



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**LA GRANDE RECESSIONE: CAUSE, SVILUPPI E
CONSEGUENZE**

**THE GREAT RECESSION: CAUSES, DEVELOPMENTS
AND CONSEQUENCES**

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Alessandro Patti

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

Introduzione.....	2
CAPITOLO 1: Contesto storico ed economico americano pre-crisi.....	4
1.1 La Grande Depressione.....	4
1.2 Il mercato immobiliare statunitense negli anni '70 e '80.....	6
1.3 Anni '90: tra boom economico e crisi.....	8
CAPITOLO 2: Gli attori della crisi.....	11
2.1 Mutui subprime.....	11
2.2 La cartolarizzazione dei mutui.....	14
2.3 Le agenzie di rating.....	17
CAPITOLO 3: Conseguenze e risposte alla crisi.....	22
3.1 Ripercussioni sull'economia reale	22
3.2 Reazioni di FED e BCE.....	25
Conclusioni.....	28
Bibliografia.....	29
Sitografia.....	29

INTRODUZIONE

La crisi finanziaria scoppiata nel 2008 negli Stati Uniti rappresenta il più grande disastro finanziario della storia, insieme a quello avvenuto precedentemente nel 1929.

L'obiettivo del seguente elaborato è capire innanzitutto le cause che hanno portato a questo drammatico scenario per poi analizzare quelli che sono stati i principali attori e protagonisti, concludendo con la discussione dell'impatto che c'è stato a livello mondiale e di come le diverse istituzioni – governi e banche centrali in primis- abbiano reagito.

Questi temi sono oggetto di studio della seguente tesi che viene articolata in 3 capitoli.

Il primo capitolo ha lo scopo di fornire un'inquadratura storica ed economica del periodo precedente alla crisi del 2008. Per farlo, si andrà in primis a raccontare la grande crisi finanziaria avvenuta nel 1929, le ripercussioni che questa ha avuto sull'economia e la risposta istituzionale per far ripartire il Paese.

Successivamente, verranno analizzati l'andamento e le variazioni del mercato immobiliare statunitense negli anni '70 al fine di comprendere a fondo le radici e le cause della crisi più recente, per poi descrivere la situazione negli anni '80 con l'obiettivo di capire gli effetti delle politiche adottate dalla *Federal Reserve* sulla situazione economica e sociale americana.

Il capitolo si conclude con un focus sugli anni '90 e sul parallelismo tra boom economico e crisi che ha accompagnato questo periodo, il quale è iniziato con fasi recessive per poi tramutarsi in una fase di prospero sviluppo, fino allo scoppio della bolla *Dot-com* tra fine anni '90 e inizio anni 2000.

Nel secondo capitolo si illustrano gli attori della crisi ovvero i protagonisti intorno ai quali ruota la grande recessione. Si vanno ad affrontare perciò i mutui *subprime* esponendo i problemi legati alla concessione di prestiti da parte delle banche a soggetti poco affidabili.

Oltre ad analizzare il perché si siano diffusi così intensamente nel mercato americano, si vanno a studiare le politiche della FED costretta ad alzare o abbassare i tassi a seconda dell'andamento dei mercati. Si entra poi sempre più nello specifico parlando della cartolarizzazione per capire come questa pratica abbia portato alla creazione dei CDO, ovvero "titoli spazzatura" i quali erano tuttavia valutati con giudizi ottimi dalle agenzie di rating spingendo gli investitori ad acquistarne sempre di più. Ulteriori protagoniste della crisi infatti furono proprio le agenzie di rating colpevoli di aver assegnato ai titoli rischiosi valutazioni alte, facendo così credere all'intero mercato che questi fossero sicuri come titoli di stato e alimentando un clima euforico ingiustificato, che culminerà con lo scoppio della bolla finanziaria.

Oggetto del terzo capitolo infine sono le ripercussioni della recessione sull'economia reale e le reazioni di FED e BCE. Come esposto nell'elaborato, la crisi del 2008 ha avuto conseguenze devastanti con un forte calo del PIL, della spesa, degli investimenti e un aumento della disoccupazione. Tutto ciò rese necessari degli strumenti di salvataggio per risollevare l'economia post crisi. Nello specifico la risposta della FED e BCE ha visto l'utilizzo di strumenti convenzionali e non convenzionali al fine di sostenere una politica monetaria espansiva. I principali interventi hanno riguardato riduzioni dei tassi di interesse, operazioni di rifinanziamento a lungo termine, programmi di acquisto di titoli e la comunicazione chiara delle decisioni prese e delle scelte future, con l'obiettivo di alimentare la fiducia negli operatori.

Capitolo 1

CONTESTO STORICO ED ECONOMICO AMERICANO PRE-CRISI

1.1 La Grande Depressione

Quando si parla dell'enorme crisi finanziaria avvenuta nel 2008 negli Stati Uniti, è necessario capirne a fondo le origini. Per farlo è doveroso richiamare alla memoria la crisi scoppiata nel 1929 sempre negli Stati Uniti, comunemente conosciuta come "Grande Depressione", "Crollo di Wall Street" o "Grande Crisi", la quale sconvolse l'economia mondiale dalla fine degli anni venti fino a una buona parte del decennio successivo, con ripercussioni devastanti sul piano sociale e politico.

Dopo la prima guerra mondiale, gli Stati Uniti vissero un periodo di progresso socioeconomico, trainato principalmente dal settore automobilistico. Questo settore stimolò a sua volta la crescita di altri settori quali l'industria metallurgica, il settore petrolifero, i trasporti e l'edilizia. L'alta produttività consentiva di mantenere stabili sia i salari sia i prezzi dei prodotti sul mercato favorendo gli investimenti, che a loro volta permettevano di incrementare ulteriormente la produttività. Tuttavia, a questi investimenti e al continuo aumento della produttività non corrispose una crescita proporzionata del potere d'acquisto. Ulteriori problemi erano dati dal sistema finanziario in quanto non vi erano limiti sulle attività speculative delle banche e dei rappresentanti delle holding che rilasciavano dichiarazioni molto ottimistiche per spingere i risparmiatori ad acquistare titoli. Questo clima di euforia, caratterizzato da ottimismo e dalla convinzione che ci si stesse avviando verso un periodo di sviluppo e crescita senza fine, fu una delle principali cause della formazione di una bolla speculativa¹, che si

¹ La bolla speculativa è una fase del mercato caratterizzata da un aumento significativo e anomalo dei prezzi di uno o più beni. Questa crescita è dovuta ad una crescita molto veloce della domanda. Nel momento dello scoppio della bolla, il prezzo scende rapidamente tornando ai valori di origine.

ingigantiva quotidianamente. Queste bolle sono elementi tipici di mercati in forte espansione, guidati principalmente da aspettative positive e dalle speculazioni.

Quando una di queste bolle esplode ci sono solitamente conseguenze negative sia per i mercati finanziari e che per l'economia reale. Quando il valore di un'azione smette di crescere infatti, gli investitori tendono a vendere il titolo per evitare perdite dovute a una svalutazione. Questo è ciò che accadde il 24 ottobre 1929 (rinominato poi giovedì nero), in cui il mercato subì un primo duro collasso con 13 milioni di azioni vendute.

