dunque, anche loro erano spinte a comprare”, così Ray Dalio, economista citato in precedenza, riassumeva le dinamiche del periodo 2004-2006.

Il mercato dei mutui subprime rappresentava il 20% del mercato e le società leader di settore (Fannie Mae e Freddie Mack) godevano dei favori del Governo che le sponsorizzava in merito alla loro innovativa pratica di cartolarizzazione creditizia: questa pratica sarà approfondita nel capitolo successivo, ma è giusto conoscere da subito come funzioni, così da capire in che modo contribuì all'irrazionale crescita dei prezzi delle abitazioni americane. In sostanza, questa tecnica finanziaria consiste nella cessione di specifici asset, come ad esempio debiti privati o crediti bancari, con lo scopo

di trasformali in titoli obbligazionari liquidi e trasferibili; nel caso della crisi del 2008 la maggior parte di questi titoli erano garantiti da mutui immobiliari, i cosiddetti Mortgage-Backed Securities (MBS). I vantaggi di queste operazioni non derivano solamente dalla creazione di prodotti altamente remunerativi partendo da beni generalmente illiquidi, ma anche dalla possibilità di venderli al pubblico, traferendo di fatto il rischio di credito e liberando le risorse delle banche.

Le società leader, dunque, acquistavano mutui concessi dalle banche, li impacchettavano e davano vita a tali prodotti finanziari costituiti da una parte di asset a basso rischio ed un'altra con rischio elevatissimo. Sfruttando la diversificazione e soprattutto riuscendo ad ottenere un rating (giudizio di affidabilità) di AAA (estremamente positivo) dalle società di rating più importanti (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) riuscivano a collocare tali strumenti estremamente rischiosi agli investitori assimilandoli ai titoli di Stato (che avevano lo stesso rating). Gli investitori stavano inconsapevolmente finanziando mutui che non sarebbero mai stati ripagati, considerandoli sicuri come titoli di Stato, facendo affidamento sul giudizio AAA delle società di rating corrotte e sulla solida reputazione delle principali banche del mondo (JP Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch) e delle società di cartolarizzazione sponsorizzate dal Governo che li collocavano. Il fatto che la cartolarizzazione fosse effettuata utilizzando prestiti provenienti da mercati geograficamente differenti faceva pensare che eventuali default in un certo Stato degli USA non fossero minimamente correlati a quelli di altre aree del Paese e che, quindi, era molto improbabile il completo default di un prodotto cartolarizzato. Come sarà dimostrato nella successiva sezione, così non fu, perché la concessione di mutui subprime si era ormai diffusa sull'intero territorio nazionale, con conseguente forte aumento della correlazione tra i tassi di insolvenza dei diversi mercati immobiliari.

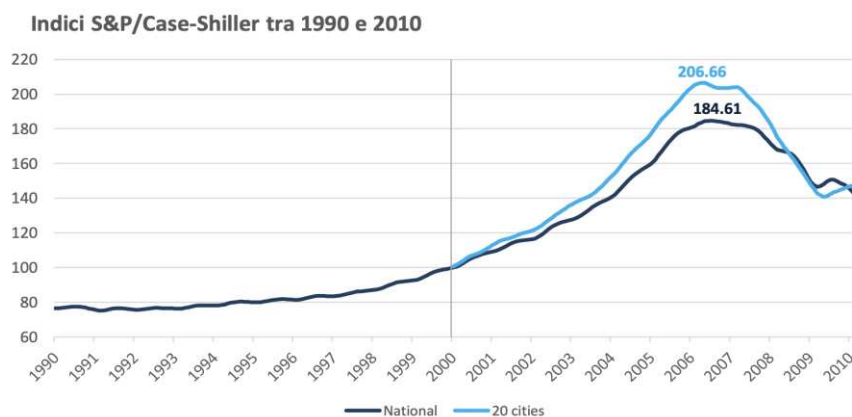


Figura 2.1 Indici S&P/Case Shiller 1990-2010

La figura mette in luce l'andamento dei due indici Case-Shiller (è un indicatore USA che misura i prezzi delle case unifamiliari, qui osserviamo la composizione nazionale e quella relativa alle 20 principali aree urbane del paese) più utilizzati nel periodo di formazione della bolla immobiliare. Da notare come per gran parte degli anni '90 i prezzi delle case rimasero sostanzialmente costanti e solo nel 1997 il livello cominciò ad alzarsi in maniera sostenuta, inoltre tale comparazione dimostra che furono principalmente i grandi centri abitati ad interessare la bolla immobiliare. A contribuire alla formazione della bolla fu in parte la politica monetaria accomodante che la FED mantenne, nel tentativo di rialzare i fragili mercati finanziari, nel periodo successivo allo scoppio della bolla delle dot-com. La stabilità dell'immobiliare rese il settore perfetto per essere sfruttato come motore della crescita economica negli Stati Uniti e, per assurdo, più il valore delle case saliva più era sembrava conveniente accendere un mutuo, anche per le fasce a basso reddito. Sostanzialmente, la fiducia che il mercato sarebbe costantemente continuato a crescere permetteva alle famiglie americane di poter sfruttare le favorevoli condizioni di accesso al credito per finanziare l'acquisto di una casa (spesso il finanziamento copriva l'intera spesa).

Sostenuta da tutti questi fattori, la bolla immobiliare continuò a gonfiarsi e fin tanto che la domanda rimase alta non accennò ad alcun rallentamento. Nonostante ci fossero diversi segnali e importanti precedenti che avrebbero dovuto allertare della pericolosità di un irrazionale apprezzamento delle case, l'incapacità di visione a lungo termine fece sì che in pochi si resero conto di essere in presenza di una bolla. Fu così che nel 2004 la Federal Reserve, ignara delle potenziali ripercussioni sul sistema economico-finanziario, decise di innalzare i tassi d'interesse. L'aumento del costo del debito non portò agli obiettivi sperati, ovvero il rallentamento della crescita e la prevenzione di fenomeni inflattivi, ma diede inizio ad un incontrollato aumento dei tassi di default di mutui immobiliari. A differenza della crisi Savings & Loan, in questo caso la gran parte dei mutui erano stati emessi a tasso variabile e, per questo motivo, molte persone si ritrovarono presto incapaci di far fronte all'aumento del costo delle rate e furono così costrette a dichiararsi insolventi. Sebbene i default e i pignoramenti subirono un significativo incremento già nel corso del 2005, come è visibile in figura, la prima discesa del Case-Shiller si ebbe solamente nell'aprile dell'anno successivo.

Verso la fine del 2006, l'economia americana cominciava a manifestare segnali di debolezza, di pari passo al rallentamento della crescita dei prezzi delle case. I tassi di risparmio degli americani cominciavano a ridursi, per cui gli USA cominciavano ad attingere dai flussi di capitali esteri che richiedevano dollari e asset americani. Contestualmente, in America, i cittadini cominciavano a finanziare anche il proprio consumo con il debito, grazie al fatto che l'afflusso di capitali da Cina ed Europa manteneva relativamente bassi i tassi di interesse, alimentando sempre di più la bolla oramai diventata finanziaria. Il debito stava finanziando consumi e cattivi investimenti che non avrebbero prodotto reddito utile a ripagare il debito stesso, provocando ingenti perdite su crediti delle banche e nei portafogli degli investitori. Così come in ogni bolla finanziaria, cominciavano a farsi strada nel mercato forme sempre più innovative di credito e sempre più lontane dalla tracciabilità e dalle regole del sistema finanziario. Queste forme andavano incontro all'insistente domanda globale di asset americani, tuttavia, la domanda di titoli di Stato americani era in eccesso rispetto all'offerta e fu veicolata verso questi "nuovi strumenti sicuri".

Prestiti cartolarizzati, fondi del mercato monetario (investiti in prodotti cartolarizzati) che promettevano rendimenti più alti a parità di rischio dei conti bancari, attività finanziarie cartolarizzate di dubbia composizione e globalizzazione dei prestiti in dollari cominciavano ad essere promossi dal sistema delle "shadow-banks" ("banche ombra" con regolamentazione opaca e scarsa capitalizzazione) che si facevano spazio in un contesto normativo sempre più permissivo e ormai fuori controllo.

Ecco allora la combo perfetta: bassi tassi di interesse, credito facile, regolamentazione permissiva e innovazione finanziaria rischiosa. È infatti nella prima metà del 2007 che un numero sempre più alto di banche cominciava a manifestare crediti ipotecari in sofferenza, con risvolti concreti sulla curva dei tassi di interesse in evidente rialzo ma non sui mercati azionari che sembravano convinti del fatto che la bolla avrebbe riguardato solo una nicchia di mercato. Tuttavia, con i tassi di mercato al rialzo, diventava sempre più problematico per i debitori pagare gli interessi sul debito (che era stato contratto perlopiù a tasso variabile) e chiedere mutui. I debitori pagavano sempre più interessi a discapito della loro spesa e questo restringeva l'attività economica, facendo ridurre i prezzi degli asset finanziari e immobiliari. A metà 2007, le grandi banche cominciavano ad annunciare le prime ingenti perdite su crediti, innescando timori sul mercato che un numero più alto del previsto di operatori fosse pericolosamente coinvolto nel mercato dei mutui subprime. Si era ufficialmente passati da una fase di mercato risk-on ad una di risk-off, in cui operatori finanziari e investitori preferivano la liquidità alle attività immobiliari e finanziarie, tra cui i mutui subprime che non avevano più una domanda consistente.



Figura 2.2 Andamento dell'indice NAHB tra il 1998 ed il 2014

L'indice NAHB (National Association of Home Builders) misura le aspettative dei costruttori edili riguardo alla domanda di case unifamiliari degli Stati Uniti. Questo grafico suggerisce che, mentre i prezzi delle case crebbero con costanza nel periodo precedente allo scoppio della bolla, la fiducia nel settore (da parte di chi era direttamente coinvolto nella compravendita di immobili) non fu soggetta in alcun modo allo stesso andamento, sintomo di una crescita alimentata in larga scala dalla speculazione e dall'estensione del credito a soggetti normalmente incapaci di acquistare una casa di proprietà. Dal 2006 l'indice precipitò vertiginosamente e nel 2007 fu seguito dal definitivo scoppio della bolla e dalla conseguente caduta anche dell'indice dei prezzi.

La crisi dei subprime segnò l'inizio di lungo periodo recessivo per il mercato immobiliare, in cui l'insolvenza dei mutuatari fu accompagnata dal fallimento di numerosi istituti creditizi. I casi di pignoramenti crebbero esponenzialmente e, se nel 2007 si aggiravano intorno a 2,000,000, nel 2010 quasi raddoppiarono. In parallelo al diffondersi dei default, anche la domanda di abitazioni non mostrava alcun segno di rallentamento e, sempre nel 2007, la National Association of Realtors (NAR) segnalò il peggior calo delle vendite di case esistenti da oltre 20 anni. Il crollo del real estate si protrasse ancora per molto tempo e, nonostante la caduta dei prezzi iniziò a frenare già nel 2009, le aspettative nel settore rimasero molto basse fino al 2012, anno in cui, dopo 4 anni sotto i 20 punti, l'indice NAHB tornò a crescere con costanza. Si è spesso parlato di campanelli d'allarme riguardanti la presenza di un illogico apprezzamento delle abitazioni americane e, in tal senso, è stato evidenziato come ci fosse un forte squilibrio tra reddito delle famiglie e prezzi delle case. Per dare ancor più un'idea della dimensione di questo sbilanciamento basta fare riferimento al rapporto tra la mediana dei prezzi delle case e quelle relativa al reddito delle famiglie americane, ovvero una misura della loro capacità di acquisto. Mentre tra il 1980 e il 2001 una casa era in media 2,8 volte superiore al reddito medio familiare, nel 2006 questo rapporto raggiunse un valore pari a 4,6. Come sappiamo, il fatto che, nonostante questa differenza, le vendite siano ugualmente cresciute è dovuto all'allargamento dell'accesso al credito e quindi alla maggior possibilità di indebitamento. Anche in questo caso i dati non mentono, perché il debito delle famiglie americane, misurato come percentuale sul reddito, raggiunse nel 2007 il 127%, numero di 50 punti percentuali maggiore rispetto al 77% di inizio anni '90.

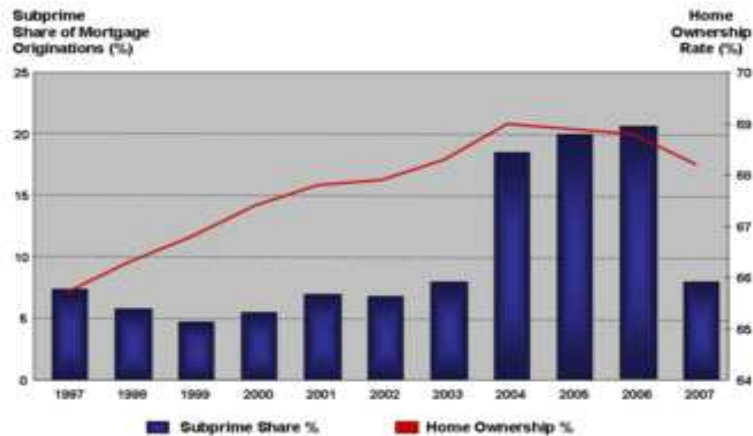


Figura 2.3 U.S. Subprime Lending Expansion 2004-2006

In conclusione, da questo capitolo che ha esaminato la bolla immobiliare come fulcro della crisi finanziaria del 2008, emergono chiaramente le intricanti dinamiche che hanno plasmato il destino dell'economia mondiale in quel periodo cruciale. La bolla immobiliare, inizialmente alimentata da un'espansione euforica dei prezzi delle case e dalla proliferazione di pratiche finanziarie rischiose, si è rivelata essere una burrasca finanziaria che ha investito il mercato con una forza distruttiva senza precedenti. L'analisi effettuata ha svelato come l'eccessiva concessione di prestiti ipotecari subprime, la creazione di strumenti finanziari complessi legati all'immobiliare e l'ottimismo irrazionale abbiano contribuito ad innescare una spirale discendente che ha coinvolto istituzioni finanziarie, investitori e famiglie. Tale momento storico ci offre una lezione fondamentale sulle fragilità intrinseche dei mercati finanziari e sull'importanza di una gestione prudente del settore immobiliare. La necessità di regolamentazioni più stringenti, trasparenza nelle pratiche finanziarie e una comprensione approfondita dei rischi associati al settore immobiliare si impone come una conclusione ineludibile. Nel prossimo capitolo, esploreremo ulteriormente le implicazioni di questa crisi, concentrandoci sugli strumenti finanziari che hanno amplificato gli effetti della bolla immobiliare, gettando luce su come l'ingegnerizzazione finanziaria, inizialmente pensata per mitigare il rischio, abbia contribuito inesorabilmente ad un crollo economico di portata globale.

