



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**CRISI SUBPRIME: IL GRANDE CRASH FINANZIARIO DEL 2008**

**SUBPRIME CRISIS: THE GREAT FINANCIAL CRASH OF 2008**

Relatrice:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Marco Cappetta

Anno Accademico 2025/2026



## INDICE

|                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------|----|
| Introduzione.                                                            | 4  |
| Capitolo 1: Fattori determinanti della crisi.                            | 5  |
| 1.1 Il mercato immobiliare e la bolla speculativa.                       | 5  |
| 1.2 Mutui subprime: l'espansione del credito e il rischio di insolvenza. | 7  |
| 1.3 CDO, CDS e le agenzie di rating.                                     | 8  |
| Capitolo 2: Lo schianto: il crollo del sistema finanziario.              | 13 |
| 2.1 Lo scoppio della bolla e la crisi di liquidità.                      | 13 |
| 2.2 Il fallimento Lehman Brothers.                                       | 14 |
| Capitolo 3: La risposta della Federal Reserve.                           | 19 |
| 3.1 Le origini e compito della Federal Reserve.                          | 19 |
| 3.2 FED come prestatore di ultima istanza.                               | 21 |
| 3.3 Zero lower bound e quantitative easing.                              | 22 |
| Conclusioni.                                                             | 26 |
| Bibliografia.                                                            | 27 |
| Sitografia.                                                              | 28 |

## INTRODUZIONE

La crisi economica e finanziaria scoppiata nel 2008 negli Stati Uniti rappresenta uno dei momenti di svolta più drammatici della storia contemporanea. Iniziata nel mercato immobiliare americano, si è rapidamente estesa a livello globale, andando a stravolgere il mercato del lavoro, la stabilità dei governi e la vita dei cittadini.

Il problema centrale che questa tesi si propone di analizzare è l'intrinseca fragilità di un modello di crescita economica che, nei primi anni Duemila, si è basato sull'espansione del credito e sulla speculazione edilizia. Si discuterà come le scelte di politica monetaria, l'azzardo morale delle grandi banche d'affari e la compiacenza delle agenzie di rating, abbiano alimentato un sistema apparentemente solido ma destinato inevitabilmente ad implodere.

Questi temi sono oggetto di studio della seguente tesi, che viene articolata in tre capitoli. Nel primo capitolo vengono trattati i fattori determinanti che hanno portato alla nascita della crisi, esaminando il ruolo dei *Collateralized Debt Obligation* e delle agenzie di rating.

Nel secondo capitolo si illustra la fase dello schianto, cioè il momento dello scoppio vero e proprio della bolla finanziaria, approfondendo gli eventi e le conseguenze legati al celebre fallimento della banca d'affari Lehman Brothers.

Nel terzo ed ultimo capitolo l'attenzione si sposta sulla risposta della *Federal Reserve*. Dopo averne presentato brevemente le origini storiche e l'obiettivo principale, si analizza il suo operato nel ruolo di prestatore di ultima istanza, e le misure straordinarie adottate durante la crisi.

## Capitolo 1

# FATTORI DETERMINANTI DELLA CRISI

Il 15 settembre 2008, la Lehman Brothers, una delle banche d'affari più importanti d'America, fallisce, dando il via alla crisi finanziaria più grande che l'America (e il mondo intero) avesse affrontato dal dopoguerra.

### 1.1 Il mercato immobiliare e la bolla speculativa

Il mondo in cui viviamo oggi è indirettamente derivante da ciò che è successo nel 2008, sia sul piano politico che economico. Nel 2008, dopo aver avuto un iter aziendale lungo 164 anni (per la maggior parte illustre), una delle istituzioni più prestigiose di Wall Street è andata in bancarotta, e ha trascinato con sé tutta l'America prima, e il resto del mondo poi.

Per cercare di capirne le cause, bisogna tornare indietro di alcuni decenni. Nel 1944, gli accordi di Bretton Woods hanno come obiettivo il conferimento di una stabilità nelle relazioni internazionali, che negli anni precedenti erano state profondamente lacerate. Gli accordi sancirono, tra le altre cose, il *Gold Exchange Standard* (sistema a cambio aureo), cioè un rapporto di cambi fissi tra le varie valute, con il dollaro come ancora del sistema monetario globale. Esso, infatti, è un sistema monetario in cui la valuta di un Paese non è direttamente convertibile in oro, ma in una valuta straniera (la “divisa di riserva”).