Il vero crollo tuttavia avvenne il 29 ottobre 1929 (conosciuto come martedì nero) presso il *New York Stock Exchange*, la principale sede del mercato finanziario statunitense con 16 milioni di azioni vendute in un solo giorno e un ribasso delle quotazioni apparentemente inarrestabile. Il *Dow Jones Industrial Average* subì un calo del 40% in un mese e il panico si diffuse molto rapidamente: fu l'inizio di un ciclo economico fortemente recessivo su scala mondiale.

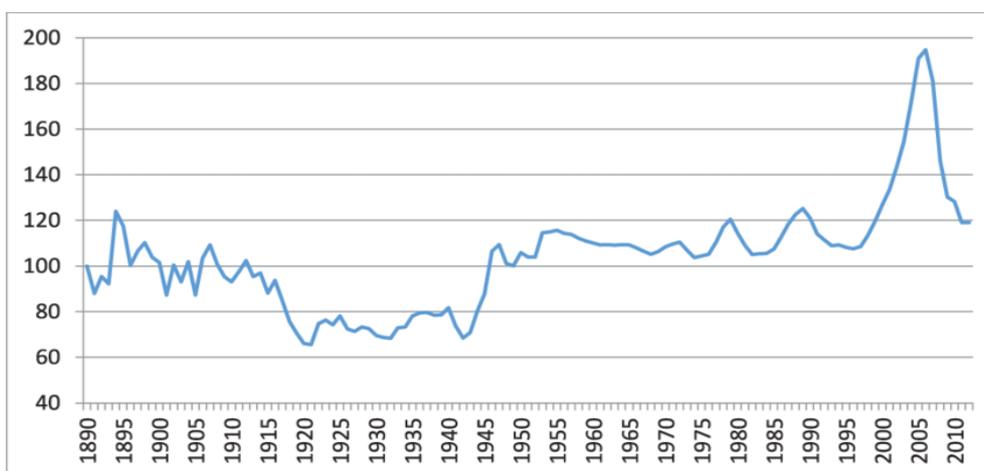
La Grande Depressione ebbe effetti recessivi devastanti su scala mondiale, colpendo Europa, l'America del Nord e America del Sud. La diminuzione della domanda causò una pressione al ribasso sui prezzi dei prodotti industriali, causando gravi difficoltà per le imprese nel far fronte ai propri debiti e alimentando la contrazione del commercio internazionale. Questo portò a una diminuzione dei redditi dei lavoratori, dei prezzi e dei profitti. Negli Stati Uniti, il tracollo economico e finanziario mise in ginocchio centinaia di migliaia di persone. Numerose aziende fallirono, la disoccupazione aumentò sensibilmente (oltre il 25% della popolazione attiva) e il reddito subì una rigida contrazione. Inoltre, le esigenze nazionali spinsero gli istituti finanziari statunitensi a richiamare i prestiti precedentemente erogati all'estero (per un totale di 30 miliardi di dollari), estendendo gli effetti recessivi della crisi su scala mondiale. Gli Stati Uniti cercarono di risollevarne la propria economia in seguito alla Grande Depressione tramite il *New Deal* ovvero un piano di riforme sociali ed economiche promosso dal presidente Roosevelt.

1.2 Il mercato immobiliare statunitense negli anni '70 e '80

Prima di parlare delle dinamiche della crisi del 2008, è necessario comprendere come si è giunti al cosiddetto “schianto” per usare l’espressione di Adam Tooze, andando ad analizzare il mercato immobiliare.

Nel corso degli anni '70 il mercato immobiliare statunitense subì una serie di cambiamenti importanti, fortemente influenzati da aspetti economici, sociali e politici. Questo periodo infatti è caratterizzato da un difficile contesto economico dovuto alla presenza di un’inflazione molto elevata, crisi energetiche, cambiamenti demografici e interventi politici. Tra questi ultimi, come citato alla fine dello scorso paragrafo, il più importante piano di riforme è dato dal *New Deal*: nello specifico al suo interno vi è il *National Housing Act* che porterà i suoi benefici nel corso dei decenni successivi. Questo infatti ha avuto un ruolo cruciale nel rendere i mutui e la proprietà della casa facilmente accessibili a migliaia di cittadini americani appartenenti alla classe media e alla classe operaia fornendo inoltre prestiti garantiti che hanno significativamente stimolato il mercato immobiliare: la maggiore accessibilità ai mutui ha spinto la domanda di abitazioni, che a sua volta ha incentivato la costruzione di nuove case, contribuendo a soddisfare le crescenti esigenze abitative di una popolazione in continua espansione.

Figura 1.1: Andamento indice Case-Shiller nel corso del '900

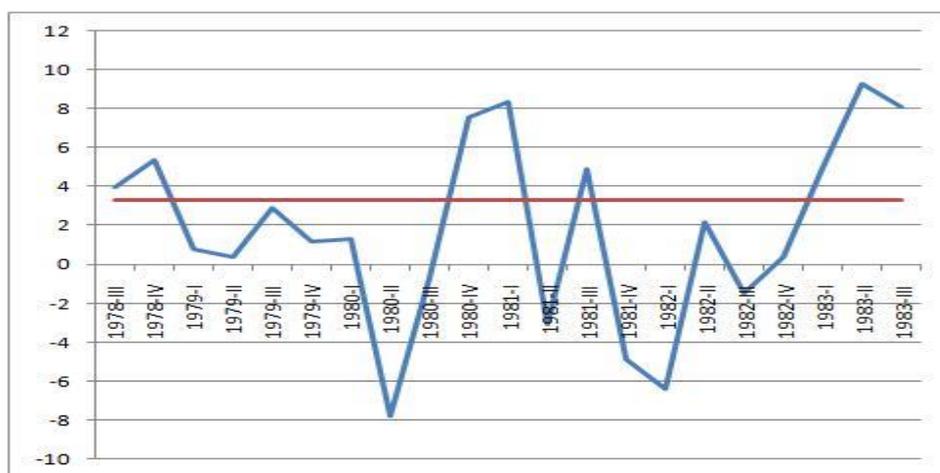


Fonte: ResearchGate

La figura 1.1 mostra la variazione dell'indice Case-Shiller da fine '800 fino ad arrivare ai primi anni 2000. L'indice Case-Shiller viene calcolato mensilmente e ha l'obiettivo di misurare le variazioni del valore delle abitazioni negli Stati Uniti. In particolare, si può notare come tra il 1915 e il 1945, i prezzi non abbiano mai superato il livello registrato nel 1890. Solamente in seguito si è verificato un significativo incremento nelle vendite delle case, che ha portato l'indice dei prezzi immobiliari a superare quota 100 punti fino a raggiungere un considerevole picco negli anni 2000. I valori di fine '800 non furono raggiunti fino agli anni '80, periodo durante il quale il mercato immobiliare ha sperimentato una forte speculazione, con sensibili aumenti dei prezzi delle case.

Negli Stati Uniti infatti, all'inizio degli anni '80, la situazione non era delle migliori per via di un'importante recessione che colpì il Paese proprio nella prima parte del 1980. Questa fu alimentata dalle politiche fortemente restrittive da parte della *Federal Reserve* (*FED*) per cercare di limitare l'elevata inflazione esplosa pochi mesi prima.