## 2.2 IL SETTORE FINANZIARIO

### INTRODUZIONE

L'orizzonte finanziario del 2008 si staglia come un periodo di trasformazione epocale, caratterizzato da una serie di eventi che, come analizzato fino ad ora, avrebbero scosso il mondo economico. Al centro di questa tempesta finanziaria, uno degli elementi chiave fu l'utilizzo e l'ingegnerizzazione di strumenti finanziari complessi e spesso opachi, che si rivelarono i protagonisti di uno spartiacque storico. Nel capitolo che segue, esploreremo in dettaglio gli strumenti finanziari che hanno contribuito al collasso economico, svelando il tessuto intricato di derivati, titoli collaterali e altre costruzioni finanziarie che, sebbene progettati con l'intento di gestire il rischio, si trasformarono in potenti catalizzatori della crisi. In questo capitolo, in particolare, si inizierà a capire per quale motivo e in che modo la finanza e l'economia di un Paese siano ormai diventate indissolubilmente interconnesse. A tal scopo, la prima parte andrà ad esporre quelli che furono i principali attori dell'innovazione finanziaria, iniziando però da quella che può essere considerata più una causa, ovvero la deregolamentazione. Esploreremo dettagliatamente gli intricati strumenti derivati e la pratica della cartolarizzazione, veri pilastri che hanno alimentato la crescita straordinaria dell'industria finanziaria

approfondendo la loro essenza e modalità operative, gettando luce su come abbiano contribuito a plasmare il contesto finanziario. Attraverso questo approfondimento, cercheremo di fornire una chiara comprensione dello sviluppo dei mercati ad essi collegati. Successivamente, metteremo sotto la lente il ruolo cruciale svolto dalle banche d'investimento e dalle agenzie di rating, istituzioni che, in alcuni casi agendo in modo fraudolento, hanno saputo sfruttare le innovazioni del settore per ampliare il proprio raggio d'azione, facilitando così l'ulteriore espansione delle dimensioni della crisi finanziaria. In sintesi, il panorama finanziario del periodo si distinse non solo per la complessità degli strumenti utilizzati ma anche per la dubbia condotta di alcune istituzioni chiave. Esaminando attentamente questi aspetti, otterremo una panoramica più completa delle dinamiche che hanno portato al collasso del sistema finanziario nel 2008.

La successiva sezione del nostro esame approfondito si dedicherà a esplorare dettagliatamente due dei pilastri chiave dell'arsenale finanziario: i Credit Default Swap (CDS) e i Collateralized Debt Obligation (CDO). Un particolare accento sarà posto sulla dissezione approfondita del secondo strumento, vista la sua cruciale rilevanza nello sviluppo dell'industria e nel precipitare della crisi finanziaria. Tuttavia, verrà fornita un'analisi esaustiva di entrambi gli strumenti, svelando i loro meccanismi operativi. Ciò consentirà di gettare luce su come il crollo del settore immobiliare abbia potuto generare impatti così pervasivi e devastanti su scala globale, influenzando in modo significativo i mercati finanziari di tutto il mondo.

## **2.2.1 L'INNOVAZIONE FINANZIARIA**

### **2.2.1.1 La deregolamentazione**

La deregolamentazione rappresenta il processo di eliminazione o riduzione dei regolamenti governativi, principalmente nell'ambito economico, comportando la revoca della supervisione statale sull'economia. Tale fenomeno divenne comune nelle economie industriali avanzate tra gli anni '70 e '80, in risposta alle nuove correnti del pensiero economico che evidenziavano le inefficienze connesse alla regolamentazione governativa. Emerse la preoccupazione che le agenzie di regolamentazione potessero essere influenzate dall'industria regolamentata a proprio vantaggio, arrecando danni ai consumatori e all'economia nel complesso. I regolamenti economici erano stati originariamente promossi durante l'età dell'oro, quando le riforme progressiste erano considerate necessarie per contenere le esternalità negative, come l'abuso aziendale, il lavoro minorile non sicuro, la monopolizzazione e l'inquinamento, oltre a mitigare i cicli economici di espansione e contrazione. Tuttavia, verso la fine degli anni '70, molti osservarono tali riforme come ostacoli alla crescita economica, dando origine a una promozione diffusa della deregolamentazione da parte di politici orientati al neoliberismo.

Prima di andare a descrivere il trentennale periodo di deregulation, occorre precisare quale fosse il regime regolatorio vigente fino a quel momento. Per fare ciò è necessario risalire al primo dopoguerra, in particolare nel 1933, quando, nell'ambito del New Deal, fu promulgato il Banking Act. Nello specifico, all'interno di questa legge erano presenti quattro disposizioni che nel complesso vennero chiamate Glass-Steagall Act, nel nome dei loro promotori: il Glass-Steagall Act fu la risposta del Congresso degli Stati Uniti d'America alla crisi finanziaria iniziata nel 1929 che all'inizio del 1933 mise in ginocchio numerose banche statunitensi. Quest'ultimo mirava a introdurre misure per contenere la speculazione da parte degli intermediari finanziari e prevenire le situazioni di panico bancario.

1 La prima misura fu quella di istituire la Federal Deposit Insurance Corporation con lo scopo di garantire i depositi e prevenire eventuali corse allo sportello e ridurre il rischio di panici bancari.

- 2 La seconda misura prevedeva l'introduzione di una netta separazione tra attività bancaria tradizionale e attività bancaria di investimento. In base alla legge, le due attività non poterono più essere esercitate dallo stesso intermediario, realizzandosi così la separazione tra banche commerciali e banche di investimento; la ratio di tale ultimo provvedimento era quella di evitare che il fallimento dell'intermediario comportasse altresì il fallimento della banca tradizionale: in questo modo, si impediva, di fatto, che l'economia reale fosse direttamente esposta al pericolo di eventi negativi prettamente finanziari.

Si diedero sostanzialmente maggiori assicurazioni ai depositanti, evitando soprattutto che istituti di risparmio utilizzassero il loro denaro in investimenti ad alto rischio. L'atto portò quindi ad un lungo periodo di stabilità dell'industria finanziaria, con profitti moderati ma costanti, soprattutto garantiti dalla riduzione dei rischi.

Fu con questa struttura regolatoria che nel 1982 fu promulgato il primo importante atto di deregulation: Il Garn-St Germain Depository Institutions Act.

Questo rappresenta un atto legislativo del Congresso degli Stati Uniti che ha avuto un impatto sostanziale sulla deregolamentazione delle associazioni di risparmio e prestito, introducendo simultaneamente nuove dinamiche nei prestiti ipotecari. Questo disegno di legge fu proposto dall'amministrazione Reagan, i suoi promotori principali furono il membro del Congresso St Germain ed il senatore Garn e la sua influenza nella crisi dei risparmi e prestiti degli anni '80 è ancora oggi oggetto di dibattito. L'atto giocò un ruolo determinante per le banche nazionali, eliminando restrizioni legali sui prestiti immobiliari e allentando i limiti sui prestiti a singoli mutuatari. Nel contesto dei mercati dei mutui commerciali, questa legislazione gettò le basi per un rapido aumento dei prestiti, intensificando la concorrenza tra banche e istituti di risparmio.

Il Garn-St ed il Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act del 1980 (DIDMCA) portarono alla quasi completa deregolamentazione delle associazioni S&L, venendo così accreditati tra le cause primarie della fragilità di questi istituti e della conseguente crisi scoppiata pochi anni più tardi. Il Glass-Steagall Act ed il Bank Holding Company Act del 1956 rappresentavano vincoli significativi all'espansione delle attività bancarie, vietando acquisizioni al di fuori dello Stato di origine e limitando le banche a svolgere esclusivamente attività bancarie. Per favorire una crescita più ampia nel settore, era necessario allentare tali restrizioni normative, ed il governo degli Stati Uniti non esitò a farlo. Nel 1994 fu introdotto il Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act, che eliminò le precedenti limitazioni sulle banche interstatali, consentendo così alle istituzioni finanziarie di espandere il proprio ambito operativo senza ostacoli.

L'ondata di deregolamentazione che caratterizzò la fine degli anni '90 vide un punto cruciale nella fusione che portò alla formazione di Citigroup. Questa fusione, avvenuta nel 1998 tra Citibank, una delle principali società di servizi finanziari, e Travelers Group, una delle più grandi compagnie assicurative a livello globale, risultò di particolare importanza nell'evoluzione del panorama finanziario. La fusione stessa rappresentò una violazione del Glass-Steagall Act, legislazione discussa in precedenza datata 1933, che separava le attività bancarie commerciali da quelle di investimento. L'atto, inizialmente promulgato per prevenire conflitti di interesse e proteggere i depositanti, fu sottoposto a una deroga delle autorità americane, che concesse un anno di esenzione. Successivamente, nel 1999, il Gramm-Leach-Bliley Act ratificò definitivamente questa nuova configurazione, segnando la fine della separazione tradizionale tra banche commerciali e banche d'investimento. L'approvazione di questa legislazione mirava a favorire il modello emergente di "banca universale" o "Financial Holding Company": tale struttura, secondo le aspettative, avrebbe portato a una maggiore diversificazione delle attività finanziarie, una gestione più efficace dei rischi ed una crescita più marcata delle capacità remunerative. Tuttavia, a posteriori, è emerso che i benefici in termini di diversificazione e gestione dei rischi furono in parte compromessi dagli eccessi e dalla mancanza di controllo che caratterizzarono alcuni settori della finanza, portando in seguito a una serie di problematiche durante la crisi finanziaria del 2008. Questa fase di deregolamentazione è spesso citata come uno dei fattori chiave che hanno contribuito alla complessità e all'eccessiva esposizione

al rischio nel sistema finanziario, elementi che, in ultima analisi, hanno giocato un ruolo significativo nelle crisi finanziarie che hanno interessato gli Stati Uniti e l'intera economia globale.

La deregolamentazione delle attività bancarie si è accompagnata alla liberalizzazione dell'utilizzo di strumenti finanziari innovativi, introdotti negli ultimi decenni del XX secolo e in costante espansione. Nel 2000, la scena legislativa ha visto l'emissione del Commodity Futures Modernization Act (CFMA), promosso dallo stesso senatore Phil Gramm, artefice del Gramm-Leach-Bliley Act dell'anno precedente. Questa legislazione aveva l'obiettivo primario di deregolamentare il mercato dei derivati, il cui valore nominale aveva raggiunto i 100 trilioni di dollari alla fine degli anni '90; i derivati sono strumenti finanziari il cui valore è determinato da quello di altri beni scambiati sul mercato (azioni, indici azionari, tassi, valute e merci), denominati attività sottostanti. La sensibile crescita e diffusione degli stessi proviene dalla necessità di disporre di strumenti idonei a coprire rischi di mercato, di interesse e di cambio dovuti alla forte volatilità dei tassi di interesse e dei cambi. In particolare, il CFMA ha tolto questi strumenti dal controllo della SEC (Securities and Exchange Commission) e della CFTC (Commodity Futures Trading Commission), consentendone la negoziazione libera over-the-counter (OTC). L'idea di sottrarre i derivati da un controllo più stretto era motivata dalla volontà di evitare una regolamentazione eccessiva che avrebbe potuto limitarne il potenziale. Per ottenere riconoscimento nelle negoziazioni ufficiali di borsa, sarebbe stata richiesta una regolamentazione appropriata, ma tale vincolo avrebbe compromesso le possibilità di crescita di questi prodotti finanziari. Di conseguenza, la decisione fu quella di non imporre alcun tipo di restrizione. La crescita del mercato dei derivati ha subito un'accelerazione significativa dopo l'entrata in vigore del CFMA, tanto che il suo valore si è quadruplicato entro il 2004.

Lo stesso anno è stato contrassegnato da un'altra importante misura di deregolamentazione che ha influito notevolmente sull'insorgere della crisi finanziaria, nota come "Voluntary Regulation". Questo ulteriore passo nella deregolamentazione ha contribuito ad amplificare i rischi sistemici, generando conseguenze profonde nell'ambito finanziario e segnando un periodo di turbolenza che avrebbe avuto ripercussioni significative nei successivi anni.

Sotto la spinta del futuro Segretario al Tesoro, Henry Paulson, all'epoca CEO di Goldman Sachs, la SEC (Securities and Exchange Commission) ha ceduto alle pressioni, approvando una riduzione dei requisiti di capitale a riserva. Questa mossa ha aperto la porta alle banche per amplificare la loro leva finanziaria, in particolare mediante l'aumento dei limiti del rapporto di indebitamento. Il rapporto di indebitamento, asset-to-equity ratio, offre un'indicazione chiara della leva utilizzata per finanziare le attività delle società. In seguito a questa decisione della SEC, il rapporto di indebitamento è notevolmente cresciuto in tutte e cinque le principali banche d'investimento degli Stati Uniti: Morgan Stanley, Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch e Goldman Sachs. Alcune di queste istituzioni hanno persino superato il livello pericoloso di 33:1, un punto in cui una diminuzione del 3% del patrimonio della banca avrebbe potuto causare il suo collasso.

Questo aumento esponenziale della leva finanziaria ha creato una fragilità sottostante nei grandi istituti finanziari, preparando il terreno per lo scoppio della bolla immobiliare. Nelle sezioni successive, esploreremo in dettaglio come queste società hanno subito gli impatti del crollo del settore immobiliare. Prima di approfondire ulteriormente, è fondamentale sottolineare il ruolo centrale di Alan Greenspan durante questa crisi: la sua presidenza alla Federal Reserve, favorita dalla deregolamentazione degli anni '80, è stata un catalizzatore significativo degli eventi. Greenspan è stato accusato da molti, tra cui l'economista Joseph E. Stiglitz, di aver incentivato in modo eccessivo i mutui subprime e di aver mantenuto troppo a lungo i tassi di interesse bassi. Mentre lasciava la presidenza della Federal Reserve agli inizi del 2006, in un periodo di apparente stabilità finanziaria, la sua gestione è stata successivamente criticata per aver lasciato un sistema sull'orlo della peggiore recessione degli ultimi 70 anni. Gli errori commessi durante il suo mandato sarebbero presto emersi, gettando luce su come questi avrebbero contribuito all'incontrollato sviluppo del settore finanziario.



### 2.2.1.2 La Cartolarizzazione

Dal punto di vista microeconomico, la principale variabile che ha contribuito all'innescio della crisi del 2008 è stata la cartolarizzazione innovativa, tecnica messa in atto dalle banche per trasformare attività illiquide in titoli obbligazionari negoziabili, trasferendo il rischio di credito dalla banca agli obbligazionisti.