Il 15 agosto 1971 il presidente Nixon annuncia la sospensione della convertibilità del dollaro in oro, e così per la prima volta dall'avvento della moneta, essa non è più legata ad un metallo prezioso, ma diventa moneta a corso forzoso, il cui valore è sostenuto esclusivamente dalla credibilità delle istituzioni che la emettono.

L'abbandono del *Gold Exchange Standard* fu il primo passo verso una progressiva deregolamentazione, che culmina nel 1999 con l'abrogazione del *Glass-Steagall Act*, una legge designata “per garantire un utilizzo più sicuro ed efficace delle attività delle banche, per regolamentare i controlli interbancari, per prevenire l'indebito dirottamento di fondi verso operazioni speculative e per altri scopi”<sup>1</sup>.

Tra i pilastri di questa legge c'era la separazione tra banche commerciali, che potevano concedere prestiti o accogliere depositi, ma non negoziare titoli, e banche d'investimento, che erano autorizzate a farlo. L'abrogazione di questa legge ha così permesso la nascita di enormi conglomerati finanziari capaci di operare sia nel settore dei prestiti che in quello dei titoli.

---

<sup>1</sup> <https://www.federalreservehistory.org/essays/glass-steagall-act>

In questo contesto di deregolamentazione e di scarsa vigilanza, nei primi anni Duemila le banche individuano un possibile settore in cui erogare del credito, ed incrementare sempre più i profitti, ignorandone i rischi: il mercato immobiliare. Ci sono altri fattori che hanno spinto il mercato immobiliare ad essere il principale motore della crescita economica del paese, come l'attentato dell'11 settembre 2001 e la quasi contemporanea crisi del *dot.com*<sup>2</sup>. Per evitare una recessione e per stimolare l'economia americana, la *Federal Reserve* (FED) attuò una politica monetaria fortemente espansiva, andando a tagliare i tassi di interesse dal 6,5% del 2000 fino al minimo storico dell'1% nel 2003, come visibile in Figura 1.1.

Figura 1.1) Tasso d'interesse imposto dalla FED



Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

Questa scelta ebbe la (prevedibile) conseguenza di inondare il mercato di liquidità, perché nel momento in cui i tassi di interesse si abbassano così drasticamente, i rendimenti di titoli di Stato e obbligazioni sono quasi nulli, quindi i risparmiatori ed investitori sono spinti a cercare delle alternative più redditizie. Le banche, che in questo periodo erano forti della deregolamentazione, orientarono gli investitori verso il mercato immobiliare, offrendo mutui ipotecari a dei tassi di interesse bassissimi, rendendo così il credito accessibile a gran parte dei cittadini. Questa facilità di accesso al credito ha provocato una rapida impennata della domanda di case, con un conseguente aumento dei prezzi.

In questo scenario, un ruolo importante è giocato dalla componente psicologica e comportamentale dei soggetti. Arrivati al punto in cui i prezzi delle case aumentano costantemente, si genera nell'opinione pubblica il "mito" secondo cui il valore degli immobili sia immune da flessioni e sia destinato ad una crescita continua; si iniziano così ad acquistare immobili a scopo speculativo, quindi per rivenderle in seguito ad un prezzo maggiore e trarne profitto. Questa "euforia irrazionale"<sup>3</sup>, come la

<sup>2</sup> <https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>

<sup>3</sup> Shiller Robert J., "Euforia irrazionale. Alti e bassi di borsa", 2009.

definisce il premio Nobel per l'economia Robert Shiller, non ha colpito solo i cittadini, ma anche le banche stesse, perché dal loro punto di vista, anche in presenza di un debitore insolvente, avrebbero potuto semplicemente pignorare l'immobile e rivenderlo a un prezzo più alto. Questa cecità di fronte al rischio, sia dalle banche che dai cittadini, sarà drasticamente smentita dagli eventi economici successivi.