Figura 1.2: Prodotto Interno Lordo degli Stati Uniti tra fine anni '70 e inizio anni '80



Fonte: Wikipedia

Come evidenziato nella figura 1.2, il Prodotto Interno Lordo (PIL) degli Stati Uniti scese drasticamente durante questo periodo per poi rialzarsi e crollare nuovamente nel 1982 per

la presenza di un ulteriore scenario recessivo caratterizzato da un alto tasso di disoccupazione e tassi di interesse elevatissimi.

La politica restrittiva della FED infatti ha fatto lievitare sensibilmente i tassi di interesse e questo ha avuto un impatto catastrofico su tutta l'economia compreso il settore immobiliare: ad inizio anni '80 i prezzi delle case raggiunsero livelli insostenibili e la spesa dei consumatori così come gli investimenti delle imprese diminuirono drasticamente.

Nella figura 1.2 si nota come la situazione migliorò rapidamente nel 1983 grazie ad interventi specifici che portarono la diminuzione della disoccupazione e l'aumento del PIL: alla politica restrittiva promossa dalla FED fu affiancata una politica espansiva caratterizzata da un aumento della spesa governativa che contribuì alla crescita insieme alla contemporanea diminuzione delle imposte.

Un altro elemento chiave nella ripresa degli Stati Uniti fu l'abbassamento dei prezzi del petrolio dopo un periodo difficile dovuto allo shock petrolifero che colpì il mondo nel 1973 e ne fece alzare vertiginosamente il prezzo.

1.3 Anni '90: tra boom economico e crisi

Negli anni '90 l'economia americana ha vissuto un periodo di notevole sviluppo per via di importanti innovazioni tecnologiche, mutamenti nel mercato del lavoro ed espansioni economiche.

L'inizio del decennio tuttavia non fu dei migliori in quanto il 1990 e il 1991 furono caratterizzati da una fase recessiva causata principalmente da problemi nel settore immobiliare e dall'innalzamento dei tassi di interesse.

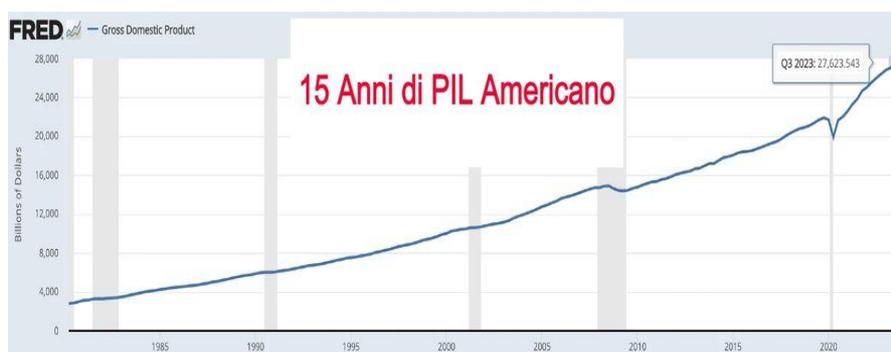
Come enunciato nel precedente paragrafo 1.2, durante gli anni '80 ci fu una forte crescita del settore immobiliare che fece schizzare alle stelle i prezzi delle case tanto che alla fine del decennio la domanda diminuì proprio a causa del costo delle abitazioni che era diventato inaccessibile per la maggioranza della popolazione. Numerose banche

iniziarono a subire delle perdite e si rese necessario l'intervento delle autorità con la FED che innalzò i tassi di interesse per combattere l'inflazione, rendendo tuttavia ancora più costoso prendere denaro in prestito. Questa breve recessione durata circa un anno ha causato un aumento del tasso di disoccupazione e una diminuzione del PIL. La situazione è andata via via migliorando a partire da metà 1991 tramite la riduzione dei tassi di interesse e grazie all'intervento dello Stato con politiche fiscali espansive.

Da questo momento in poi, per tutto il decennio, gli Stati Uniti registrarono un significativo aumento del PIL accompagnato dalla diminuzione del tasso di disoccupazione (sceso sotto al 4%) che ha permesso alle famiglie americane di migliorare le loro condizioni di vita e avere maggiori opportunità lavorative. Nonostante ci sia stato un aumento generale del reddito, parallelamente si registrò una crescente disparità nella sua distribuzione: alcuni hanno beneficiato dello sviluppo economico e tecnologico mentre altri hanno subito danni dovuti alla perdita del posto di lavoro.

Per quanto riguarda il mercato immobiliare, negli anni '90 ci fu un nuovo massiccio incremento dei prezzi delle case a causa del progresso che ha caratterizzato questi anni accompagnato dalla diminuzione dei tassi di interesse. Questa riduzione dei tassi ha senz'altro avuto importanti conseguenze positive portando un aumento della domanda di abitazioni che a sua volta ha portato ad un'espansione sia del valore delle proprietà che del settore delle costruzioni edili.

Figura 1.3: PIL americano dagli anni '80 ad oggi



Fonte: ExportUSA

Come mostrato in figura 1.3 dagli anni '80 ad oggi il PIL degli Stati Uniti è cresciuto costantemente. Le colonne grigie rappresentano le fasi recessive come quella del 1990-91 precedentemente citata e quella dei primi anni 2000. Quest'ultima, dovuta alla cosiddetta "Bolla delle Dot-com", si sviluppò a partire dal 1997: dalla fine degli anni '90 infatti si iniziò a formare una bolla speculativa dovuta alla crescente espansione di Internet e del numero di imprese quotate operanti in quel settore (chiamate appunto *Dot-com companies*).

L'euforia che si era diffusa portò gli investitori a credere che il valore delle Dot-com sarebbe salito ininterrottamente ignorando indicatori di fondamentale importanza come il grado di indebitamento o l'utile delle società. Mossi da questa ventata di ottimismo, verranno effettuati massicci acquisti di titoli che hanno inevitabilmente portato il loro prezzo a salire alle stelle nel giro di poco tempo. Questo è la conseguenza della cosiddetta "euforia speculativa" ovvero un contesto in cui gli individui agiscono guidati dalla massa e dalle azioni degli altri investitori.

Fu così che ad inizio 2000 avvenne lo scoppio della bolla e le persone iniziarono a vendere rapidamente le azioni precedentemente acquistate per evitare un ulteriore deprezzamento. L'indice di riferimento ovvero il *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (Nasdaq) perse oltre il 9% nel giro di tre giorni e nel corso del 2001 fallirono un gran numero di *Dot-com companies*.

Capitolo 2

GLI ATTORI DELLA CRISI

2.1 Mutui subprime

Alla base della crisi americana del 2008 vi fu un problema di credito “facile”: furono concessi mutui a soggetti *subprime* ovvero poco affidabili. Nel momento in cui i tassi sono aumentati, i mutui sono diventati inesigibili per l'impossibilità dei clienti di ripagare. Ma andiamo per gradi, cos'è un mutuo *subprime*?

Sono definiti *subprime* i mutui ed i prestiti concessi a soggetti ad elevato rischio. La terminologia fa riferimento alla qualità “non primaria” della clientela per via delle sue caratteristiche e per il rischio che bisogna sopportare: tali mutui hanno cioè una qualità minore dei debiti primari (*prime*) erogati a soggetti affidabili con garanzie forti. Per categorizzare un mutuo come *subprime*, gli Stati Uniti classificano i debitori su una scala con punteggio che va da 300 a 850, in cui tutti quelli che hanno un punteggio inferiore a 620 sono considerati debitori *subprime*. Tra i vari tipi di mutui protagonisti della crisi ce n'erano alcuni che inizialmente erano a tasso fisso, per poi diventare successivamente a tasso variabile portando così ad un sensibile incremento del tasso di interesse (in alcuni casi maggiorazioni vicine all'85%).