Dopo una disamina sulla deregolamentazione e sui derivati, il prossimo capitolo è dedicato alla "securitization" (o cartolarizzazione), tema di ampio confronto quando si esplorano le connessioni tra la finanza e l'economia reale. La "securitization" rappresenta un sofisticato artificio finanziario impiegato per attingere risorse supplementari, affermandosi come pratica diffusa nel contesto economico-finanziario contemporaneo. Il suo proliferare come strumento di raccolta fondi e fonte alternativa di reddito ha conosciuto una notevole espansione, diventando un cardine fondamentale del cosiddetto "sistema bancario ombra". In relazione alla crisi menzionata, la cartolarizzazione ha consentito alle banche di alimentare il meccanismo di concessione di mutui subprime senza eccessivi timori. Dal punto di vista tecnico, la cartolarizzazione del debito è un processo intricato in cui una o più attività finanziarie indivise ed illiquide, come i crediti di una banca, subiscono una metamorfosi, trasformandosi in attività divise e commercializzabili, noti come titoli obbligazionari Asset Backed Securities (ABS). (Consob-securitization). A seconda del sottostante oggetto di cartolarizzazione, emergono categorie come i titoli MBS (mortgage-backed securities, con i mutui come sottostante), i CDO (collateralized debt obligation, basati su obbligazioni), gli ABCP (asset-backed commercial paper, focalizzati su crediti a breve termine). Un esemplare classico di cartolarizzazione è la banca che, detentrica di diversi prestiti immobiliari, decide di emettere titoli garantiti da tali mutui, offrendoli poi agli investitori. Sostanzialmente, la banca trasferisce i mutui a una Società Veicolo (Special Purpose Vehicle, SPV) appositamente costituita, la quale emette obbligazioni (nel caso dei mutui, le Mortgage Backed Securities) cedute agli investitori. La particolarità delle SPV, oltre al fatto di essere esenti da tasse, è che sono delle "bankruptcy remote company", quindi entità che permettono di isolare i rischi finanziari in modo tale che, ad esempio, in caso di bancarotta dell'originator, i suoi creditori non possano rivalersi sulle attività trasferite alla SPV. Il ricavato dalla vendita delle obbligazioni viene utilizzato per acquistare i mutui stessi. Questo trasferimento del rischio avviene verso gli acquirenti finali delle obbligazioni, poiché i pagamenti sono strettamente legati alla riscossione effettiva delle rate dei mutui. Negli anni precedenti la crisi dei mutui subprime, le cartolarizzazioni hanno vissuto una crescita significativa a livello mondiale, toccando un apice di circa 11 trilioni di dollari negli Stati Uniti e 2 trilioni di euro in Europa. Sebbene negli Stati Uniti tali volumi abbiano conosciuto una ripresa dopo il crollo del 2008, in Europa il processo è stato più graduale.



Figura 2.4 La cartolarizzazione dei crediti

L'epopea della "securitization" affonda le sue radici nel tumultuoso scenario finanziario degli anni '70, un periodo in cui il governo statunitense, attraverso l'ente Ginnie Mae, inaugurò audacemente una nuova era cedendo al mercato i primi titoli obbligazionari garantiti da mutui immobiliari (MBS). Questo pionieristico atto non solo segnò l'inizio di una rivoluzione finanziaria, ma gettò le basi per un fenomeno che avrebbe cambiato per sempre la natura stessa dei mercati globali.

Inizialmente confinata al dominio immobiliare, la pratica della cartolarizzazione dimostrò rapidamente la sua versatilità. Già nel 1985, estese i suoi confini per abbracciare i prestiti auto, rivelando un'incredibile adattabilità a diverse classi di attività. Gli anni '90, poi, segnarono una svolta epocale quando la "securitization" si estese audacemente anche al settore assicurativo, un terreno precedentemente inesplorato. L'ultimo decennio del XX secolo fu testimone della trasformazione della cartolarizzazione da pratica di nicchia a forza dominante sui mercati finanziari globali: le transazioni di cartolarizzazione divennero una presenza onnipresente, permeando le fondamenta stesse dei sistemi finanziari internazionali. Questo fenomeno rivoluzionario non solo trasformò la gestione del rischio e la distribuzione del credito, ma plasmò anche il modo in cui le istituzioni finanziarie concepivano e commercializzavano i loro asset.

I principali strumenti finanziari in questione erano quattro, ad ognuno dei quali si attribuiva un ruolo di rilievo: gli Asset-Backed Securities (ABS), i Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS), i Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS), e la complessa Collateralized Debt Obligation (CDO). Questi veicoli finanziari, tra la fine degli anni '90 e l'inizio del nuovo millennio, conobbero un'espansione esponenziale, sfruttando astutamente la fervida crescita della bolla immobiliare in corso. Tuttavia, il copioso incremento delle emissioni subì un brusco arresto nel 2007, seguito da un quasi totale azzeramento l'anno successivo. Vale la pena sottolineare che la debacle colpì in particolar modo le cartolarizzazioni legate al mercato immobiliare, ovvero RMBS, CMBS e CDO. Il catalizzatore di tale catastrofe fu il repentino e drammatico aumento del tasso di insolvenza sui mutui, una spirale discendente che era, in verità, il risultato prevedibile delle turbolenze estreme nel mercato immobiliare. La proliferazione di strutture complesse come i CDO ha contribuito alla creazione di strumenti più avanzati come le CDO-squared e le CDO-cubed: questi strumenti hanno consentito alle banche di "impacchettare" il rischio di credito, determinando un aumento delle emissioni e un trasferimento dei rischi delle attività sottostanti senza un adeguato controllo.

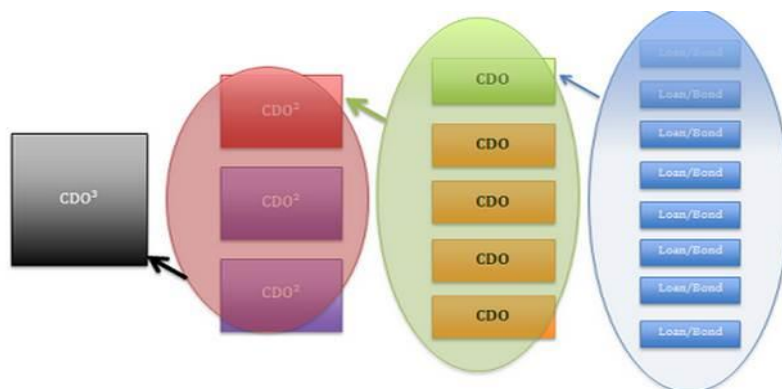


Figura 2.5 Architecture of CDO-cubed/CDO-squared

Un'altra importante caratteristica dei titoli cartolarizzati è il cosiddetto "credit enhancement", ovvero quel processo finanziario che permette di migliorare la qualità creditizia di un prodotto, rendendo migliori le valutazioni delle agenzie di rating e quindi l'appetibilità per gli investitori. Nei CDO questo fenomeno era garantito soprattutto dalla suddivisione delle obbligazioni in tranche (senior, mezzanine ed equity), ognuna delle quali avente un diverso livello di protezione creditizia e quindi di esposizione al rischio, stabilito in particolare dall'attribuzione di uno specifico rating (normalmente da AAA a BB). Questo frazionamento stabiliva di fatto una sorta di ordine prioritario nei pagamenti, cosicché venivano pagati per primi gli investitori della tranche senior e solo successivamente quelli

delle tranches mezzanine ed equity, i quali invece furono i primi a risentire delle eventuali perdite. La crisi immobiliare, con la sua implosione, espose le fondamenta traballanti dell'intero sistema finanziario, portando alla luce la fragilità nascosta dietro l'apparente robustezza dei prodotti cartolarizzati. Nella teoria finanziaria, l'impatto dell'insolvenza dei mutuatari avrebbe dovuto interessare principalmente le tranches inferiori dei titoli cartolarizzati, tuttavia, il colpo di scena fu la scoperta che nel mercato circolavano prodotti derivati contenenti quasi esclusivamente prestiti subprime, incredibilmente abbelliti come già sottolineato, con un rating standard. Questo artificio rese i titoli più vulnerabili del previsto, trasformando un elemento di rischio sottovalutato in una bomba ad orologeria finanziaria. Il 2007 segnò l'inizio di una spirale discendente, con il mercato immobiliare che assistette ad un declino accelerato dei prezzi delle abitazioni. Questo evento scatenò una crisi di fiducia inaspettata ed il panico tra gli investitori, che persero rapidamente la fede nella solidità dei prodotti cartolarizzati. Ciò che sembrava un porto sicuro si è trasformato in un caos finanziario, poiché la percezione di stabilità svanì con la diminuzione del valore delle proprietà immobiliari. Il castello di carte finanziario, apparentemente solido, crollò sotto il peso della sua stessa illusione di robustezza, trascinando con sé il sistema finanziario globale.

### 2.2.1.3 Le agenzie di rating

Le agenzie di rating, meglio note come credit rating agency (CRA), si ergono come vere e proprie arbitre della solidità finanziaria, deputate a conferire valutazioni creditizie che proiettano l'affidabilità di un debitore nel restituire i propri debiti in modo puntuale. Questi enti navigano tra le acque tumultuose di investimenti di varia natura, dalla stabilità dei bond governativi alla complessità dei titoli cartolarizzati, quali, per l'appunto, MBS e CDO. L'analisi approfondita di tali istituzioni riveste importanza cruciale, poiché il loro contributo allo scatenarsi della crisi finanziaria è stato sostanziale. Il terreno delle CRA è saldamente controllato dalle tre colossali entità statunitensi: Moody's, S&P e Fitch. Pur disponendo di scale di valutazione distinte, la loro comparabilità sarà sviscerata in dettaglio più avanti. La loro pervasiva influenza, affiancata alla responsabilità vitale di giudicare la sicurezza di investimenti su vasta scala, le colloca al centro del palcoscenico finanziario internazionale. Oltre al ruolo tradizionale di dispensatrici di valutazioni creditizie, queste agenzie hanno dimostrato una notevole capacità di modellare direttamente le dinamiche di mercato: la loro abilità nel plasmare la percezione del rischio associato a strumenti finanziari complessi, come i CDO, ha giocato un ruolo chiave nella creazione di un terreno fertile per l'espansione di investimenti ad alto rischio. La loro partecipazione al dramma finanziario globale del 2007-2009 sottolinea la necessità di scrutare attentamente le loro pratiche e il modo in cui possono influenzare la stabilità del sistema finanziario globale.

| Area           | Classe | Descrizione  | S&P's      | Moody's       | Fitch      |
|----------------|--------|--|------------|---------------|------------|
| SICUREZZA      | A1.1   | Azienda caratterizzata da una dimensione elevata, da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è minimo.  | AAA        | Aaa           | AAA        |
|                | A1.2   | Azienda di dimensioni medio-grandi caratterizzata da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è molto basso.   | AA+ / AA   | Aa1 / Aa2     | AA+ / AA   |
|                | A1.3   | Azienda caratterizzata da un profilo economico-finanziario e da una capacità di far fronte agli impegni finanziari molto buoni. Il rischio di credito è molto basso.   | AA-        | Aa3           | AA-        |
|                | A2.1   | Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.   | A+         | A1            | A+         |
|                | A2.2   | Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.   | A          | A2            | A          |
|                | A3.1   | Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.   | A-         | A3            | A-         |
| SOLVIBILITA'   | B1.1   | Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.                       | BBB+ / BBB | Baa1 / Baa2   | BBB+ / BBB |
|                | B1.2   | Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è relativamente contenuto.         | BBB-       | Baa3          | BBB-       |
| VULNERABILITA' | B2.1   | I fondamentali dell'azienda sono complessivamente positivi nonostante elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è comunque inferiore alla media. | BB+ / BB   | Ba1 / Ba2     | BB+ / BB   |
|                | B2.2   | I fondamentali dell'azienda presentano elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito, seppur generalmente ancora prossimo alla media, è significativo.          | BB-        | Ba3           | BB-        |
| RISCHIO        | C1.1   | L'azienda presenta gravi problemi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è elevato.   | B+ / B     | B1 / B2       | B+ / B     |
|                | C1.2   | L'azienda presenta problemi molto gravi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è molto elevato.   | B-         | B3            | B-         |
|                | C2.1   | L'azienda presenta problemi estremamente gravi, che ne pregiudicano la capacità di far fronte agli impegni finanziari anche nel breve periodo. Il rischio di credito è massimo.  | CCC / C    | Caaa / Ca / C | CCC / C    |

Figura 2.6 Scale di rating a confronto: S&P, Moody's, Fitch

Come possiamo evincere dalla tabella, questa modalità di operare funge da efficace strumento di mitigazione delle asimmetrie informative che affliggono gli investitori al momento cruciale della selezione delle attività in cui destinare il proprio capitale. Attraverso tale prassi, gli investitori possono scrutare attentamente, guidati dalla propria propensione al rischio, le opportunità di investimento più

idonee. Gli individui avversi al rischio si orienteranno verso gradi di solvibilità più elevati, avvicinandosi ai prestigiosi livelli "AAA", mentre coloro più propensi al rischio dirigeranno le loro inclinazioni verso rating al di sotto della soglia "BBB". Dopo aver delineato il modus operandi di tali entità, è cruciale analizzare le criticità che hanno suscitato nel corso della crisi.

Il tessuto intricato dell'errore emerso nelle valutazioni delle agenzie di rating su tali strumenti cartolarizzati si manifesta in una miriade di motivazioni, ma spicca soprattutto il conflitto di interesse come filo conduttore. Queste entità, incaricate di conferire un rating a obbligazioni o ad altri asset, ricevevano compensi direttamente dagli emittenti di tali titoli, dando vita ad un incentivo distorto a favorire i propri clienti con valutazioni più elevate rispetto agli standard. Il conflitto d'interesse, già di per sé evidente, si complica ulteriormente dal fatto che gli azionisti delle agenzie di rating erano prevalentemente attori nel panorama finanziario, quali fondi o istituti di investimento. Nonostante ciò, coloro che erano responsabili di tali valutazioni tentavano di giustificare le proprie azioni sostenendo che le valutazioni elevate sui prodotti subprime erano giustificate in quanto le tranche senior godevano di priorità nei rendimenti. Il paradigma era che soltanto un numero significativo di casi di insolvenza avrebbe potuto impattare sui rendimenti degli investitori senior. Considerando, inoltre, la solidità apparente del mercato immobiliare dell'epoca, si ritenne corretto trattare i diversi titoli obbligazionari con parità di valutazione; questo approccio, congiunto alla diversificazione proveniente dal raggruppamento di mutui provenienti da regioni geografiche distinte, sembrava in apparenza ridurre il rischio complessivo. Tuttavia, questa valutazione distorta ha contribuito a ulteriori distorsioni nell'industria dei derivati, e una volta che la bolla immobiliare ha fatto irruzione, l'intero mercato ha subito una svalutazione draconiana. Un esempio emblematico dell'irrazionalità delle valutazioni delle agenzie di rating durante la crisi è rintracciabile nelle analisi su Lehman Brothers pochi giorni prima del suo crollo: mentre Standard & Poor's manteneva un rating "A" fino a sei giorni prima del tracollo, Moody's aspettò ancor più a lungo prima di declassare il suo livello d'investimento, eseguendo il downgrade esattamente un giorno prima del collasso. Altro aspetto critico è rappresentato dalla mancanza di trasparenza nelle metodologie di valutazione delle agenzie: le formule utilizzate per assegnare i rating non erano sempre chiare e accessibili agli investitori, limitando la capacità degli stessi di valutare appieno il rischio associato agli strumenti finanziari; opacità che ha contribuito ad un'errata percezione di sicurezza nei confronti dei prodotti cartolarizzati, accentuando il collasso quando la crisi ha colpito.