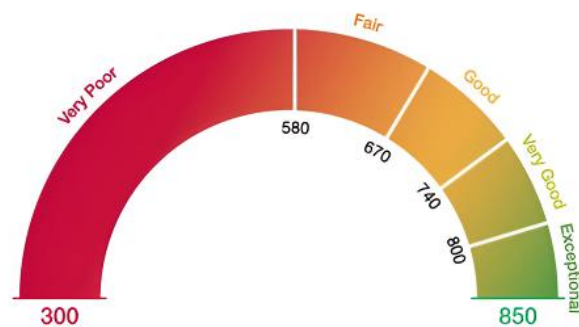
## 1.2 Mutui subprime: l'espansione del credito e il rischio di insolvenza

Fino ad allora, i mutui concessi dalle banche erano considerati *prime*, di prima scelta. Questo perché prima di concederli, venivano effettuati stringenti controlli riguardo la condizione economica e la solvibilità del mutuatario. Tra i fattori che vanno a determinare la credibilità creditizia di un individuo ci sono:

- un lavoro stabile e di conseguenza un reddito stabile;
- una buona storia creditizia, e quindi nessuna situazione di insolvenza pregressa;
- una garanzia, cioè un qualcosa o qualcuno che possa ripagare il debito se non si riesce più a sostenere il mutuo; nei mutui ipotecari, la garanzia è l'immobile stesso.

Questi ed altri requisiti stabiliranno un punteggio di credito (*credit score*), che va da un minimo di 300 ad un massimo di 850, come illustrato in Figura 1.2.

Figura 1.2) Punteggio di credito (*credit score*)



Fonte: <https://www.usbank.com/financialiq/manage-your-household/establish-credit/how-to-build-and-maintain-a-solid-credit-history-and-score.html>

Il credit score è fondamentale per le banche nella valutazione del soggetto. Più è alto, più il soggetto riuscirà a pagare le rate, più è basso, più il soggetto è inaffidabile e inadempiente. I mutui prime sono quindi concessi solo a individui con punteggi molto alti.

---

Nel clima di illusione di una crescita perpetua del mercato immobiliare che aveva offuscato la percezione del rischio delle banche e degli intermediari finanziari in generale, si continuavano ad emettere mutui, fino al punto che chiunque potesse permettersi una casa, ce l'aveva. Le banche allora, per evitare perdite e tenere alti i profitti, decidono di andare oltre i limiti della prudenza creditizia, offrendo i così detti mutui *subprime*, cioè dei mutui concessi al di sotto delle condizioni usuali. Se infatti per concedere un mutuo prime, era necessario un credit score di circa 620/850, i mutui subprime considerano idonei anche soggetti con un punteggio di 500/850. Adesso anche cittadini con stipendi medio-bassi e con una storia creditizia non ottimale, possono ottenere un mutuo ipotecario. Logicamente, il rischio di insolvenza è più alto, ma le banche per proteggersi inseriscono una clausola nei contratti, approfittando talvolta della poca istruzione dei soggetti: i mutui subprime non sono dei semplici mutui con un tasso di interesse fisso da pagare, ma sono degli *adjustable-rate mortgages*, dei mutui a tasso variabile. Per i primi anni, il tasso di interesse è fisso, molto basso, quasi prossimo allo zero, così che chiunque possa pagarlo; ma alla data prestabilita, scatta il tasso variabile, che si adegua al tasso di interesse di mercato e provoca un enorme aumento nella rata da pagare. Nella maggioranza dei casi, le nuove rate sono troppo alte, e i mutuatari non riescono a pagarle, hanno così due possibili scelte da prendere:

- rifinanziarsi, quindi accendere un nuovo mutuo in banca, per pagare quello precedente (e dare il via ad un ciclo di debiti e rifinanziamenti);
- smettere di pagare, andando così a subire il pignoramento dell'immobile, che fa da garanzia ai mutui.

Qualsiasi sia la decisione degli individui, l'unico e solo vincitore è la banca, che in entrambi i casi ci va a guadagnare.

Nonostante la situazione non prospetti un futuro roseo, le banche, forti della loro indipendenza e della mancanza di regolamentazione e controllo, decidono di abbassare ulteriormente ed estremamente gli standard di valutazione del credito. Nascono così i prestiti NINJA, *No Income, No Job or Asset*, che tradotto letteralmente vuol dire “nessun reddito, nessun lavoro o patrimonio”. Le banche avevano abbassato talmente tanto gli standard, che ormai non c'era alcun tipo di controllo dei mutuatari, questo vuol dire che venivano concessi mutui a chiunque, a prescindere dal suo reddito, dal suo lavoro e dai suoi mutui passati.