Da inizio 2000 fino al 2006, il prezzo delle abitazioni negli Stati Uniti è cresciuto in modo costante, portando alla nascita di una bolla immobiliare. Questa situazione si venne a creare anche grazie alle politiche espansive della FED che permisero ai tassi di interesse di rimanere su valori molto bassi. Tassi così bassi rappresentavano un incentivo a prendere soldi a prestito per le famiglie: iniziò così a crescere vertiginosamente la domanda di case, alimentandone di conseguenza i relativi prezzi.

La concessione di mutui inoltre risultava conveniente anche per le banche in quanto, in caso di insolvenza, avevano la possibilità di recuperare il denaro agendo sulle proprietà tramite il pignoramento o la rivendita.

Figura 2.1: Impennata dell'indice Case-Shiller



Fonte: Federal Reserve Bank of St.Louis

Come mostrato in figura 2.1, il valore delle abitazioni rimasto basso fino al 2000, inizia ad aumentare vertiginosamente fino allo scoppio della bolla.

All'inizio del 2004 la *Federal Reserve* iniziò ad alzare i tassi di interesse per via della crescita e della ripresa dell'economia americana. Questo incremento però rese progressivamente i mutui sempre più costosi, causando un notevole aumento delle insolvenze da parte delle famiglie che non erano più in grado di ripagare le rate. La domanda di abitazioni si ridusse provocando lo scoppio della bolla immobiliare con la conseguente diminuzione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti. A ciò si aggiunse la crisi di liquidità ovvero c'era difficoltà a vendere i titoli detenuti nel portafoglio (attivo) e collocare i propri (passivo) causando una corsa agli sportelli con la chiusura dei depositi e un ulteriore drenaggio di liquidità. Tutto ciò portò il 15 settembre 2008 al fallimento della Lehman Brothers, per via di 2 problemi di fondo:

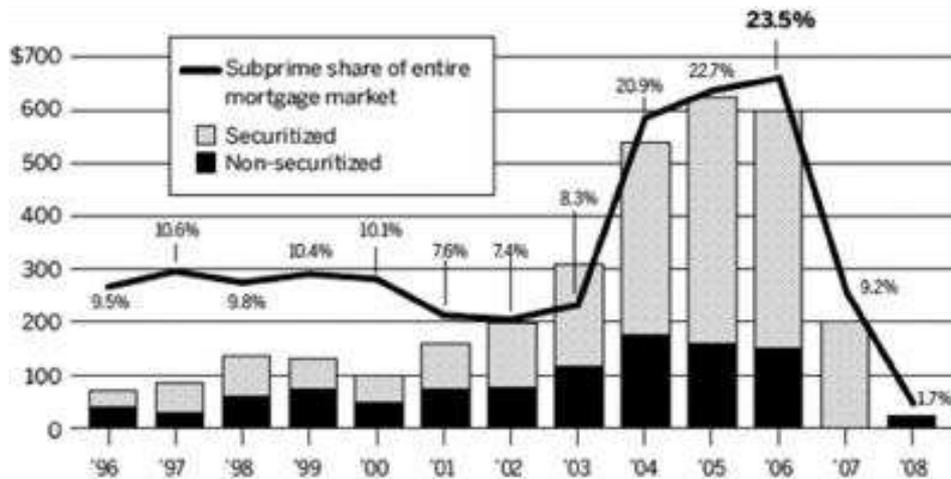
- controlli preventivi non adeguati, con la concessione del credito rilasciata troppo facilmente a soggetti senza garanzie e con un elevato rischio, ovvero i clienti *subprime*;
- intervento tardivo della Banca Centrale, con una risposta che arrivò solo mesi dopo al manifestarsi dei primi segnali di crisi.

Un'altra ragione della crisi fu l'azzardo morale insito nel concetto di "*too big to fail*", o in italiano "troppo grande per fallire". Tale termine si riferisce a istituzioni finanziarie talmente grandi e interconnesse, che il loro fallimento provocherebbe conseguenze gravi per l'intero sistema economico. Ciò significa che nei primi anni 2000, le grandi banche concedevano prestiti a un gran numero di clienti potenzialmente insolventi perché convinte che sarebbero state salvate dal Governo per evitare il loro fallimento ed enormi problemi su scala mondiale. Ed è proprio per questo che le istituzioni finanziarie, credendo che verranno in ogni caso salvate, sono maggiormente inclini ad intraprendere azioni pericolose, sapendo che in caso di problemi le perdite saranno poi coperte dai contribuenti.

Nel 2006, i mutui *subprime* negli Stati Uniti hanno raggiunto un volume di circa 600 miliardi di dollari, rappresentando così circa il 20% del mercato dei mutui del paese. Secondo il *Global Financial Stability Report* del Fondo Monetario Internazionale (FMI), tra febbraio e settembre del 2007, il settore dei mutui subprime ha registrato perdite stimate in 200 miliardi di dollari. Nel settembre del 2007, la *Mortgage Bankers' Association* (MBA), l'associazione statunitense delle banche operanti nel settore dei mutui, ha segnalato che la percentuale di mutui *subprime* in fase di pignoramento ha raggiunto lo 0,65%, il livello più alto mai registrato. Inoltre, sempre secondo l'MBA, in questo periodo 1 titolare di mutuo *subprime* su 7 risultava in ritardo con i pagamenti.

La figura 2.2 mostra l'impennata dei mutui concessi a soggetti con uno scarso merito creditizio a partire dal 2004 fino al 2006, anno in cui il numero di insolvenze cresce, fino a culminare con lo scoppio della bolla immobiliare.

Figura 2.2: Andamento dei mutui *subprime*



Fonte: Adam Tooze “Lo Schianto” (2018)

2.2 La cartolarizzazione dei mutui

Come anticipato nel paragrafo 2.1, negli anni precedenti alla crisi, i mutui *subprime* hanno visto una crescita esponenziale. Tra il 2004 e il 2006, il loro volume ha raggiunto il picco, rappresentando circa il 20% del totale dei mutui erogati negli Stati Uniti. Questa espansione è stata facilitata da diverse pratiche, come la cartolarizzazione dei mutui.

Per cartolarizzazione si intende il processo di trasformazione di attività illiquide (come i mutui) in titoli negoziabili, che ha permesso alle banche di vendere i mutui *subprime* a investitori in tutto il mondo.

Questo processo ha giocato un ruolo cruciale nella crisi finanziaria del 2008, contribuendo alla diffusione del rischio legato ai mutui *subprime* e amplificando l’impatto della crisi quando la bolla immobiliare è scoppiata: con la cartolarizzazione infatti non solo si è maggiormente diffuso il rischio legato a questi prestiti, ma lo si è reso anche molto più complesso da gestire e indentificare.

La cartolarizzazione permetteva alle banche di trasferire apparentemente agli investitori il rischio di insolvenza delle famiglie che chiedevano un mutuo, riducendo così la

motivazione delle banche a esaminare accuratamente la capacità di restituire i debiti dei loro clienti. Accadeva cioè che le istituzioni finanziarie in possesso di titoli altamente rischiosi, si tutelavano cartolarizzando questi titoli ovvero vendendoli a soggetti terzi chiamati “società veicolo²” e di recuperare istantaneamente buona parte del credito che altrimenti sarebbe stato riscosso solo al termine del mutuo. Dato l’elevato rischio, solitamente vi è connesso un rendimento molto alto rispetto alla media.