Inoltre, il ruolo delle CRA come gatekeeper del mercato finanziario è stato messo in discussione. Invece di svolgere la funzione di monitoraggio e controllo che ci si aspettava da loro, molte sembravano più interessate a massimizzare i loro profitti, spingendo verso una valutazione più favorevole per attrarre gli emittenti e ottenere commissioni più sostanziose. Questi fatti mettono chiaramente in luce le pratiche scorrette pervase nelle agenzie di rating, con un trattamento preferenziale per le grandi istituzioni finanziarie. La crescita di queste istituzioni, alimentata dall'innovazione finanziaria, ha sostenuto i profitti delle agenzie, che derivavano principalmente dalla valutazione dei complessi prodotti derivati: circa il 45% dei profitti di Moody's proveniva dalla finanza strutturata nel periodo precedente allo scoppio della crisi finanziaria. Entro la conclusione del 2009, oltre la metà delle obbligazioni di debito garantite per valore, rilasciate nel periodo culminante della bolla immobiliare tra il 2005 e il 2007, e precedentemente insignite del massimo rating "tripla-A" da parte delle CRA, erano state declassate a "junk", ossia a livello di qualità spazzatura. (Kerr, Duncan (15 October 2007). "Banks learn to reprice risk in post-crisis credit market")

La Financial Crisis Inquiry Commission (Commissione d'inchiesta sulla crisi finanziaria) stima che entro aprile 2010, ben il 73% dei titoli garantiti da mutui, che Moody's aveva valutato con il tripla-A nel 2006, è stato retrocesso al grado di spazzatura.

È essenziale notare che la crisi finanziaria del 2008 ha evidenziato la necessità di riforme nel settore delle agenzie di rating e ha portato ad un riesame delle pratiche normative. Le sfide emerse da questo periodo hanno contribuito a spingere verso una maggiore regolamentazione e trasparenza nel settore, con l'obiettivo di evitare e mitigare crisi future.

#### 2.2.1.4 Le banche di investimento

Durante l'epoca della crisi finanziaria, le banche d'investimento emersero come attori chiave, differenziandosi dalle loro controparti commerciali attraverso la capacità di canalizzare il proprio capitale in aree come il private equity, la finanza aziendale e i mercati dei capitali, coinvolgendosi attivamente in attività di dealing e brokeraggio. Queste funzioni, pur essendo solo un breve accenno, rappresentano una parte delle attività svolte da tali istituzioni. La deregolamentazione e l'innovazione finanziaria avvenute negli ultimi decenni del XX secolo hanno ulteriormente ampliato il campo di azione delle banche d'investimento, estendendolo alla finanza strutturata, ad esempio attraverso le cartolarizzazioni, e alla gestione del rischio, che comprende in modo significativo l'impiego di strumenti derivati. Il primo ad aver aperto la strada all'innovazione finanziaria della cartolarizzazione fu Lew Ranieri, conosciuto appunto come il "padre della securitization". Egli fu il primo a parlare di mutuo cartolarizzato nel 1977 mentre lavorava per Salomon Brothers. Gli è stato persino attribuito il merito di aver inventato la parola "cartolarizzazione". (CNBC)

L'integrazione di questi moderni strumenti finanziari ha trasformato l'attività bancaria in un settore particolarmente remunerativo, non solo in termini di bilanci aziendali, ma anche per coloro che operavano all'interno di questo ambito. L'utilizzo sofisticato dei derivati e l'adozione di pratiche innovative hanno reso le banche d'investimento protagonisti chiave nel panorama finanziario, ma, allo stesso tempo, hanno contribuito in maniera rilevante alla complessità e alla fragilità del sistema finanziario globale, alimentando inavvertitamente le condizioni che hanno portato alla crisi.

L'enorme e irrazionale crescita delle retribuzioni nel settore finanziario, soprattutto in relazione ai bonus erogati ai manager, ha generato una dinamica distorta all'interno dell'industria: l'entità di tali gratifiche è stata direttamente proporzionale al grado di rischio assunto nelle operazioni finanziarie. Ciò ha creato un sistema in cui gli operatori finanziari erano fortemente incentivati a perseguire attività ad alto rendimento, anche se accompagnate da un elevato livello di rischio. Questa pratica ha avuto conseguenze significative sull'atteggiamento degli operatori finanziari, che, spinti dalla prospettiva di ricompense straordinarie, hanno talvolta trascurato o sottovalutato i rischi associati alle loro decisioni. Il modello di incentivazione basato sui bonus contribuì indirettamente alla creazione di bolle speculative e comportamenti imprudenti. Inoltre, la connessione tra retribuzioni e rischio contribuì all'adozione di strategie a breve termine, poiché gli operatori erano spinti a generare profitti rapidi per massimizzare i loro bonus: questo approccio orientato al breve termine ha influito negativamente sulla stabilità del sistema finanziario, aumentando la volatilità e la fragilità complessiva. In sintesi, l'eccessiva crescita dei compensi nel settore finanziario, legata al premiare il rischio, ha contribuito a creare un ambiente in cui la ricerca di guadagni elevati ha spesso prevalso sulla valutazione accurata e ponderata dei rischi, contribuendo così alla generazione di instabilità e crisi finanziarie.



Goldman Sachs Group Inc annunciò che il suo presidente e amministratore delegato, Lloyd Blankfein, ottenne un compenso di circa 53,97 milioni di dollari nel corso del suo anno fiscale 2007. Oltre al suo stipendio, Blankfein beneficiò di un guadagno di 45,76 milioni di dollari derivante dalla maturazione



di azioni, portando la sua compensazione totale e altri premi a circa 100 milioni di dollari. Questi dati emergono dal deposito della procura di Goldman presso la Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti.



John Thain subentrò come CEO di Merrill Lynch e diventò rapidamente noto per aver speso 1,2 milioni di dollari per rinnovare il suo ufficio durante la recessione. Questo e le turbolenze finanziarie gli costarono la propria posizione alla fine del 2009, il che significa che tenne tra i mandati più brevi di tutti gli amministratori delegati coinvolti nella crisi. L'ammontare dei bonus incassati dal CEO durante la crisi, eccedeva di 50 volte la remunerazione fissa standard che avrebbe dovuto percepire.



Richard Fuld, l'uomo a capo dell'allora quarta più grande banca d'investimento americana, Lehman Brothers, ricevette a partire dal 2000, tra salari, bonus e stock option, circa 480 milioni di dollari, e nonostante questo portò il colosso dell'investment banking a dichiarare bancarotta nel settembre del 2008.

Questa cifra si avvicina molto ai 485 milioni di dollari ricevuti da Henk Paulson nel corso del suo incarico da CEO di Goldman Sachs (GS), il quale durò fino al 2006, quando il presidente George W. Bush gli diede la carica di Segretario al Tesoro.

Ciò che è stato appena detto mette in luce un altro problema, considerato che non fu la prima volta che un alto dirigente di una banca d'investimento assunse una carica governativa: l'intreccio tra il settore finanziario ed il governo, con la nomina di ex-dirigenti bancari a ruoli chiave nelle istituzioni pubbliche, ha contribuito a creare un circolo vizioso di interessi tra il potere economico ed il potere politico. La pratica di inserire ex-banchieri d'investimento in posizioni governative ha sollevato numerose questioni di conflitto di interessi. Questi individui, provenienti da un contesto orientato al profitto, portano spesso con sé una prospettiva di mercato e di regolamentazione favorevole al settore finanziario.

L'esempio della Voluntary Regulation del 2004 è significativo: questa regolamentazione, adottata sotto la pressione di Hank Paulson di Goldman Sachs, ha contribuito ad indebolire i limiti di indebitamento per le banche. Tale decisione di Paulson, dimostra chiaramente come i legami tra il

mondo finanziario e quello politico possano avere conseguenze significative sulla stabilità economica. La crisi ha evidenziato come le azioni intraprese per promuovere gli interessi del settore finanziario potrebbero alla fine minare la stabilità dell'intero sistema e la vicenda di Paulson rappresenta solo uno degli esempi di come decisioni prese nel contesto bancario abbiano avuto un impatto rilevante quando queste stesse figure si sono trovate al timone delle politiche economiche del paese. Questi eventi sollevano interrogativi critici sulle pratiche di nomina e sulla necessità di garantire una separazione più netta tra il settore finanziario e le istituzioni governative al fine di evitare conflitti di interesse, preservandol' equità e l'equilibrio nell' intero contesto macroeconomico. All'inizio del 2001, durante l'amministrazione Bush, i protagonisti predominanti nel panorama finanziario USA erano i seguenti attori principali:

- 1 5 banche d'investimento: Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch e Bear Stearns.
- 2 2 conglomerati finanziari: Citigroup e J.P. Morgan-Chase.
- 3 3 compagnie assicurative: AIG, MBIA e AMBAC.
- 4 3 agenzie di rating: Moody's, S&P e Fitch

Mentre queste aziende operavano in svariati ambiti, la comune connessione tramite la complessa rete della cartolarizzazione sottolineava il loro interconnesso modus operandi. Va notato con rilevanza come l'industria risultasse notevolmente concentrata, in larga misura a causa di un'ondata di fusioni e acquisizioni (M&A) che aveva caratterizzato gli anni '90. Tra le fusioni più degne di nota, va ricordata quella tra Citicorp e Travelers Group, che diede vita a Citigroup. Esempi ulteriori includono l'acquisizione di Nations Bank da parte di Bank of America nel 1998 per 62 miliardi di dollari e l'incorporazione di Hull Trading Company da parte di Goldman Sachs nel 1999. La configurazione del settore svolse un ruolo cruciale nell'incubazione della crisi finanziaria. Benché i primi segnali di crisi siano emersi nel 2007, il collasso delle principali banche avvenne principalmente nel 2008, a cominciare da Bear Stearns. La diminuzione dei valori dei titoli ipotecari costrinse questa grande banca d'investimento americana ad effettuare una margin call a metà marzo per coprire i debiti contratti nella cartolarizzazione; J.P. Morgan intervenne con un salvataggio di 30 miliardi di dollari, evitandone il fallimento imminente. Questa operazione stimolò temporaneamente gli indici borsistici, ma la stabilità fu breve, seguita dal collasso di Lehman Brothers.

Inoltre, il 14 settembre, Bank of America acquisì Merrill Lynch per circa 50 miliardi di dollari, mitigando le pesanti perdite dovute all'esposizione ai CDO.

È interessante notare che le tre banche d'investimento in difficoltà, ovvero Bear Stearns, Merrill Lynch e Lehman Brothers, avevano anche il più alto rapporto debito-attivo all'inizio del 2008, rispettivamente 34:1, 46:1 e 33:1 (il valore di Bear Stearns si riferisce a fine 2007, gli altri a maggio 2008). In sostanza, a seguito della crisi del 2008, le banche d'investimento, almeno formalmente, scomparvero dal panorama finanziario. Mentre le prime tre dichiararono bancarotta o furono acquisite da altri tipi di istituti, Goldman Sachs e Morgan Stanley si trasformarono in banche commerciali il 21 settembre per poter usufruire di aiuti statali.



## 2.2.2 GLI STRUMENTI FINANZIARI CHE CONDUSSERO ALLA GRANDE RECESSIONE

### 2.2.2.1 I Collateralized Debt Obligation (CDO)

Come esplicitato nei capitoli precedenti, i Collateralized Debt Obligation (CDO) costituiscono una categoria avanzata di strumenti finanziari strutturati, intricati nella loro composizione di titoli a tasso fisso. La peculiarità che li differenzia dalle più semplici cartolarizzazioni, come i Mortgage-Backed Securities (MBS), è la loro articolata suddivisione in diverse tranche, ciascuna caratterizzata da un profilo distintivo di rischio e rendimento. Nel dettaglio, queste tranche vengono categorizzate in base al posizionamento nella gerarchia del debito, determinando così variazioni nella probabilità di rimborso e nelle rendite associate. Le tranche superiori, generalmente denominate "senior," godono di priorità nei pagamenti e, di conseguenza, presentano un minor rischio ma rendimenti più contenuti. Al contrario, le tranche inferiori, comunemente denominate "subordinate" o "mezzanine", sono esposte ad un maggiore rischio, ma offrono rendimenti potenzialmente più elevati. Questa struttura stratificata consente agli investitori di selezionare con precisione il livello di rischio e rendimento desiderato, in sintonia con le proprie preferenze e avversioni al rischio. Tuttavia, è proprio questa complessità che ha contribuito a opacizzare la valutazione accurata di tali prodotti durante la crisi finanziaria, poiché la realtà sottostante si è dimostrata più intricata e imprevedibile di quanto suggerisse l'apparente solidità di questa forma avanzata di cartolarizzazione.

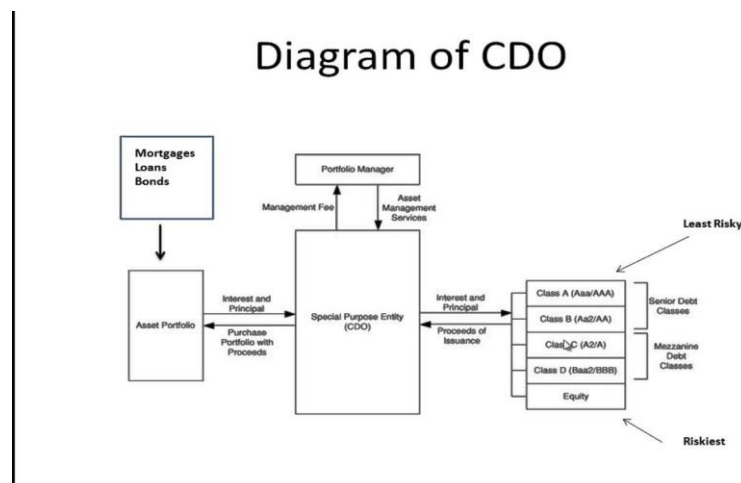


Figura 2.7 Diagram of CDO

La Figura delinea in maniera dettagliata il complesso meccanismo sottostante al Collateralized Debt Obligation (CDO). Come già esposto nelle sezioni precedenti, i rendimenti di questi strumenti derivano dai flussi di cassa generati dai prestiti alla base del titolo. Contrariamente ai più semplici Mortgage-Backed Securities (MBS) analizzati in precedenza, dove, una Special Purpose Vehicle (SPV) emette una sola classe di obbligazioni, associata ad un rating da parte di agenzie specializzate, i CDO si distinguono per la creazione di diverse tranche di titoli obbligazionari, ognuna con il proprio rating. Questo approccio mira a catturare un vasto spettro di investitori: le tranche superiori, classificate come AAA, possono interessare istituzioni in cerca di sicurezza, mentre quelle inferiori, con rating più bassi ma rendimenti più elevati, attraggono investitori più avventurosi come gli hedge fund. Il concetto cardine del CDO risiede nella trasformazione di debito di bassa qualità in debito di alta qualità, creando strumenti finanziari che ridistribuiscono in modo efficiente il rischio di credito, soddisfacendo al contempo le diverse esigenze degli investitori. Tuttavia, come si approfondirà in seguito, l'eccessivo entusiasmo nell'utilizzo di tali prodotti ha innescato conseguenze gravi durante la crisi finanziaria. È fondamentale notare che esistono diverse categorie di CDO, ognuna identificata in base alla tipologia di attività sottostanti cartolarizzate. Tra queste spiccano i Collateralized Loan Obligation (CLO), i Collateralized Bond Obligation (CBO), i Commercial Real Estate CDO (CRE