### **1.3 CDO, CDS e le agenzie di rating.**

A questo punto, le banche si ritrovavano con un'enorme quantità di debitori, e, di conseguenza, di crediti che non possono però essere riscossi subito, essendo legati a piani di ammortamento a lungo termine e di durata decennale. Per superare questo vincolo di illiquidità, gli istituti di credito decidono di raggruppare questi crediti in appositi pacchetti di titoli di credito; questo processo di raggruppamento e

conversione è chiamato cartolarizzazione. I titoli di credito più conosciuti sono i *Collateralized Debt Obligation* (CDO), obbligazioni di debito collateralizzato. I CDO sono dei pacchetti di mutui misti, al cui interno venivano inseriti e mescolati sia dei mutui prime che subprime, con i relativi rischi connessi.

La cartolarizzazione rende ancora più efficienti le banche, perché concedono i mutui, li raggruppano in CDO e li vendono sul mercato, ottenendo subito liquidità con cui possono concedere nuovi mutui e far ricominciare il ciclo. Si è passati così dall'approccio *originate and hold*, in cui la banca eroga il mutuo e attende la scadenza naturale del contratto per recuperare la somma con gli interessi, all'approccio *originate and distribute*, dove la banca si libera dal rischio di insolvenza trasferendolo a terzi e recupera subito il capitale da reinvestire.

La complessità del sistema ha subito un'ulteriore accelerazione con l'introduzione e massiccia diffusione dei *Credit Default Swap* (CDS). Nati nei mercati Over-the-Counter, ossia quei mercati non regolamentati in cui le transazioni avvengono direttamente tra le parti, i CDS vengono utilizzati formalmente come contratti derivati di assicurazione. Un acquirente si impegna a pagare un premio periodico ad un venditore, per tutelarsi dal potenziale fallimento di un determinato titolo o CDO. Poiché le grandi agenzie di assicurazione, prima fra tutte il colosso American International Group (AIG), non erano sottoposte ai rigidi vincoli di riserva patrimoniale (previsti invece per le assicurazioni tradizionali), essi hanno emesso coperture per centinaia di miliardi di dollari, incassando premi trimestrali immediati, ma senza detenere la liquidità per una eventuale insolvenza di massa.

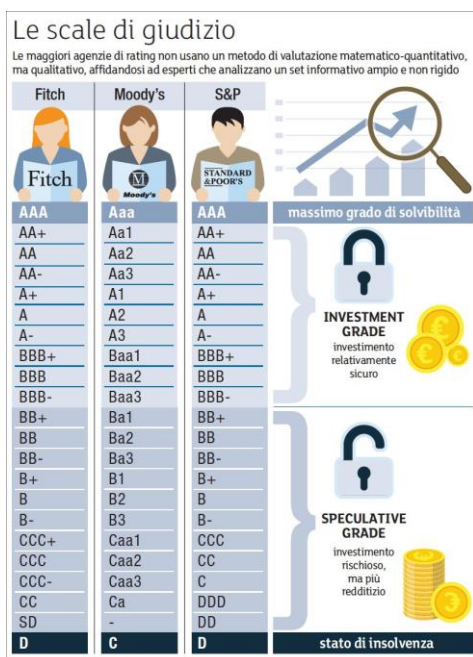
Prima di essere negoziati e distribuiti sul mercato globale, i CDO sono valutati dalle agenzie di rating, e cioè delle "agenzie indipendenti specializzate nella valutazione della solidità e della solvibilità di una società emittente titoli sul mercato finanziario"<sup>4</sup>. Le agenzie più importanti sono:

- Standard & Poor's;
- Moody's;
- Fitch.

Figura 1.3) Le scale di giudizio delle agenzie di rating

---

<sup>4</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/agenzia-di-rating.html>



Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>

Come si può vedere dalla Figura 1.3, un CDO valutato tripla A (AAA), che rappresenta il massimo grado di solvibilità e sicurezza patrimoniale, sarà un investimento dal rendimento contenuto ma rischio quasi nullo. Al contrario, man mano che si abbassa la valutazione (il *rating*) delle obbligazioni, tanto più saranno rischiose.