Figura 2.3: Sintesi del processo di cartolarizzazione³



Fonte: Alessandro Cascavilla, PhD

Uno dei principali strumenti utilizzati negli Stati Uniti per la cartolarizzazione dei mutui *subprime* è stato rappresentato dai *Residential Mortgage-Backed Securities* (RMBS).

Questi sono titoli garantiti da mutui ipotecari residenziali: essi trasformano un gruppo di mutui, concessi per l'acquisto di abitazioni, in strumenti finanziari che possono essere venduti agli investitori. Le agenzie di rating che valutano e giudicano gli strumenti finanziari hanno giocato un ruolo fondamentale nella crisi, spesso assegnando valutazioni

² Le società veicolo sono società che acquistano attività finanziarie da banche o altre istituzioni per poi emettere titoli negoziabili sul mercato.

³ Nella figura si parla di ABS ovvero *Asset backed securities*: questi sono strumenti finanziari simili alle obbligazioni, emessi durante operazioni di cartolarizzazione.

elevate (come AAA) ai titoli garantiti da mutui *subprime*, nonostante il rischio che vi era connesso. Questo ha portato molti investitori a credere che questi titoli fossero più sicuri di quanto fossero realmente ed è ciò che è accaduto anche nel caso degli RMBS. Le agenzie di rating infatti hanno assegnato loro spesso valutazioni molto alte come tripla A suggerendo agli investitori che i titoli erano sicuri e senza rischio... valutazioni che si sono ovviamente rivelate sbagliate e hanno portato all'espansione di un clima estremamente positivo nascondendo gli enormi rischi sottostanti.

L'evoluzione delle cartolarizzazioni ha portato le banche a modificare il loro modello di business, passando dall'approccio *originate and hold* (in cui la banca concede il mutuo e aspetta un determinato periodo di tempo per recuperare il denaro e gli interessi) all'approccio *originate and distribute* (in cui la banca concede il mutuo e lo trasferisce a terzi attraverso la cartolarizzazione, recuperando immediatamente la somma prestata). Grazie alla cartolarizzazione, le banche potevano così riottenere rapidamente il capitale prestato e reinvestirlo in nuovi mutui, spesso senza valutare attentamente l'affidabilità dei clienti. Questo processo ha permesso alle istituzioni finanziarie di aumentare notevolmente le loro attività rispetto al capitale proprio (il cosiddetto *leverage* o leva finanziaria⁴), generando profitti molto alti ma anche esponendosi al rischio di perdite significative.

In sintesi dunque, con la cartolarizzazione, chi concedeva il prestito non si esponeva al rischio di insolvenza della controparte. Precedentemente, con il vecchio sistema, i creditori verificavano con attenzione la solvibilità dei soggetti a cui prestavano denaro in quanto il denaro tornava delle disponibilità delle banche con cadenza mensile e si impiegavano molti anni prima di ripagare per intero il mutuo. Con il nuovo sistema

⁴ Con *leverage* o leva finanziaria si misura il grado di indebitamento di una società. Esso si ottiene sommando capitale proprio e capitale di terzi, in rapporto con il capitale proprio.

invece, i creditori vendevano i mutui alle banche di investimento⁵ che combinavano un gran numero di *subprime*, formando i cosiddetti *Collateral Debt Obligation*, cioè CDO. Le banche di investimento vendevano questi CDO agli azionisti, così quando i proprietari di un'abitazione pagavano il mutuo, i soldi venivano incassati da diversi azionisti sparsi in tutto il mondo.

Molti CDO ricevevano come rating AAA, il grado più alto possibile, alimentando una spirale di ottimismo e fiducia ingiustificati dati i reali rischi sottostanti.

Questo sistema era una bomba pronta ad esplodere: agli emittenti non interessava più se coloro che richiedevano il mutuo erano in grado di ripagarlo e di conseguenza iniziarono a concedere prestiti sempre più rischiosi. Discorso simile sia per le banche di investimento, poiché maggiori CDO vendevano, maggiori erano i loro profitti, sia per le agenzie di rating che non avevano alcuna preoccupazione in quanto nel caso di valutazioni false sui CDO, non correavano nessun rischio.

2.3 Le agenzie di rating

Le operazioni di cartolarizzazione analizzate in precedenza, davano origine a prodotti finanziari strutturati molto complessi, i quali venivano scambiati principalmente *over the counter* (OTC), ovvero al di fuori dei mercati regolamentati, senza prezzi di riferimento affidabili per effettuare una valutazione condivisa tra gli operatori di mercato.

In questo scenario di difficoltà di valutazione, il ruolo delle agenzie di rating è diventato via via sempre più importante, poiché fornivano un punto di riferimento comune per la valutazione di questi prodotti.

Tuttavia, i rating si basavano su modelli di valutazione delle agenzie che avevano dei limiti emersi chiaramente durante la crisi dei mutui *subprime*, quando è diventato

⁵ Le banche di investimento sono istituzioni finanziarie che offrono un'ampia gamma di servizi finanziari, principalmente rivolti a imprese, governi e altri enti. Si concentrano su attività legate agli investimenti come la sottoscrizione e l'emissione di titoli.

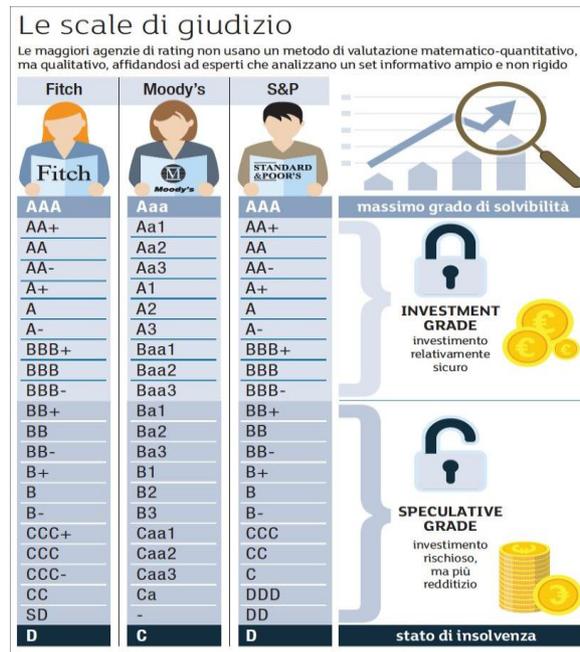
evidente che le agenzie avevano utilizzato modelli basati su ipotesi e scenari economici troppo ottimistici. Inoltre, è apparso chiaro che le agenzie avessero attribuito rating eccessivamente elevati e si fossero dimostrate lente nel rivedere i loro giudizi quando gli emittenti iniziavano a mostrare i primi segni di difficoltà.

Il rating è un giudizio espresso da un soggetto terzo (agenzia) sulla capacità di una società di restituire il capitale preso a prestito. Si va dunque a verificare la solvibilità dei debitori valutando il loro grado di rischio e assegnando dei giudizi (che verranno revisionati periodicamente) sulla capacità di rispettare gli impegni presi. Queste valutazioni incidono sui rendimenti delle obbligazioni, rappresentando dunque il costo da sopportare per coloro che prestano il denaro e aiutano gli investitori a monitorare i loro investimenti nel tempo: il *downgrade* di un emittente da parte di un'agenzia di rating rappresenta un campanello d'allarme per il mercato e per i singoli investitori, che da soli non sarebbero in grado di rilevare tali criticità.