CDO), i Collateralized Insurance Obligation (CIO), e i Collateralized Mortgage Obligation (CMO). Indipendentemente dalla categoria, la figura del CDO manager permane come figura chiave nella gestione del processo di cartolarizzazione. Per una comprensione approfondita del funzionamento delle tranche, è cruciale esaminare le diverse tipologie, che includono senior, mezzanine, equity e, talvolta, junior. Questa stratificazione consente agli investitori di selezionare titoli in base al proprio profilo di rischio, considerando la priorità di pagamento degli interessi associata a ciascuna tranche. Ad esempio, i detentori di quote senior godono di precedenza nei pagamenti rispetto a quelli di tranche subordinate. In caso di perdite, come l'insolvenza dei mutuatari, le tranche equity subiscono le prime conseguenze, seguite da junior, mezzanine e infine senior. Analizzeremo ora tecnicamente tale struttura associata al CDO:

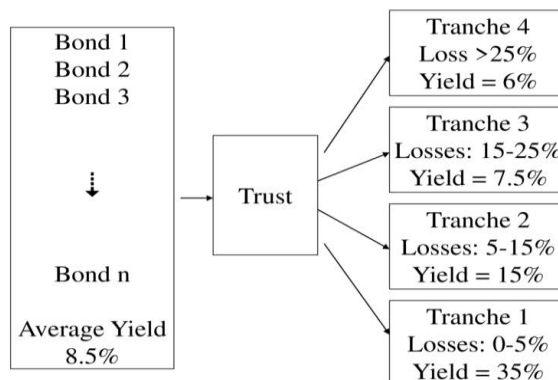


Figura 2.8 Cash CDO structure

All'interno di tale complessa architettura, la suddivisione in tranche emerge dunque come un intricato sistema progettato per gestire la varietà dei rischi coinvolti. In particolare, si nota la presenza di una tranche equity, spesso mantenuta internamente dalla Special Purpose Vehicle (SPV), senza essere messa sul mercato. Tale tranche assume il delicato compito di coprire le perdite iniziali fino al 5%, costituendo un baluardo cruciale per affrontare il rischio iniziale associato. In parallelo, si configura una seconda tranche, la Junior, il cui ruolo è quello di gestire il successivo 10% delle perdite; in termini pratici, questo significa che con un tasso complessivo di insolvenze pari al 15%, gli investitori della tranche junior si trovano ad affrontare un completo mancato pagamento, possedendo attività priva di valore. Questo aspetto, seppur rischioso, è compensato da un rendimento previsto significativamente più alto rispetto alle tranche mezzanine e senior (rispettivamente 15% contro 7,5% e 6%). La remunerazione più elevata riflette l'accettazione consapevole di un rischio maggiore da parte degli investitori della junior. È essenziale sottolineare che, nell'esempio in esame, la tranche senior viene coinvolta solo se le perdite superano il 25%: questa specifica dinamica giustifica, in molte circostanze, l'assegnazione di un prestigioso rating AAA a tali tranche. La stratificazione e la diversificazione delle tranche si traducono non solo in un adattamento flessibile a diversi profili di rischio, ma anche nell'attrazione di una vasta gamma di investitori. Allo stesso tempo, questa struttura consente di mitigare gli impatti delle perdite, poiché ciascuna tranche ha una priorità di pagamento chiaramente definita.

Questa struttura complessa consente il riciclo di mutui con rating medio-basso, come BB o BBB, nel CDO, ottenendo valutazioni superiori grazie alla struttura a tranche e al credit enhancement, come discusso in precedenza. Per una maggiore chiarezza del funzionamento di questi prodotti finanziari, è necessario esaminare casi specifici ed esempi concreti, approfondendo la complessità del processo e comprendendo le ragioni per cui le agenzie di rating hanno assegnato valutazioni così elevate a asset non particolarmente affidabili. Per approfondire ulteriormente il processo di valutazione di un Collateralized Debt Obligation (CDO), è fondamentale esaminare più dettagliatamente i tre parametri chiave che influenzano la valutazione di questo strumento finanziario: Probabilità di Default (PD), Correlazione tra i default e Loss Given Default (LGD).

**Probabilità di Default (PD):** Questo parametro rappresenta la probabilità che un determinato prestito o un insieme di prestiti si traduca in un evento di default durante un determinato periodo di tempo. Nella valutazione di un CDO, è essenziale calcolare la PD per ciascun prestito sottostante attraverso simulazioni realistiche, prendendo in considerazione vari fattori economici e di mercato.

- **Metodologie di Calcolo:** La stima della PD coinvolge spesso l'uso di modelli statistici complessi come il modello di Merton o modelli più recenti basati sull'approccio di credito strutturato.
- **Analisi dei Fattori:** La valutazione della PD richiede l'analisi approfondita di molteplici fattori, inclusi indicatori finanziari, condizioni di mercato, qualità del credit scoring e altre metriche correlate al credit risk.

**Correlazione tra i default:** La correlazione misura il grado di dipendenza o relazione tra gli eventi di default di diversi prestiti all'interno del portafoglio. Una bassa correlazione implica che gli eventi di default dei singoli prestiti sono indipendenti l'uno dall'altro, mentre una correlazione più alta indica che gli eventi di default sono più probabilmente collegati. La valutazione accurata di questa correlazione è cruciale per comprendere come gli eventi di default si propagano attraverso le diverse tranche del CDO.

- **Modello di Correlazione:** La misurazione della correlazione coinvolge l'utilizzo di modelli che considerano la dipendenza tra gli eventi di default, come il modello di copula.
- **Analisi di Sensibilità:** È essenziale condurre analisi di sensibilità per valutare come le variazioni nella correlazione influenzino le perdite potenziali e le performance delle diverse tranche.

**Loss Given Default (LGD):** La Loss Given Default indica l'ammontare delle perdite che si verificherebbero nel caso in cui un prestito o un gruppo di prestiti dovesse effettivamente andare in default. In termini più pratici, rappresenta la percentuale dell'esposizione totale che si prevede di perdere in caso di insolvenza. Questo parametro è di fondamentale importanza per stimare l'impatto finanziario di eventi di default.

- **Stima delle Perdite:** Per stimare la LGD, occorre considerare il tipo di garanzie associate ai prestiti, la liquidità del mercato in cui i titoli possono essere venduti in caso di default, e altri fattori specifici del settore.
- **Differenziazione per Classe:** La LGD può variare tra diverse classi di attività sottostanti, riflettendo la diversa priorità nei pagamenti in caso di default.

### **Simulazioni e Strumenti:**

- **Simulazioni Monte Carlo:** Le simulazioni Monte Carlo sono ampiamente utilizzate per valutare il comportamento del CDO in scenari di default simulati e per calcolare i flussi di cassa associati alle diverse tranche.
- **Strumenti Quantitativi:** L'uso di strumenti quantitativi, inclusi software specializzati e modelli finanziari avanzati, è cruciale per affrontare la complessità di questo processo di valutazione.

### **Regolamentazioni e Standard:**

- **Normative Basilea:** Le normative Basilea III forniscono linee guida sul calcolo del capitale regolamentare basato sul rischio, influenzando indirettamente il processo di valutazione del CDO.
- **Requisiti degli Investitori:** Gli investitori, in particolare quelli istituzionali, devono rispettare norme specifiche che disciplinano la gestione del rischio e l'allocazione di capitale.

In sintesi, la valutazione di un CDO richiede un approccio olistico, che integri modelli quantitativi sofisticati, analisi approfondite dei dati sottostanti e una comprensione dettagliata delle dinamiche di mercato. Il processo è altamente dipendente dalla precisione delle stime di PD, LGD e correlazione, che a loro volta guidano le decisioni degli investitori e l'allocazione del capitale.

#### 2.2.2.2 I Credit Default Swap

Il credit default swap (CDS) è un contratto con il quale il detentore di un credito (protection buyer) si impegna a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in basis point rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (protection seller) che, di converso, si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di default futuro ed incerto (credit event). La somma periodica che il creditore paga è in genere commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del soggetto terzo debitore.

L'aspetto fondamentale del CDS consiste nel fatto che sia il protection buyer che il protection seller possono anche non avere alcun rapporto di credito con il terzo soggetto, in quanto il contratto prescinde dalla presenza di quest'ultimo; il sottostante è unicamente il merito creditizio e non il vero e proprio credito.

Gli investitori si avvalgono dell'acquisto di swap di credit default per una molteplicità di ragioni che abbracciano strategie speculative, arbitraggio e tecniche di copertura. Ognuna di queste tattiche rivela un approccio sofisticato e articolato all'utilizzo dei credit default swap (CDS) nel panorama finanziario.

##### 1 Speculazione:

Un investitore può intraprendere la strada degli swap di credit default per speculare sulle dinamiche di un'entità sottostante. Questo può derivare dalla convinzione che lo spread CDS sia troppo alto o troppo basso, offrendo un'opportunità di profitto attraverso una negoziazione. Inoltre, l'acquisto di protezione tramite CDS può servire a esprimere la previsione di un possibile inadempimento dell'entità, poiché un aumento dello spread riflette una perdita di affidabilità creditizia e viceversa. La possibilità di vendere la protezione indica una scommessa sulla migliorata affidabilità creditizia del venditore, creando dinamiche complesse tra le parti coinvolte.

##### 2 Arbitraggio:

L'arbitraggio, pratica sofisticata nel mondo finanziario, si basa sull'acquisto di un titolo in un mercato e sulla vendita simultanea in un altro, sfruttando le discrepanze temporanee nei prezzi. Nel contesto di CDS, l'arbitraggio è guidato dalla correlazione tra il prezzo delle azioni di un'azienda e lo spread dei CDS. Se le prospettive migliorano, ci si aspetta un aumento del prezzo delle azioni e una contrazione dello spread CDS, consentendo agli investitori di trarre vantaggio da queste variazioni.

##### 3 Copertura/Hedging:

La copertura rappresenta un approccio strategico per ridurre il rischio di movimenti avversi nei prezzi. Le istituzioni finanziarie, come le banche, possono utilizzare i CDS per proteggersi dal rischio di inadempienza dei mutuatari. L'acquisto di CDS consente alla banca di mantenere il prestito nel proprio portafoglio, proteggendosi al contempo dal rischio di default. Questo approccio è cruciale per gestire il rischio senza danneggiare il rapporto con il mutuatario, poiché il contratto CDS agisce indipendentemente dal prestito sottostante.

- Gestione del rischio di concentrazione:

La copertura può anche essere adottata come strategia per gestire il rischio di concentrazione, quando un singolo mutuatario rappresenta una percentuale significativa del portafoglio di prestiti di una

banca. L'acquisto di un CDS consente alla banca di mantenere il prestito nel suo portafoglio, mitigando il rischio di concentrazione senza compromettere il rapporto con il mutuatario.

- Diversificazione e copertura settoriale:

Oltre alle banche, altre istituzioni finanziarie e investitori istituzionali, come fondi pensione e compagnie di assicurazione, possono acquistare CDS per diversificare i loro portafogli e gestire in modo più efficace il rischio di credito in specifici settori o asset class.

In definitiva, l'utilizzo di CDS riflette un approccio sofisticato degli investitori nel gestire e sfruttare le dinamiche del mercato finanziario, dimostrando una profonda comprensione degli strumenti finanziari e delle strategie di gestione del rischio. (Corporatefinanceinstitute CDS- definition, how it works, risks).



Figura 2.9 CDS structure and actors

Nel panorama finanziario del 1994, J.P. Morgan delineò una svolta significativa introducendo con audacia il Credit Default Swap (CDS) in una transazione di portata notevole con la colossale compagnia petrolifera Exxon. Nel concedere un massiccio credito di circa 4,8 miliardi di dollari a Exxon, J.P. Morgan, dimostrando una visione avveniristica e la capacità di anticipare rischi potenziali, decise di adottare una strategia innovativa. Al fine di ridurre l'importo di capitale che avrebbe dovuto immobilizzare come riserva in caso di default di Exxon, la banca intraprese una mossa astuta: trasferì il rischio di credito coinvolgendo una banca britannica in un contratto di Credit Default Swap.

In questo scenario, anche se la compagnia petrolifera alla fine non si trovò in una situazione di insolvenza, l'operazione risultò comunque un successo. L'adozione pionieristica di CDS permise a J.P. Morgan di ottimizzare il proprio bilancio, distribuire in modo più efficiente i rischi e, al contempo, liberare il capitale che altrimenti sarebbe stato vincolato come riserva. Questo episodio segna una pietra miliare nell'evoluzione degli strumenti finanziari, posizionando i Credit Default Swap al centro di un nuovo paradigma nel settore.

La pratica di scambiare rischi di credito attraverso questi derivati finanziari si rivelò un catalizzatore per l'industria finanziaria, portando a una crescita esplosiva del mercato dei CDS. Alla fine degli anni '90, tale mercato si era affermato come un gigante valutato a oltre 500 miliardi di dollari, sottolineando la risonanza e l'influenza duratura di questa innovazione finanziaria nei circoli globali degli affari.

L'ascesa incontrollata dei Credit Default Swap (CDS) nel panorama finanziario dei primi anni del nuovo millennio è stata favorita dal totale vuoto regolamentare, un fenomeno agevolato dal Commodity Futures Modernization Act del 2000. Inizialmente, a dominare la scena dei derivati furono le banche, ma l'evoluzione avvenuta nei primi anni del XXI secolo vide gli speculatori, come asset manager e hedge funds, ergersi come i principali attori in questo teatro finanziario.

In un periodo di sei anni, compreso tra il 1996 e il 2002, il valore nominale dei CDS in circolazione balzò da 10 a 2.000 miliardi di dollari. Questo boom, tuttavia, non si fermò, come evidenziato in modo eloquente dall'immagine sottostante.

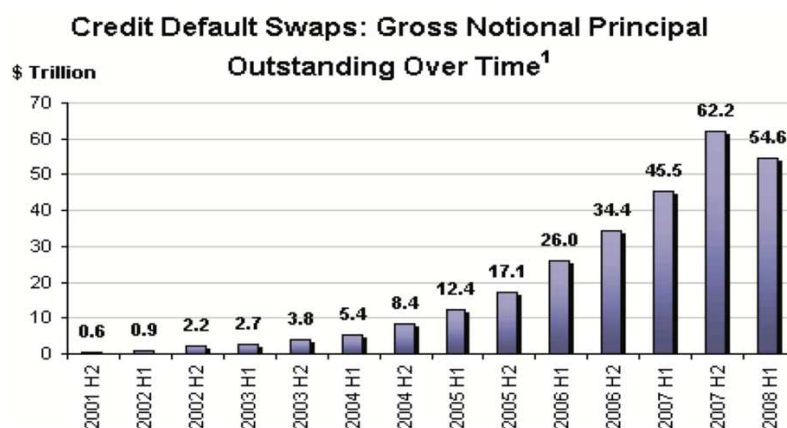


Figura 2.10 Credit Default Swaps: Gross notional principal outstanding over time

L'espansione del mercato seguì una traiettoria esponenziale, con una crescita media annuale di circa il 90%. Alla fine del 2007, il valore nominale superò i 62 trilioni di dollari, una cifra che lascia stupefatti se paragonata ai 22 trilioni del mercato azionario e ai 7 trilioni di quello dei mutui. Ancora più strabiliante fu il fatto che questa cifra venne raggiunta in poco più di dieci anni.