Nel caso specifico dei CDO, che ricordiamo essere dei raggruppamenti misti di mutui prime e subprime, la logica economica suggerisce che quelli con una maggioranza di mutui prime abbiano una valutazione migliore rispetto ad altri con maggioranza di subprime.

La realtà è ben diversa, quasi tutti i CDO ricevono la massima valutazione possibile, AAA, a prescindere dal loro contenuto. Se da una parte è vero che era diventato estremamente difficile riuscire a valutarli chiaramente, in quanto nel frattempo erano nati i cosiddetti “CDO al quadrato” (CDO che contenevano gruppi di CDO), il vero motivo di questa valutazione eccessivamente ottimista è essenzialmente uno: le agenzie di rating non operavano più in un sistema *investor-pays*, dove erano gli stessi investitori a pagare le agenzie per il servizio di valutazione, ma erano *issuer-pays*, erano cioè pagate dalle SPV (*Special Purpose Vehicles*), le società veicolo create appositamente per negoziare i CDO.

Questo meccanismo ha generato un palese e insolubile conflitto di interessi, perché se un'agenzia avesse voluto svolgere dei controlli rigorosi e poi assegnare una

valutazione non eccellente, la banca si sarebbe rivolta ad altre agenzie che avrebbero dato la valutazione massima. Per evitare quindi di perdere clienti e per paura della concorrenza, tutte le principali agenzie di rating assegnano la massima valutazione, andando così ad ingannare gli investitori che acquistano i CDO, i quali ovviamente non conoscono il contenuto dell'obbligazione, ma decidono se investire o meno in base alla valutazione, che però non è veritiera. In questa situazione iniziale di asimmetria informativa, tutti gli attori finanziari erano soddisfatti, le banche ottenevano liquidità velocemente, i broker incassavano commissioni e gli investitori riuscivano ad acquistare obbligazioni (apparentemente) sicure che garantivano un rendimento superiore ai titoli di Stato. Tuttavia, mentre le banche commerciali e il sistema interbancario tutti ignoravano deliberatamente i segnali della fragilità della realtà economica dell'America, la FED iniziò a notare qualcosa. Un primo importante segnale di inversione del ciclo economico si ha a partire dal giugno del 2004, periodo in cui la banca centrale americana decise di aumentare regolarmente il tasso di interesse, portandolo dall'1% del 2003 fino al 5,25% nel giugno del 2006. In concomitanza con il raggiungimento del picco dei tassi nel 2006 infatti, la percentuale di insolvenza sui mutui cresce in maniera esponenziale (Figura 1.4):

Figura 1.4) Percentuale di insolvenza sui mutui ipotecari



Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/series/DRSFRMACBS>



## Capitolo 2

# LO SCHIANTO: IL CROLLO DEL SISTEMA FINANZIARIO

### 2.1 Lo scoppio della bolla e la crisi di liquidità

L'inversione della politica monetaria attuata dalla FED ha agito come fattore scatenante dell'insolvenza di massa dei debitori subprime. Con l'azione restrittiva della banca centrale, i contratti legati ai mutui a tasso variabile sono andati incontro alla fine del loro periodo tradizionale. I tassi d'interesse erano inizialmente bloccati a livelli estremamente ridotti, detti "tassi civetta" (*teaser rates*), spesso 1% o 2%, per una durata limitata ai primi due o tre anni dall'accensione. Scaduto tale termine di garanzia, i contratti prevedevano l'indicizzazione automatica ai tassi di mercato. Di conseguenza, l'ascesa del tasso di riferimento della FED fino al 5,25% ha provocato un ricalcolo immediato delle condizioni contrattuali, traducendosi in incrementi quasi verticali delle rate mensili. Questo aumento improvviso ha superato di gran lunga le già limitate capacità economiche dei mutuatari subprime. Se da un lato l'onere del debito aumentava, dall'altro i redditi della popolazione rimanevano invariati, rendendo insostenibile il pagamento delle scadenze. Fino a quel momento, la stabilità del sistema non era stata legata alla capacità reddituale dei sottoscrittori, ma lo era alla possibilità di rifinanziamento. Finché i prezzi delle case salivano, il mutuatario insolvente poteva contrarre un nuovo prestito ipotecario, ma nel momento in cui l'innalzamento dei tassi ha spento la domanda di acquisto, questo meccanismo speculativo si è interrotto bruscamente. Sempre più americani si sono trovati nell'impossibilità di onorare le rate e hanno subito il pignoramento della casa, che è passata di proprietà alle banche o ai veicoli societari che detenevano i CDO.