Le più importanti agenzie americane che hanno il compito di assegnare questi giudizi sono *Standard&Poor's*, *Moody's* e *FitchRatings*.

La figura 2.4 evidenzia le diverse scale di giudizio adottate dalle differenti agenzie statunitensi. In ogni caso si adotta l'ordine alfabetico e la tripla A rappresenta il massimo valore assegnabile (AAA). Nel caso di *Standard&Poor's* e *FitchRatings* il valore minimo coincide con la D mentre per *Moody's* il minimo è rappresentato dalla lettera C. Solitamente, un rating che arriva fino alla tripla B (BBB) è considerato un *Investment grade*, vale a dire un investimento abbastanza sicuro. Scendendo più in basso si entra a far parte degli *Speculative grade* ovvero investimenti con un maggior grado di rischio, compensato con rendimenti sopra la media.

Figura 2.4: Le scale di giudizio



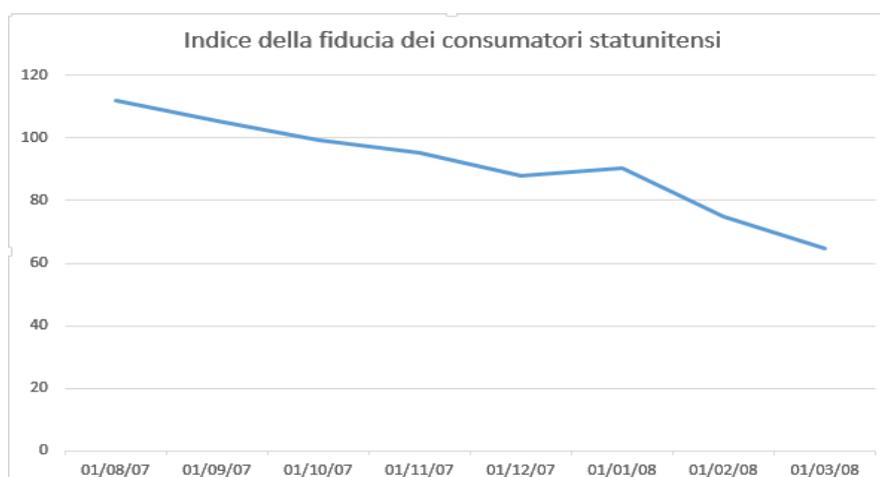
Fonte: BorsaItaliana

Le agenzie di rating hanno giocato un ruolo chiave nella crisi del 2008: da inizio anni 2000 infatti, il numero di mutui *subprime* concessi salì vertiginosamente e quando furono messi insieme migliaia di questi prestiti per creare CDO, molti di loro ricevettero come rating AAA ovvero erano considerati sicuri come titoli di stato. Così da inizio secolo, nel giro di pochi anni il numero di mutui richiesti quintuplicò e dato che con gli scarsi controlli chiunque poteva ottenerlo, si diede origine alla più grande bolla speculativa della storia. Nello specifico le agenzie furono colpevoli di aver assegnato rating farlocchi, spesso dovuti a conflitti di interessi: come già anticipato nel paragrafo 2.3, i CDO che erano chiamate a valutare erano emessi dalle banche di investimento.

Erano tuttavia le stesse banche di investimento a pagare le agenzie per assegnare il rating, creando così un incentivo ad assegnare valutazioni alte al fine di mantenere e attrarre clienti. Di conseguenza molti giudizi sono stati eccessivamente generosi e non riflettevano il rischio reale connesso ai prodotti finanziari considerati. Questo a sua volta ha creato un clima di ottimismo che ha spinto moltissimi investitori a comprare titoli *subprime* credendo che fossero sicuri.

Quando è diventato evidente che questi titoli erano molto più rischiosi di quanto dichiarato, si generò una crisi di fiducia (vedi figura 2.5). Questa crisi ha portato una stretta del credito e a una serie di fallimenti di banche e altre istituzioni finanziarie. Gli investitori, incapaci di fidarsi delle valutazioni dei titoli, hanno iniziato a vendere in massa, causando una caduta dei prezzi e aggravando ulteriormente la crisi.

Figura 2.5: Indice della fiducia dei consumatori statunitensi tra il 2007 e il 2008



Fonte: Job Seeker Italia

Alla fine del 2006 la Goldman Sachs⁶ aveva capito il problema nel mercato iniziando non solo a vendere CDO ma a scommettere anche contro di loro mentre continuava ad esporli ai clienti come investimenti di alta qualità.

Nel 2008 i pignoramenti delle abitazioni raddoppiarono e il sistema di cartolarizzazione crollò. Gli investitori non riuscirono più a vendere i loro prestiti alle banche d'investimento, causando una grossa perdita di valore dei prestiti stessi e innescando una serie di fallimenti. Il mercato dei CDO collassò, lasciando le banche d'investimento con centinaia di miliardi di dollari in prestiti, CDO e proprietà immobiliari invendibili.

⁶ La Goldman Sachs è una banca di investimento americana, una delle più grandi al mondo. Fu tra le prime a scommettere contro i CDO, prevedendo il collasso del mercato.

Il 12 settembre 2008 la Lehman Brothers esaurì i fondi, e l'intero settore bancario era in rapido declino. Fu organizzato un incontro con gli amministratori delegati delle principali banche nel tentativo di salvare Lehman, ma non fu raggiunto alcun accordo.

Il 15 settembre 2008, la Lehman Brothers fu costretta a dichiarare bancarotta ma riuscì tuttavia ad ottenere degli aiuti dal governo che gli permisero di pagare i suoi debiti. Nonostante gli oltre 700 milioni di dollari stanziati dall'allora presidente Bush, i mercati mondiali continuarono a crollare così come continuarono senza sosta licenziamenti e pignoramenti con la disoccupazione americana ed europea che aumentò fino al 10%.