I CDS sono concepiti come strumenti volti al trasferimento del rischio di credito, ma è essenziale sottolineare che non operano come eliminatori totale del rischio. Il protection buyer, pur riducendo la propria esposizione al rischio di default o insolvenza nei pagamenti, assume simultaneamente un rischio nei confronti del protection seller. Questa dinamica è intrinseca al fatto che i CDS sono negoziati fuori borsa (OTC), sfuggendo alla regolamentazione dei mercati ufficiali, il che significa che nel caso in cui l'acquirente del rischio diventi insolvente, il risk seller potrebbe non essere in grado di recuperare la remunerazione pattuita, fenomeno noto come counterparty risk.

Per garantire il corretto funzionamento di un Credit Default Swap, è cruciale che non vi sia alcuna correlazione tra il credit event e il rischio di default del protection seller. Questa condizione, tuttavia, non fu adeguatamente valutata nel contesto della crisi finanziaria del 2008: l'eccessivo accumulo di posizioni corte sui CDS, particolarmente legate al default di titoli cartolarizzati, ha contribuito a determinare una situazione in cui l'insorgere di questi eventi avrebbe inevitabilmente condotto all'insolvenza delle relative compagnie assicurative. Le entità coinvolte nella vendita di CDS erano prevalentemente compagnie di tale natura, con l'American International Group (AIG), la più grande assicuratrice al mondo, tra le più fortemente esposte. L'ampia esposizione della AIG sui Credit Default Swap non sfuggì all'occhio attento di alcune banche d'investimento: un esempio paradigmatico fu Goldman Sachs, che adottò un approccio proattivo: dopo aver acquisito 22 miliardi di dollari in CDS dalla AIG per coprire la sua esposizione in titoli cartolarizzati, si tutelò ulteriormente per 150 miliardi contro il rischio di default della compagnia assicurativa.

Questa pratica non rappresentò un fenomeno isolato, specialmente tra le grandi istituzioni finanziarie, contribuendo ad amplificare la correlazione nei mercati in caso di eventi specifici di default. La catena di "assicurazioni" era talmente intricata che l'occorrenza di un singolo evento poteva scatenare perdite a cascata nell'intero sistema finanziario. È in questo contesto che si comprende la decisione di Hank Paulson di intervenire con forza per salvare AIG, evitando così il ripetersi di una situazione simile a quella che aveva colpito Lehman Brothers nel settembre 2008.

L'approccio adottato dalle autorità federali suscitò diverse critiche, poiché implicava l'utilizzo di fondi pubblici per salvare le stesse istituzioni che, con il loro comportamento spericolato, avevano innescato la crisi. Tuttavia, l'intervento era considerato essenziale per preservare la stabilità dell'economia nazionale, impedendo ulteriori perdite che avrebbero potuto avere un impatto devastante sul sistema finanziario nel suo complesso.

In conclusione, i CDS ricoprirono un ruolo significativo nella grande recessione, portando molti a sostenere la necessità di introdurre forme di regolamentazione per mitigare i rischi associati a tali strumenti finanziari.

## **CAPITOLO 3 CRISI ECONOMICA E MISURE ADOTTATE**

### **INTRODUZIONE**

L'anno 2008 segna un capitolo cruciale nella storia economica degli Stati Uniti, poiché una crisi finanziaria senza precedenti ha rapidamente evoluto, diffondendo i suoi tentacoli nell'economia reale e plasmando la nascita di una crisi economica di portata globale. Questo periodo di tumultuosi cambiamenti ha radici profonde nei meandri del sistema finanziario, in cui una serie di eventi intricati e vulnerabilità latenti ha portato al collasso di istituzioni bancarie di rilevanza sistemica.

Il crollo finanziario, manifestatosi in modo eclatante nell'ottobre del 2008, ha fatto emergere un vortice di incertezza e instabilità che ha abbracciato non solo il mondo finanziario, ma ha permeato l'intera struttura economica degli Stati Uniti. Ciò che inizialmente poteva sembrare una crisi circoscritta al settore bancario ha invece dimostrato di essere un catalizzatore potente, scatenando una serie di reazioni a catena che hanno trascinato con sé le fondamenta dell'economia nazionale.

In questo capitolo, esploreremo le dinamiche che hanno trasformato la crisi finanziaria del 2008 in una crisi economica di vasta portata. Analizzeremo le interconnessioni tra il crollo delle istituzioni finanziarie, la contrazione dei mercati, e gli impatti tangibili sulla vita quotidiana di cittadini e imprenditori. Attraverso questa indagine, cercheremo di comprendere come gli Stati Uniti abbiano affrontato e navigato attraverso le sfide di una crisi economica che ha lasciato un'impronta indelebile nella storia contemporanea.

Un ulteriore approfondimento sarà dedicato ad un secondo sottocapitolo, nel quale si procederà con una dettagliata disamina delle principali contromisure adottate per fronteggiare la crisi economica. Il fulcro di questa analisi si concentrerà principalmente su due iniziative di rilevante importanza: il Troubled Asset Relief Program (TARP) e l'American Recovery and Reinvestment Act (ARRA).

Il Troubled Asset Relief Program (TARP), concepito come risposta immediata alla crisi finanziaria, si configura come un programma strategico volto a stabilizzare il settore finanziario attraverso la concessione di aiuti finanziari mirati. Esamineremo dettagliatamente il funzionamento di questo programma, esplorando le sue modalità di attuazione e il ruolo cruciale che ha svolto nel mitigare gli effetti devastanti della crisi. Parallelamente, l'American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) sarà oggetto di approfondimento, delineando la sua portata e le sue implicazioni nel contesto di una risposta ampia alla crisi economica. Questo atto legislativo, concepito come un piano di stimolo economico, ha intrapreso un ambizioso percorso volto a rilanciare l'economia attraverso investimenti mirati, la creazione di posti di lavoro e il supporto a settori chiave dell'industria. Attraverso un'analisi approfondita di queste contromisure, ci proponiamo di fornire una panoramica completa delle strategie adottate per affrontare la crisi economica del 2008, gettando luce sui meccanismi implementati per ristabilire la stabilità economica e promuovere la ripresa.

### **3.1 LA CRISI ECONOMICA NEGLI STATES**

La crisi finanziaria che ha scosso il panorama economico nel 2008 ha fatto sentire i suoi effetti su vasta scala, estendendosi ben oltre il settore finanziario per riversarsi sull'economia reale con conseguenze significative. L'implosione finanziaria dell'ottobre 2008 ha fatto da catalizzatore, diffondendo incertezza e panico tra le istituzioni finanziarie che avevano sino ad allora resistito, ma soprattutto tra le famiglie e il tessuto imprenditoriale. Questa turbolenza ha scatenato una rapida

contrazione dei consumi e degli investimenti, alimentata dal crollo della fiducia. L'interruzione del flusso di credito verso il commercio estero ha avuto un impatto devastante, colpendo in particolare le imprese già in condizioni finanziarie precarie, ma anche aziende solide che avevano progetti di investimento in corso. L'indice di fiducia dei consumatori negli Stati Uniti ha registrato un declino sin dal 2007, raggiungendo il suo apice di precarietà nel periodo attorno al 2009. Questo periodo ha rappresentato una svolta critica in cui la crisi finanziaria si è materializzata in una crisi economica tangibile. L'effetto domino si è esteso su scala globale, con profonde implicazioni per i consumatori, le imprese e le dinamiche economiche complessive. La necessità di una ristrutturazione economica e finanziaria è emersa come una realtà ineludibile, plasmando il corso degli eventi e lasciando un'impronta indelebile sul panorama economico mondiale. (Cause e conseguenze della crisi del 2008 negli stati uniti ed in europa-uniluiss-tatiana cesaroni).

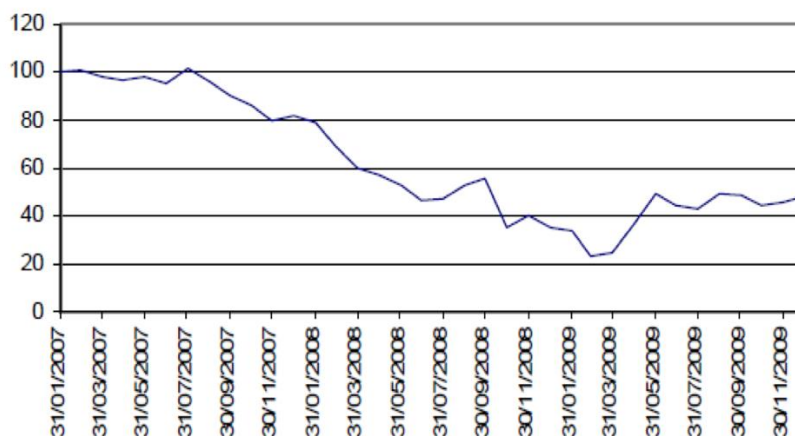


Figura 3.1 Indice della fiducia dei consumatori negli Stati Uniti nel periodo 2007-2009

All'inizio del 2008, gli Stati Uniti si trovavano sospesi in un limbo economico critico, con il panorama finanziario che si sgretolava in modo accelerato. Il settore immobiliare, cuore pulsante dell'economia, precipitava in una discesa senza fine che si protrattava per quasi due anni. Questo declino vertiginoso non solo minava la stabilità delle proprietà, ma generava anche un aumento significativo dei casi di pignoramento, trasformando la crisi abitativa in una crisi su vasta scala.

Le perdite nel settore finanziario avevano già inciso profondamente, facendo collassare diverse istituzioni di credito e innescando una serie di reazioni a catena. La bancarotta di Lehman Brothers, evento centrale in questo dramma economico, segnò un punto di rottura. Le sue conseguenze furono immediate e gravi: l'attività creditizia, sia tra le istituzioni finanziarie che nel settore privato, subì un arresto brusco e totale. Questo improvviso tracollo provocò una crisi di liquidità senza precedenti, gettando molte imprese nell'incertezza finanziaria e impedendo loro di accedere ai fondi essenziali per sostenere le loro attività.

L'impact si estese ben oltre la sfera finanziaria, scatenando un'ondata di licenziamenti e spingendo numerose aziende sull'orlo del fallimento. Settori estranei direttamente alla finanza, come l'industria automobilistica e la vendita al dettaglio, subirono un colpo diretto a causa del crollo di quasi 50 fondi di private equity. Nel 2008, il numero di società finanziarie quotate che dichiararono bancarotta aumentò del 74% rispetto all'anno precedente, raggiungendo la cifra di 136, mentre le richieste di bancarotta aziendale superarono le 64.000 archiviazioni, quasi triplicando i dati del 2007.

Questo scenario di crisi economica e dissesto aziendale, caratterizzato da una cascata di eventi sfavorevoli, richiedeva risposte straordinarie. La necessità di affrontare la gravità della situazione spinse l'adozione di misure strutturali e interventi significativi, che esploreremo ulteriormente nei capitoli successivi. La crisi finanziaria del 2008, divenuta rapidamente crisi economica, ha lasciato



un'impronta indelebile nella memoria economica degli Stati Uniti, plasmando il corso degli eventi e determinando la necessità di una ricostruzione economica su vasta scala.

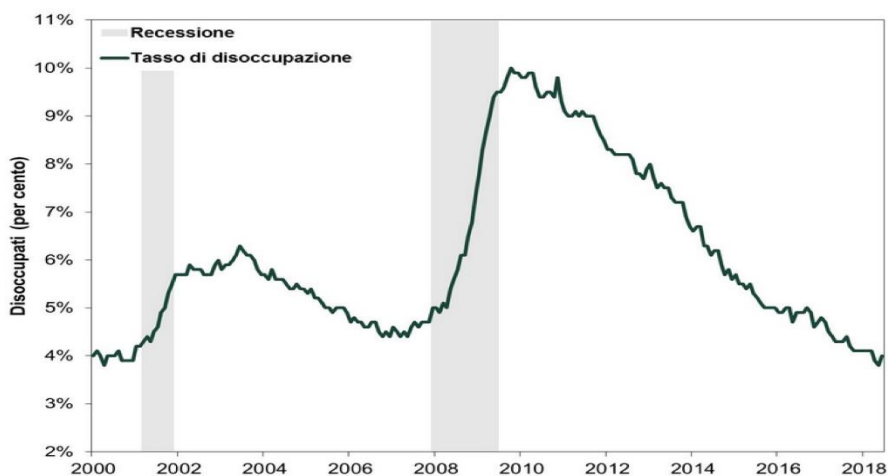


Figura 3.2 Andamento tasso di disoccupazione percentuale negli USA tra il 2000 e il 2018.  
Fonte: Borsa Italiana, 2023

L'andamento rappresentato nella figura non solo offre uno sguardo chiaro sulla crescita del tasso di disoccupazione ma si trasforma in un quadro intricato di sfide socioeconomiche che hanno scosso gli Stati Uniti nel periodo post-crisi finanziaria del 2008. La crescente curva della disoccupazione, innescata già verso la fine del 2007, è il riflesso tangibile di una serie di eventi che hanno scatenato un'impetuosa tempesta sull'occupazione e sulla stabilità finanziaria del paese.

La lunga serie di licenziamenti e fallimenti ha catapultato il tasso di disoccupazione oltre la media del 4,8%, registrata prima dell'inizio della crisi, portandolo al 10% nell'ottobre del 2009. Questi livelli non si vedevano da oltre un quarto di secolo. Per comprenderne appieno l'impatto umano e sociale, basti pensare che nel solo anno 2008 circa 3,6 milioni di cittadini americani persero il lavoro. Entro l'inizio del 2010, questo numero crebbe vertiginosamente, toccando quasi i 9 milioni, segnando una delle sfide occupazionali più gravi nella storia recente degli Stati Uniti. La lenta e graduale ripresa occupazionale, culminata nell'agosto del 2015, riflette la tenacia necessaria per superare una crisi di tale portata. La catena recessiva, tuttavia, non si fermò all'aumento della disoccupazione. Come era prevedibile, l'effetto domino coinvolse il livello di ricchezza medio delle famiglie americane e provocò un drastico calo dei consumi. Tra il terzo trimestre del 2007 e il primo del 2009, il patrimonio netto delle famiglie diminuì del 15,8%, lasciando un impatto duraturo sull'equilibrio finanziario delle famiglie. Parallelamente, i consumi subirono una contrazione significativa, rimanendo al di sotto dei livelli precrisi fino alla seconda metà del 2010. Questo andamento non solo ha creato una pressione ulteriore sulle risorse delle imprese, ma ha anche contribuito a una sensazione di incertezza economica diffusa tra la popolazione.

Oltre a influenzare il tessuto sociale ed economico, il calo dei consumi ha avuto ripercussioni su diversi settori, con esclusione di quelli legati ai beni di prima necessità. Il settore dei beni durevoli, per esempio, ha visto una contrazione del 20% nei consumi tra la fine del 2007 e l'inizio del 2009. Un paragone con la Grande Depressione del '29 rivela similitudini, soprattutto nel settore automobilistico, dove la produzione domestica crollò del 71% in poco più di sei mesi. Gli imponenti attori dell'industria automobilistica statunitense, General Motors, Chrysler e Ford, si trovarono a fronteggiare non solo una diminuzione drastica della produzione ma anche un temporaneo innalzamento dei prezzi del carburante, complicando ulteriormente il loro panorama operativo.