Capitolo 3

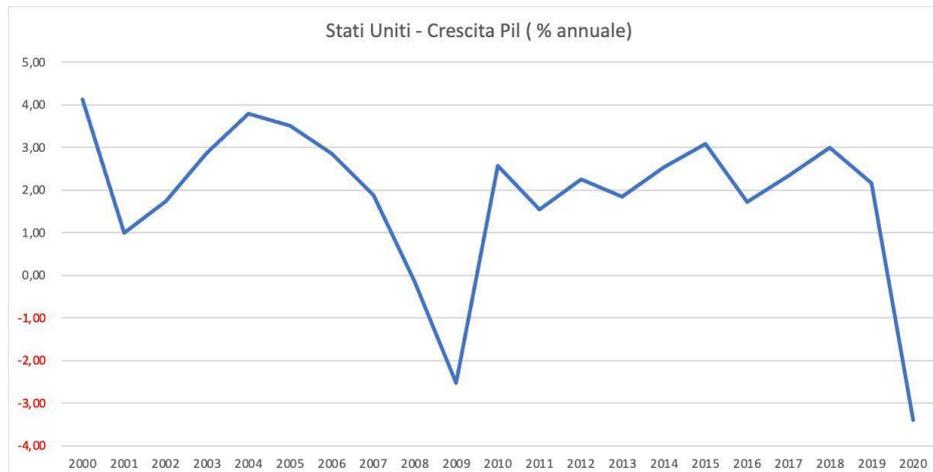
CONSEGUENZE E RISPOSTE ALLA CRISI

3.1 Ripercussioni sull'economia reale

Lo scoppio della bolla finanziaria e della successiva crisi, hanno causato una serie di importanti conseguenze negative non solo negli Stati Uniti ma anche nel resto del mondo. Nell'arco di poco tempo infatti, la crisi dei mutui *subprime* si trasferì all'economia reale americana ed europea comportando il crollo del reddito e dell'occupazione. Questo crollo fu dovuto anche alla restrizione del credito a famiglie e imprese, alla caduta del mercato azionario e all'abbassamento dei prezzi delle abitazioni. Tutto ciò ha portato ad una diminuzione dello standard di vita delle famiglie che si sono trovate costrette a rivedere e modificare i loro consumi e investimenti. Infine, per via delle forti connessioni tra Paesi, vi fu una riduzione del commercio mondiale.

Nei primi mesi del 2008, ci fu un brusco rallentamento delle principali economie mondiali accompagnato da un aumento rapido dell'inflazione. La seconda parte dell'anno fu caratterizzata da una grande recessione a cui si aggiunse poco dopo l'aggravarsi della crisi finanziaria. Questa situazione difficile è testimoniata dal calo drastico dei prezzi delle materie prime e del petrolio. L'evento emblema della crisi del 2008 è senz'altro il fallimento della Lehman Brothers, che sommato alla bolla causarono importanti ripercussioni su scala mondiale. Tutto ciò ha comportato in primis una sensibile diminuzione del PIL in diversi paesi: la produzione è infatti crollata in seguito alla restrizione della domanda e della spesa da parte delle famiglie e degli investimenti delle imprese. Come mostrato nella figura 3.1, negli Stati Uniti il PIL si è contratto del 4,3% tra il quarto trimestre del 2007 e il secondo trimestre del 2009, rappresentando la peggiore recessione dalla Grande Depressione. Nello specifico, negli ultimi 3 mesi del 2008 il PIL ha registrato una diminuzione del 3,8% e nell'intero 2008 c'è stato un aumento solo del 1,3% (aumento più basso dal 2001 quando si raggiunse un +0,8%).

Figura 3.1: Crollo del PIL americano



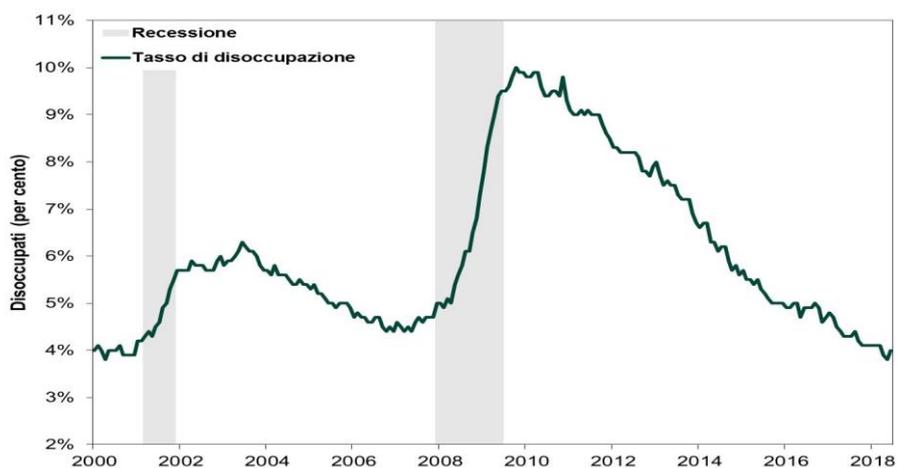
Fonte: Politecnico di Torino

Negli Stati Uniti la crisi ha portato allo sviluppo di un ambiente di grande incertezza economica scoraggiando gli investimenti delle aziende, le quali hanno ridotto o posticipato progetti di espansione e sviluppo, influenzando a loro volta negativamente la crescita economica a lungo termine (gli investimenti delle imprese si ridussero del 19%). Il settore immobiliare essendo al centro della crisi ha ovviamente subito importanti conseguenze negative: ci fu un calo drastico dei prezzi delle abitazioni e una diminuzione anche della costruzione di nuove abitazioni, testimoniato dal fatto che gli investimenti nelle abitazioni subirono una caduta circa del 23%. La situazione già drammatica peggiorò ulteriormente quando le famiglie, data la diminuzione del valore delle abitazioni, si iniziarono a trovare con mutui da ripagare dal valore superiore al valore delle abitazioni facendo scattare pignoramenti in tutto il Paese.

Un ulteriore dato importante che testimonia le forti ripercussioni che la crisi ha avuto sull'economia americana è dato dal livello di disoccupazione. Numerose imprese infatti in seguito alla diminuzione delle vendite e alle difficoltà che stavano vivendo, furono costrette a licenziare il personale e a bloccare contemporaneamente le nuove assunzioni, alimentando così le difficoltà occupazionali.

Il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti è salito dal 5% nel dicembre 2007 al 10% nell'ottobre 2009 (vedi figura 2.3), con milioni di persone che hanno perso il lavoro e di conseguenza hanno inevitabilmente visto il loro reddito ridursi. Questo ha ridotto il potere d'acquisto e ha limitato la spesa dei consumatori, innescando un circolo vizioso che ha ulteriormente indebolito l'economia. Molte famiglie hanno dovuto ridurre le spese per servizi come l'istruzione e la salute, riducendo notevolmente le loro aspettative di vita. Ma non solo, diminuì anche la spesa in beni durevoli come auto e arredamento che crollò a picco raggiungendo un -22%.

Figura 3.2: Andamento della disoccupazione negli Stati Uniti



Fonte: Borsa Italiana

Gli effetti disastrosi della crisi, come anticipato, non colpirono solamente gli Stati Uniti ma si diffusero in tutte le principali economie mondiali come la Germania, la cui produzione industriale fu una tra le più colpite con un calo del 3%.

Nel complesso il tasso di disoccupazione dell' Eurozona è aumentato drasticamente dopo la crisi passando dal 7,5% del 2008 al 10% del 2010, con alcuni paesi, come Spagna e Grecia, che hanno registrato tassi superiori al 20%.

Molti paesi europei hanno visto aumentare i loro deficit pubblici e livelli di debito, portando alla crisi del debito sovrano scoppiata nel 2010 che vide protagonista la Grecia.

Infine come accaduto negli Stati Uniti, anche in Europa il settore bancario europeo è stato gravemente colpito con numerose istituzioni finanziarie che hanno affrontato gravi difficoltà finanziarie. Questo ha portato a una stretta creditizia, rendendo più difficile per le imprese e le famiglie ottenere prestiti (protagonista in negativo fu l'Irlanda con le banche che subirono molte perdite per via dell'esposizione al settore immobiliare).