L'effetto domino si propagò anche ad altri settori, come l'industria delle commodities, che vide un dimezzamento dei prezzi tra luglio e dicembre del 2008. Complessivamente, la produzione industriale scese del 17%, segnando una contrazione su vasta scala che toccò molteplici comparti. In questo

intricato contesto economico, emergono chiaramente le sfide affrontate dagli Stati Uniti nel risolvere e recuperare dalla crisi economica del 2008, un periodo che ha ridefinito le fondamenta dell'economia nazionale e ha lasciato un'impronta indelebile nella memoria collettiva degli americani.

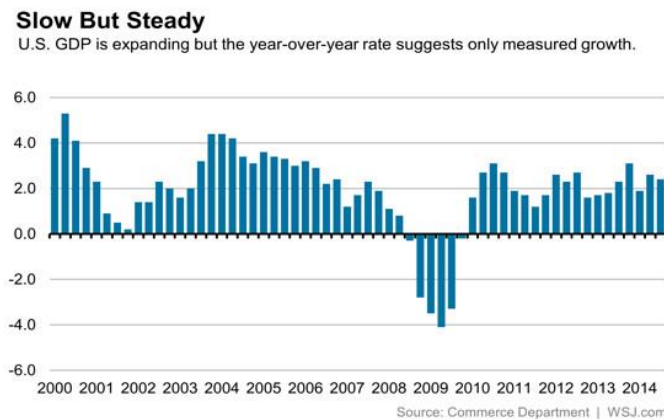


Figura 3.3 Andamento del Prodotto Interno Lordo reale degli USA tra il 2007 ed il 2016.

L'analisi approfondita del grafico evidenzia una contrazione senza precedenti del Prodotto Interno Lordo (PIL) reale degli Stati Uniti, iniziata nell'aprile del 2008 e protrattasi nel corso di un anno, con una significativa diminuzione del 4%. Questo apparentemente modesto decremento ha tuttavia segnato il peggior declino economico statunitense dalla Grande Depressione, sottolineando la gravità e la portata dell'impatto scaturito dalla crisi finanziaria del 2008. La ripresa economica, necessaria per riportare l'economia ai livelli precrisi, richiese quasi quattro anni, un periodo caratterizzato da sfide e difficoltà che hanno plasmato in modo indelebile il contesto economico del paese.

In parallelo alla contrazione della produzione e dei consumi, un'altra rilevante conseguenza si manifestò nell'ambito dell'inflazione. Dopo un breve periodo di diminuzione alla fine del 2006, l'indice dei prezzi aumentò rapidamente, raggiungendo un picco del 5,5% nel luglio del 2008. Tuttavia, con il peggioramento degli effetti della crisi sulla disponibilità finanziaria dei cittadini, l'inflazione subì il contraccolpo del calo della domanda di beni e del conseguente ribasso dei prezzi. Questo trend deflattivo continuò fino a materializzarsi in un pericoloso fenomeno di deflazione: nel luglio del 2009, solo un anno dopo il picco del 5,5%, si registrò un calo annuale dei prezzi del 2%. La prospettiva di una deflazione prolungata destava legittime preoccupazioni, specialmente per le imprese. Oltre alla già precaria situazione finanziaria e alle difficoltà di accesso al credito, le imprese si trovarono a dover gestire una contrazione ulteriore dei ricavi, con conseguente necessità di tagli del costo del lavoro, tradottisi in un aumento dei licenziamenti e nell'avvio di un ciclo recessivo difficilmente controllabile.

La teoria Mainstream sottolinea che, durante periodi di crisi, gli effetti più rilevanti sono rappresentati dai cosiddetti effetti ricchezza reale. Questa prospettiva si basa sull'assunzione fondamentale che i consumi non dipendano solamente dal flusso di reddito corrente, ma siano altresì influenzati dalla ricchezza accumulata fino a quel momento. Di conseguenza, le famiglie che subiscono perdite, sia a causa della disoccupazione sia a causa dei crolli in borsa, tendono a ridurre i propri consumi per preservare il patrimonio accumulato nel corso della loro vita. Parallelamente, secondo la Teoria Keynesiana, il punto critico in una crisi è rappresentato dalla fase di stagnazione nel ciclo economico causata dal peggioramento del clima tra gli operatori economici e dall'aumento dell'incertezza. La mancanza di fiducia nel mercato induce una diminuzione degli investimenti da parte delle imprese, sia piccole che grandi, basandosi su previsioni che prevedono una domanda di beni non consistente. I keynesiani sostengono che gli investimenti, nonostante siano la componente più variabile nell'equazione del reddito, siano l'elemento più cruciale in quanto hanno effetti moltiplicatori su occupazione, ricchezza e consumo: nel contesto della recessione in esame, i risultati registrati nelle variazioni del PIL convergono con entrambe le teorie.

È cruciale evidenziare inoltre che a causa di questa recessione, a partire dal 2007, la popolazione statunitense al di sotto della linea di povertà ha registrato una crescita costante, raggiungendo alla fine del 2009 la soglia del 15%: Questo fenomeno sottolinea la profondità dell'impatto socioeconomico della crisi, che si è riflessa in un aumento significativo delle persone colpite dalla povertà.

Le misure adottate dal governo americano in risposta a questa crisi si rivelarono di fondamentale importanza e saranno esplorate in modo dettagliato nel successivo sottocapitolo. Va sottolineato che gli effetti della crisi non rimasero circoscritti agli Stati Uniti, ma si propagarono su scala globale, influenzando le economie di diverse regioni del mondo. Tra le aree economiche più duramente colpite dalla grande recessione americana, l'Europa emerse come uno dei principali epicentri di questa crisi economica, sottolineando la sua interconnessione e l'interdipendenza nell'ambito finanziario mondiale.

### 3.2 LE CONTROMISURE ALLA CRISI

Nel tumultuoso panorama economico del 2008, un anno che avrebbe lasciato un'impronta indelebile con il crollo di Lehman Brothers e le turbolenze finanziarie, si palesò con forza la necessità di adottare misure risolutive per salvaguardare l'integrità del sistema bancario. Diverse strategie furono ponderate, dall'implementazione di un piano di assistenza ai mutui, pensato per ravvivare il settore immobiliare e ristabilire valore ai titoli ipotecari fortemente svalutati, fino alla ricapitalizzazione bancaria. Tuttavia, ciascuna di queste opzioni, per vari motivi, fu accantonata, dando vita a un acceso dibattito sulle strade da intraprendere per evitare il collasso economico.

Henk Paulson, all'epoca Segretario al Tesoro, propugnò con forza l'idea che l'acquisizione degli "asset tossici" presenti nei bilanci delle banche rappresentasse la soluzione più efficace. Tuttavia, il suo piano sollevò polemiche in quanto comportava l'utilizzo di fondi pubblici per salvare le stesse istituzioni considerate responsabili della crisi. Il 29 settembre 2008, il Parlamento respinse il programma, gettando un'ombra di incertezza sul futuro finanziario del paese. Nonostante ciò, l'escalation della crisi e la crescente pressione fecero sì che, nei giorni successivi, si arrivasse all'approvazione del piano ideato da Paulson.

Il 3 ottobre fu promulgato l'"Emergency Economic Stabilization Act", un atto legislativo che ufficializzò la creazione del "Troubled Assets Relief Program" (TARP). Questa audace iniziativa, gestita dall'appena costituito "Office of Financial Stability", prevedeva l'acquisto di titoli e prestiti tossici, principalmente posseduti dalle grandi istituzioni finanziarie, e una massiccia iniezione di capitale nel settore bancario. L'obiettivo cruciale era sbloccare le attività creditizie, stimolando sia il settore privato che quello interbancario. Nonostante il TARP fosse stato inizialmente proposto con una previsione di spesa di 700 miliardi di dollari, il Congressional Budget Office (CBO) nel 2012 confermò che l'ammontare effettivamente utilizzato fu di 440 miliardi di dollari.

L'iniziativa del TARP si rivelò fondamentale nel mitigare gli effetti disastrosi della crisi finanziaria, stabilizzando il sistema bancario e ripristinando una fiducia fondamentale nel mercato. Tuttavia, il suo impatto sollevò interrogativi sulla giustizia del salvataggio finanziato dai contribuenti, alimentando il dibattito sul ruolo e la responsabilità delle istituzioni finanziarie. La crisi finanziaria del 2008, con tutte le sue sfaccettature, gettò le basi per un periodo di ripresa economica graduale, dimostrando la complessità delle decisioni da prendere in momenti di grande instabilità finanziaria e aprendo una nuova fase nella comprensione della gestione delle crisi sistemiche.

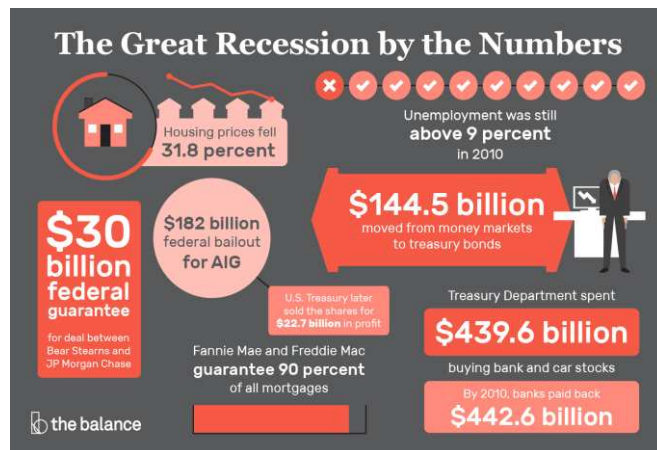


Figura 3.4 I numeri della grande recessione

Durante l'epoca tumultuosa della crisi l'azione decisiva e cruciale per stabilizzare il sistema bancario statunitense prese la forma di un'ampia iniezione di capitale. Questo audace movimento fu realizzato attraverso l'acquisizione di azioni privilegiate delle principali banche, impegnando una somma considerevole di circa 205 miliardi di dollari. Conosciuto come il "Capital Purchase Program", questo piano mirava a rafforzare le istituzioni finanziarie chiave, fornendo un sostegno vitale per prevenire il collasso sistemico.

Le principali beneficiarie di questa manovra furono istituzioni di grande rilevanza globale, tra cui Citigroup, Bank of America, J.P. Morgan-Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs, Morgan Stanley e Bank of New York Mellon. Tuttavia, l'ampiezza dell'assistenza finanziaria si estese ben oltre il settore bancario, coinvolgendo anche aziende automobilistiche, come la General Motors e la Chrysler, che ricevettero ingenti prestiti nell'ambito dell'"Automotive Industry Financing Program". Quest'ultimo costituiva un tassello fondamentale all'interno del Troubled Assets Relief Program (TARP), con uno stanziamento specifico di 80 miliardi di dollari, mirato a sostenere il comparto automobilistico in un momento di grave fragilità.

Il 2009 vide un ulteriore impegno verso la ripresa economica con l'approvazione dell'"American Recovery and Reinvestment Act" (ARRA) sotto la firma del neo-eletto presidente Barack Obama. Questo imponente pacchetto di stimoli, del valore di 831 miliardi di dollari, abbracciò la teoria economica keynesiana, puntando a generare nuovi posti di lavoro e stabilizzare l'economia attraverso investimenti mirati in infrastrutture, istruzione e sanità. Nonostante le critiche del Partito Repubblicano, i risultati tangibili, compreso il calo della disoccupazione che scese sotto il 6% nel 2014, attestarono l'efficacia di tale strategia nel ricondurre stabilità e fiducia nel panorama economico. Prima di chiudere questo capitolo, è essenziale menzionare un'altra importante misura intrapresa dal governo statunitense per fronteggiare la crisi e correggere l'eccessiva deregolamentazione nel settore finanziario. Il 21 luglio 2010 vide la promulgazione del "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act", un ambizioso complesso di riforme volto a ristrutturare il panorama finanziario del paese. Questa legislazione introdusse nuove autorità di supervisione, come il "Financial Stability Oversight Council" (FSOC) e l'"Office of Financial Research" (OFR), consolidò i poteri presso la FDIC e la FED, e cercò di ripristinare la separazione tra attività bancaria tradizionale e d'investimento, precedentemente erosa nel trentennio di deregolamentazione iniziato nei primi anni '70. La "Volcker Rule", sesto dei 15 titoli del Dodd-Frank Act, emersa da questa legislazione, vietava alle banche commerciali di utilizzare i depositi dei propri clienti per operare sui mercati attraverso attività speculative, riflettendo un impegno per una maggiore stabilità e trasparenza nel settore finanziario.

## CONCLUSIONE

Nel complesso, la crisi finanziaria del 2008 si è rivelata devastante, portando a una serie di impatti economici e sociali di vasta portata. Con oltre 8,8 milioni di licenziamenti, un crollo significativo dei mercati finanziari e una drastica diminuzione dei prezzi delle abitazioni, la crisi ha generato una serie di conseguenze negative. Gli indici borsistici Dow Jones e S&P 500 hanno registrato un crollo rispettivamente del 47% e del 39% in un solo anno, mentre i prezzi delle case sono diminuiti mediamente del 40%, portando a circa 8 milioni di casi di pignoramento e una perdita totale nel mercato immobiliare di circa 19.000 miliardi di dollari.

Sebbene possa sembrare immediato attribuire la colpa agli istituti di credito, alle grandi banche d'investimento o alle agenzie di rating, è cruciale considerare che i comportamenti di questi attori erano spesso guidati da motivazioni più profonde e complesse rispetto alla semplice disonestà o avidità. L'analisi delle cause della grande recessione suggerisce tre fattori chiave:

- 1 **Deregolamentazione Finanziaria:** Avviata negli anni '80, la deregolamentazione ha creato un ambiente in cui le istituzioni finanziarie hanno goduto di una maggiore libertà, portando alla proliferazione di comportamenti rischiosi e innovazioni finanziarie.
- 2 **Complessità dell'Intermediazione Finanziaria:** L'aumento della complessità nell'intermediazione finanziaria è stato strettamente connesso alla deregolamentazione. L'innovazione nell'industria finanziaria ha spinto i regolatori a liberalizzare il settore, aprendo la strada a pratiche più rischiose e complesse.
- 3 **Politica Monetaria Espansionistica Post-Bolla Speculativa del 2000:** La politica di abbassamento del tasso di sconto (federal funds rate) adottata dopo la bolla speculativa del 2000 ha contribuito in modo significativo alla formazione della bolla immobiliare. Anche se inizialmente giustificata come risposta alle crisi precedenti, ha aumentato l'accesso al credito e alimentato la crescita incontrollata dei prezzi immobiliari. È essenziale notare che il basso rendimento degli investimenti tradizionali, come i titoli di Stato, ha spinto i trader a cercare alternative più redditizie. La crescente popolarità dei titoli cartolarizzati coperti da mutui ipotecari è stata guidata dalla loro combinazione apparentemente favorevole di qualità e rendimento.

La crisi ha richiesto risposte decisive, con il governo statunitense attuando una serie di misure significative. Tra queste, l'acquisizione di azioni privilegiate delle principali banche attraverso il Capital Purchase Program, lo stanziamento di fondi per sostenere l'industria automobilistica e l'approvazione dell'American Recovery and Reinvestment Act, un massiccio pacchetto di stimoli mirato alla creazione di occupazione e alla stabilizzazione dell'economia.

Inoltre, il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act del 2010 ha rappresentato un tentativo di correggere l'eccessiva deregolamentazione nel settore finanziario, introducendo nuove autorità di supervisione e cercando di ristabilire una separazione tra attività bancaria tradizionale e d'investimento. Complessivamente, l'analisi di questi fattori rivela la complessità e l'interconnessione degli eventi che hanno portato alla crisi del 2008, evidenziando la necessità di considerare molteplici dimensioni nella valutazione delle cause sottostanti.

Ora che abbiamo sintetizzato e specificato i quattro principali fattori che hanno contribuito all'origine della grande recessione, possiamo concentrarci su ciò che è cruciale imparare da questi eventi. In una prospettiva più ampia, è fondamentale approfondire la riflessione sulla deregolamentazione finanziaria. Si pone la necessità di comprendere che permettere alla finanza di evolversi ed espandersi senza restrizioni può portare a rischi sistemici significativi, soprattutto considerando che le persone tendono a prioritizzare il proprio benessere personale rispetto a quello dell'intera società.

L'egoismo intrinseco nell'essere umano, inoltre, ha svolto un ruolo fondamentale nei periodi che hanno preceduto la crisi, emergendo come protagonista chiave nel contesto che ha portato al collasso del sistema. Se da un lato il comportamento delle grandi banche può essere interpretato come una conseguenza diretta della loro incessante ricerca del profitto e della prosperità aziendale, anche il comportamento dei cittadini americani può essere analizzato sotto una luce simile.

Le istituzioni finanziarie, guidate dalla volontà di massimizzare i propri guadagni, hanno adottato pratiche rischiose e speculative, spinte dall'obiettivo di ottenere profitti elevati. Questo approccio, basato sulla massimizzazione del rendimento a breve termine, ha contribuito alla creazione di bolle finanziarie, in particolare nel settore immobiliare, e ha favorito un clima di instabilità economica.

D'altra parte, i cittadini americani, animati dalla prospettiva di migliorare la loro qualità di vita, sono stati coinvolti nel ciclo di indebitamento eccessivo. La possibilità di possedere una casa, considerata un simbolo di stabilità e successo, ha spinto molti a contrarre prestiti che, in realtà, non potevano sostenere a lungo termine. Tuttavia, non si può colpevolizzare la popolazione per le proprie scelte finanziarie, poiché spetta alle autorità di governo considerare e mitigare gli impatti di queste tendenze umane.

È importante riconoscere che l'economia non può essere trattata come una scienza esatta, e molti errori del passato possono essere interpretati come inevitabili nel contesto di un sistema complesso. Tuttavia, la crisi ha evidenziato la necessità di un'attenta valutazione delle potenziali ripercussioni della deregolamentazione e di un equilibrio adeguato tra libertà finanziaria e tutela degli interessi collettivi.

Il governo, avendo a cuore il benessere della società nel suo complesso, dovrebbe adottare politiche che promuovano la responsabilità finanziaria sia a livello istituzionale che individuale. Inoltre, dovrebbe essere consapevole dei rischi sistemici derivanti da comportamenti egoistici e adottare misure preventive per evitare crisi simili in futuro.

La cosa che più lascia amaro in bocca relativamente a quest'epoca storica è rintracciabile nella quasi totalità di assenza di provvedimenti e misure prese a posteriori nei confronti degli architetti della crisi: banchieri, alti dirigenti di agenzie di rating, personalità governative corrotte non pagarono il prezzo delle loro azioni avido e catastrofiche. Kareem Serageldin, ex dirigente del colosso Credit Suisse, è noto per essere l'unico banchiere negli Stati Uniti ad esser stato condannato al carcere a seguito della crisi finanziaria, una condanna derivante dall'aver intenzionalmente manipolato prezzi delle obbligazioni per nascondere qualche miliardo di perdite, pratica che le grandi banche d'investimento effettuavano all'ordine del giorno durante la crisi. La SEC non fu ristrutturata, il congresso non smembrò le grandi banche di investimento né fu apportata alcuna regolamentazione decisiva nel settore ipotecario e nel mercato dei derivati. Come si fa spesso in queste spiacevoli circostanze, si addossarono colpe agli immigrati, alla povera gente e persino agli insegnanti.

Charlie Ledley e Jamie Mai di Cornwall Capital, due tra i grandi trader/investitori che anticiparono la crisi vendendo allo scoperto obbligazioni ipotecarie attraverso l'acquisto di milioni di dollari in CDS, sulle orme di Michael Burry (CEO di SCION Capital), volevano fare causa alle agenzie di rating, ma tutti gli studi legali si rifiutarono di sposare la causa. Lo stesso Burry, contattò ripetutamente l'apparato governativo per sapere se fossero intenzionati a conoscere le motivazioni che lo avevano condotto a pronosticare il collasso del sistema in anticipo su tutti: non ricevette mai risposta. In compenso l'FBI lo interrogò più volte ed i suoi conti, dopo un profitto di 1.5 miliardi di dollari derivanti dalla vendita dei suoi CDS, furono revisionati 4 volte. Nel 2015, molte grandi banche hanno iniziato a vendere miliardi in "Bespoke Tranche Opportunity" (opportunità di tranche su misura), che, secondo Bloomberg News, sono solo un altro nome per CDO.

Inventarono le più vaste sigle per mascherare il grande debito, CMO, CDO, SIV, ABS, ma la verità è che tutte queste potevano essere ridotte ad una sola: ADM, Armi di Distruzione di Massa.

## BIBLIOGRAFIA, SITOGRAFIA E FILMOGRAFIA

### LIBRI CONSULTATI

- *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, Michael Lewis (2010)
- *I principi per capire le grandi crisi del debito*, Ray Dalio (2020)
- *Il grande crollo*, John Kenneth Galbraith, 2003
- *I principi per affrontare il nuovo ordine mondiale. Dal trionfo alla caduta delle nazioni*, Ray Dalio (2022)
- *Securitization, CDO e covered bonds. Strumenti e tecniche di frontiera per le banche. Caratteristiche, mercato e rating*, D.Drago, Bancaria Editrice (2007)
- *Opzioni, futures ed altri derivati*, Pearson, John C. Hull ed Emilio Barone (2018)
- *Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis*, Laurie S. Goodman Frank J. Fabozzi, Douglas J. Lucas (2006)
- *MacroFinance. Investire sui mercati finanziari utilizzando i fondamentali macroeconomici*, Alberto Di Muro, Alberto Peano, Hoepli (2019)
- *La crisi finanziaria immobiliare americana del 2008. Dai mutui subprime al contagio globale*, Stefano Vasconi, Kimerik, (2021)
- *The intelligent investor*, Benjamin Graham (2005)
- *La febbre dei tulipani. La prima grande crisi economica della storia*, Mike Dash, G. Lonza, R. Zuppet, Rizzoli, 2009
- *Psicologia delle folle*, Gustave Le Bon, 2004



## SITI E ARTICOLI CONSULTATI

- *La bolla dei tulipani*, su [consob.it](http://consob.it), *Educazione finanziaria – CONSOB*
- *La crisi del '29*, su [consob.it](http://consob.it)
- *Stock Market Crash of 1929: Definition, Causes, Effects* INVESTOPEDIA  
<https://www.investopedia.com/terms/s/stock-market-crash-1929.asp>
- *Jude Wanniski, The Way the World Works*, Gateway Editions, 1878
- *Zannichelli-La bolla delle dot-com*  
([https://online.scuola.zanichelli.it/economiaglobale2ed-files/Approfondimenti/Approfondimenti\\_Biennio\\_light/5\\_2\\_Bolla\\_Dot.com\\_42036.pdf](https://online.scuola.zanichelli.it/economiaglobale2ed-files/Approfondimenti/Approfondimenti_Biennio_light/5_2_Bolla_Dot.com_42036.pdf))
- *La crisi finanziaria-Consob.it*  
(<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>).
- *2008 Recession: What It Was and What Caused It*  
<https://www.investopedia.com/terms/g/great-recession.asp>
- *Wikipedia-La crisi asiatica*  
[https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi\\_finanziaria\\_asiatica](https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_finanziaria_asiatica)
- *The Asian Crises: Lessons to Be Learned and Relearned, Before America's Community Bankers*, Washington D.C. March 4, 1998
- Paul Krugman (1994). *The Myth of Asia's Miracle*, Foreign Affairs  
<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>
- *Crisi 2008: cause e conseguenze del disastro finanziario*  
*A cura di Mario Sorrentino* <https://www.parliamodiinvestimenti.it/crisi-2008-cause-e-conseguenze-del-disastro-economico/>
- *Deregulation- Wikipedia* <https://en.wikipedia.org/wiki/Deregulation>

- *Glass–Steagall legislation*- Wikipedia [https://en.wikipedia.org/wiki/Glass–Steagall\\_legislation](https://en.wikipedia.org/wiki/Glass–Steagall_legislation)
- *Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)*  
<https://www.federalreservehistory.org/essays/glass-steagall-act>
- *Volcker rule*  
<https://www.treccani.it/enciclopedia/volcker-rule/>
- *Securitization*  
[https://www.bankpedia.org/termine.php?c\\_id=22346](https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=22346)
- *Cartolarizzazione*  
<https://it.wikipedia.org/wiki/Cartolarizzazione>
- *Collateralized Debt Obligation Definition*  
<https://www.wallstreetmojo.com/collateralized-debt-obligation-cdo/>
- *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 Remarks on Signing H.R. 4986 into Law. | the American Presidency Project"*
- *Reagan, Ronald. "Remarks on Signing the Garn–St Germain Depository Institutions Act of 1982" Archived 2008-07-06 at the Wayback Machine (1982-10-15).*
- *Bloomberg- Rethinking Robert Rubin*  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2012-09-30/rethinking-robert-rubin>
- *Berti-La crisi del 2008: racconto di una delle più grandi crisi finanziarie della storia*
- *Kerr, Duncan (15 October 2007). "Banks learn to reprice risk in post-crisis credit market"*
- *Lehman Brothers: il più grande fallimento bancario della storia*  
<https://investire.biz/analisi-previsioni-ricerche/azioni/lehman-brothers-15-settembre-anniversario-fallimento-2008-pi-grande-fallimento-bancario-storia-crisi-mutui-subprime>
- *CBS* <https://www.cbsnews.com/news/existing-home-sales-set-2005-record/>

- *How Credit Default Swaps Work, and How They Go Wrong*  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-29/how-credit-default-swaps-cds-work-and-how-they-go-wrong>
- *Goldman Sachs CEO Gets \$100 Mln in Pay, Stock, Reuters-March 10, 2008*
- *Henry Paulson: Education, Career, Legacy*  
<https://www.investopedia.com/terms/t/henry-paulson.asp>
- *Borsa italiana-glossario finanziario-CDS*
- *Collateralized Debt Obligation (CDO)*  
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/fixed-income/collateralized-debt-obligation-cdo/>
- *Borsa italiana* <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>
- *Corporatefinanceinstitute CDS- definition, how it works, risks*
- *Cause e conseguenze della crisi del 2008 negli stati uniti ed in europa-uniluiss-tatiana cesaroni*
- *Falling Giant: A Case Study of AIG*  
<https://www.investopedia.com/articles/economics/09/american-investment-group-aig-bailout.asp>
- *Collateralized Debt Obligation (CDOs): What It Is, How It Works*  
<https://www.investopedia.com/terms/c/cdo.asp#:~:text=A%20collateralized%20debt%20obligation%20is,tranches%20having%20the%20lowest%20risk.>
- *History and society-Citigroup American Company*  
<https://www.britannica.com/topic/Citigroup>
- *What to know about credit default swaps — a type of insurance for certain investments*  
<https://www.businessinsider.com/personal-finance/credit-default-swap?r=US&IR=T>

## FILMOGRAFIA

- *Inside Job (2010), regia di Charles Ferguson*
- *Wall Street - Il denaro non dorme mai (2010), regia di Oliver Stone*
- *Too Big to Fail - Il crollo dei giganti (2011), regia di Curtis Hanson*
- *The Big Short - La grande scommessa (2015), regia di Adam McKay*
- *Margin Call (2011), regia di J. C. Chandor*

## RIEPILOGO FIGURE ALLEGATE

- *Figura 1.1 Economic cycle phase characteristics*  
*fonte: Metadna*
- *Figura 1.2 Curva di Phillips*  
*Fonte: MarcoCasario.com*
- *Figura 1.3 M2 Money Stock*  
*Fonte: Tradingview.com*
- *Figura 1.4 USA inflation rate 2014-2024*  
*Fonte: TradingEconomics.com*
- *Figura 1.5 Comparazione S&P Daily Chart (US500) e FED Funds Rates*  
*Fonte: Tradingview.com*
- *Figura 1.6 Tulip price index, tulipomania*  
*Fonte: Wikipedia.com*
- *Figura 1.7 The fall of the dow jones: 1928 to 1934*  
*Fonte: Dow Jones & Company*
- *Figura 1.8 I dati della grande crisi-Grande depressione*  
*Fonte: Pearson Italia*
- *Figura 1.9 The rise and fall-the Nasdaq composite index, daily close*

*Fonte: WSJ Market Data Group*

- *Figura 1.10 Mappatura della crisi finanziaria asiatica*  
*Fonte: Wikipedia.com*
- *Figura 2.1 Indici S&P/Case Shiller 1990-2010*  
*Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis*
- *Figura 2.2 Andamento dell'indice NAHB tra il 1998 ed il 2014*  
*Fonte: Investing.com*
- *Figura 2.3 U.S. Subprime Lending Expansion 2004-2006*  
*Fonte: US census bureau, Harvard University*
- *Figura 2.4 La cartolarizzazione dei crediti*  
*Fonte: Ale-conomista.it*
- *Figura 2.5 Architecture of CDO-cubed/CDO-squared*
- *Figura 2.6 Scale di rating a confronto: S&P, Moody's, Fitch*  
*Fonte: Crowdcity.it*
- *Figura 2.7 Diagram of CDO*  
*Fonte: Youtube*
- *Figura 2.8 Cash CDO structure*  
*Fonte: SlidePlayer*
- *Figura 2.9 CDS structure and actors*  
*Fonte: Nuevosretros.net*
- *Figura 2.10 Credit Default Swaps: Gross notional principal outstanding over time*  
*Fonte: 7th International Strategic Management Conference, The Role of Credit Default Swaps on Financial Market Stability, Nuray Terzi*
- *Figura 3.1 Indice della fiducia dei consumatori negli Stati Uniti nel periodo 2007-2009*  
*Fonte: The conference board*
- *Figura 3.2 Andamento tasso di disoccupazione percentuale negli USA tra il 2000 e il 2018.*  
*Fonte: Borsa Italiana*
- *Figura 3.3 Andamento del Prodotto Interno Lordo reale degli USA tra il 2007 ed il 2016.*  
*Fonte: WSJ.com – Commerce Department*
- *Figura 3.4 I numeri della grande recessione*

*Fonte: The balance*