3.2 Reazioni di FED e BCE

In risposta alla crisi del 2008, la FED ha utilizzato misure eccezionali con l'obiettivo di stabilizzare i mercati e far riprendere l'economia. Il programma prevedeva il sostegno al sistema finanziario e ai grandi istituti di credito americani tramite dei programmi di acquisto titoli finalizzati a immettere liquidità nel mercato. Questo programma fu portato avanti tra il 2007 e il 2009 e prese il nome di *Troubled asset relief program* (TARP): inizialmente l'obiettivo era intervenire stanziando non più di 700 miliardi di dollari, mentre la cifra realmente spesa arrivò a toccare i 7700 miliardi. Questa liquidità fu immessa dalla *Federal Reserve* a tassi vicini allo zero per supportare le banche statunitensi ed europee e, nello specifico, sono stati emessi dei prestiti d'emergenza in modo da fornire liquidità alle banche in crisi garantendo la regolarità delle loro attività. Tra questi strumenti, il principale fu il *Term Auction Facility* (TAF) che ha permesso alle istituzioni finanziarie di accedere a finanziamenti a breve termine a condizioni favorevoli.

Anche le compagnie assicurative furono duramente colpite dalla crisi, in particolar modo American International Group (AIG), la più grande compagnia del Paese. Questa subì un'importante crisi di liquidità data sia dal crollo del mercato immobiliare che dalle valutazioni negative ricevute dalle agenzie di rating.

Nel settembre del 2008 la FED intervenne con una linea di credito da 85 miliardi di dollari in cambio dell'80% delle quote di AIG effettuando il più importante intervento di salvataggio di una compagnia privata della storia. Nel complesso le politiche portate avanti dalla *Federal Reserve* hanno causato un rapido abbassamento dei tassi d'interesse

fino ad arrivare quasi allo zero, in modo da stimolare la spesa dei consumatori e incoraggiare a prendere a prestito. Tra metà settembre 2007 e fine 2008 infatti i tassi sono passati dal 5,8% allo 0,25% per cercare di stimolare i mercati e far ripartire l'economia. Oltre a queste misure operative, la FED ha utilizzato anche la *forward guidance*⁷ dichiarando che i tassi sarebbero rimasti su livelli prossimi allo zero per un periodo prolungato, al fine di stimolare spesa e investimenti.

Come anticipato sono poi stati attuati degli strumenti non convenzionali come il programma di acquisto titoli che prende il nome di *quantitative easing* (QE): l'obiettivo era acquistare enormi quantità di titoli di Stato e altri strumenti finanziari per immettere liquidità nel sistema e attuare una politica espansiva. In totale sono stati acquistati titoli per 85 miliardi di dollari al mese da novembre 2008 e da marzo 2009 il QE fu avviato anche dalla *Bank of England* (BoE). Nel 2010 la spesa in titoli garantiti e titoli del Tesoro ammontava a 1,7 trilioni di dollari.

Come anticipato la crisi non toccò solo gli Stati Uniti, ma si diffuse anche in Europa richiedendo un intervento da parte della Banca Centrale Europea. In realtà, la BCE agì inizialmente con prudenza innalzando i tassi ufficiali a crisi già iniziata per paura dell'inflazione (il tasso di riferimento nel luglio 2008 era del 4,25%).

In seguito al fallimento della Lehman Brothers sono iniziate politiche di riduzione dei tassi per stimolare i prestiti facilitando l'accesso al credito e la spesa dei consumatori per incentivare la crescita economica (il tasso di riferimento ha raggiunto l'1% nel maggio 2009). Così come la FED anche la BCE ha utilizzato la *forward guidance*, comunicando agli operatori che avrebbe mantenuto i tassi ad un livello basso per un periodo prolungato di tempo. Questo oltre ad avere lo scopo di informare gli investitori sulle decisioni di politica monetaria, è utile anche per rassicurarli e renderli partecipi delle decisioni prese.

⁷ Si intende la comunicazione degli orientamenti di lungo periodo ovvero comunicare agli operatori ciò che fa la BCE, capire come si arriva ad una certa decisione di politica monetaria e gli obiettivi futuri. L'obiettivo è influenzare le aspettative degli operatori per renderle convergenti all'operato della BCE.

L'obiettivo primario è garantire più liquidità alle banche e per farlo sono stati varati anche all'interno dell'Eurozona programmi non convenzionali di acquisto dei titoli di Stato dei Paesi in difficoltà, in modo da immettere moneta nel sistema e sostenere la ripartenza dell'economia. Un altro strumento non convenzionale è rappresentato dalle aste *Fixed Rate Full Allotment* (FRFA). Queste sono aste a tasso fisso con piena aggiudicazione della liquidità ovvero la quantità offerta è decisa da coloro che domandano senza limiti né sulle richieste individuali né sull'ammontare complessivo: la quantità di liquidità bancaria messa in circolazione è determinata esclusivamente dalla domanda delle banche e dai collateral a loro disposizione. Un'ulteriore modifica apportata dalla BCE riguardò proprio i titoli portati a garanzia abbassando il rating minimo per essere accettati.

CONCLUSIONI

La crisi del 2008 ha rappresentato uno dei momenti più difficili della storia recente con conseguenze che si sono propagate su scala mondiale. Originatasi dal crollo del mercato immobiliare americano e dallo scoppio della contemporanea bolla speculativa, la crisi ha causato una recessione globale e il fallimento di numerose banche, prima tra tutte la Lehman Brothers. Quando accadono tali catastrofi, è necessario capire a fondo gli sbagli commessi e prendere le dovute misure di prevenzione per evitare che possano riaccadere. La crisi ha evidenziato infatti la necessità in primis di una maggiore regolamentazione sul lato della concessione dei prestiti e sulle modalità in cui vengono valutati, ma anche una miglior supervisione del settore finanziario per prevenire il ripetersi di tali disastri e intervenire repentinamente ai primi segnali di crisi.

Per quanto riguarda la grande recessione, il fulcro dei problemi del mercato americano sono stati i comportamenti delle agenzie di rating e il diffondersi dei mutui *subprime*. Anche la cartolarizzazione dei mutui, pratica molto diffusa nei primi anni 2000, ha contribuito allo scoppio della bolla con la diffusione di un clima di euforia e ottimismo ingiustificato dati gli enormi rischi che si celavano dietro ai prestiti emessi. Questo clima di positività è stato senz'altro alimentato dalle agenzie di rating che, come ampiamente trattato nell'elaborato, hanno assegnato giudizi elevati a titoli poco sicuri contribuendo a diffondere queste aspettative ottimistiche verso gli investitori.

In situazioni così recessive è senza dubbio necessaria una politica monetaria di tipo espansivo, volta ad aumentare la quantità di moneta in circolazione (ad esempio tramite l'acquisto di titoli) e abbassare i tassi di interesse per favorire la concessione del credito. Strumenti di politica espansiva che sono stati infatti utilizzati da FED all'interno di un programma di sostegno all'economia che non ha precedenti sia per gli strumenti convenzionali e non convenzionali utilizzati (quantitative easing, aste FRFA), sia per l'enorme quantità di denaro spesa per consentire il salvataggio di banche, la diminuzione della disoccupazione e per far tornare il PIL su livelli adeguati.

BIBLIOGRAFIA

Pietro Alessandrini (2021), *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, Il Mulino

Ben Bernanke (2014), *La Federal Reserve e la crisi finanziaria. Quattro lezioni*, Il Saggiatore

Adam Tooze (2018), *Lo schianto: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Mondadori

SITOGRAFIA

www.ale-conomista.it

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.orizzontipolitici.it

www.stlouisfed.org

<https://it.wikipedia.org>