A seguito di questi massivi pignoramenti, si è verificato un immediato eccesso di offerta di immobili sul mercato, che si è tradotto in una rapida diminuzione dei prezzi. Adesso però non c'è più nessuno disposto ad acquistare queste case, perché da un lato i cittadini erano privi di liquidità, dall'altro le banche commerciali avevano bloccato l'erogazione di nuovi finanziamenti, e le banche d'investimento non acquistavano più CDO. Il crollo dei prezzi ha generato il fenomeno del *negative equity*, cioè quella condizione in cui il valore di mercato dell'immobile risulta inferiore al saldo del debito ipotecario residuo contratto dal proprietario.

La bolla immobiliare è scoppiata definitivamente, quella surreale convinzione che aveva retto l'economia statunitense stava venendo meno, i prezzi delle case diminuivano: ha inizio la recessione. In Figura 2.1 si può notare come i prezzi delle case iniziano a diminuire.

Figura 2.1) Andamento dei prezzi delle case



Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPISA>

A questo punto, davanti all'evidenza empirica della svalutazione immobiliare, le agenzie di rating non possono restare indifferenti, e sono costrette ad avviare una massiccia e tardiva revisione dei giudizi assegnati fino ad ora, declassando in pochi mesi i CDO da tripla A a "titoli spazzatura" (*junk bonds*), rendendoli di fatto del tutto innegoziabili. Questo declassamento ha colpito al cuore i bilanci delle istituzioni finanziarie globali; poiché i mutui subprime erano stati divisi, mescolati e ricomposti all'interno delle cartolarizzazioni insieme a prestiti di diversa qualità creditizia, per gli analisti è diventato impossibile identificare con esattezza dove fossero localizzate le perdite reali. Nessun istituto era in grado di stabilire quali CDO fossero tossici e, soprattutto, quali banche concorrenti li detenessero nei propri portafogli.

Questa totale asimmetria informativa ha generato un blocco psicologico e operativo sul mercato interbancario (l'area in cui le grandi istituzioni finanziarie si scambiano liquidità su base giornaliera). Nel giro di poche settimane, il tasso interbancario è schizzato a livelli d'allarme, le banche commerciali e d'investimento hanno smesso completamente di prestarsi denaro a vicenda. Questo congelamento non era dovuto a una mancanza di banconote nel sistema finanziario, ma proprio al clima di sospetto e sfiducia generalizzata: ogni banca preferiva tenere liquidità nei propri conti piuttosto che prestarla sul mercato interbancario, con il timore che l'istituto controparte potesse nascondere perdite miliardarie legate ai subprime, e fallire possibilmente il mattino seguente.

## 2.2 Il fallimento Lehman Brothers

In un contesto di blocco totale dei mercati, la sopravvivenza dei grandi intermediari finanziari privati è diventata difficile, esponendo le banche a un rischio di default immediato. Molte istituzioni hanno evitato il fallimento solo grazie a tempestivi interventi di salvataggio orchestrati dalle autorità o tramite fusioni forzate, come accaduto nei mesi precedenti per Bear Stearns e per i giganti del credito ipotecario

Fannie Mae e Freddie Mac. Al contrario di queste realtà, la Lehman Brothers è stata lasciata cadere, diventando il caso esemplare del crollo del sistema

Lehman Brothers è una storica banca d'affari americana, fondata a metà del diciannovesimo secolo, nell'economia pre-industriale del profondo Sud, dove i fratelli Lehman iniziarono l'attività accettando il cotone grezzo come valuta di pagamento, dando vita ad un primitivo sistema di trading di materie prime, che portò alla nascita del New York Cotton Exchange. Nel corso del Novecento era riuscito a superare i più violenti shock economici della storia statunitense, dal crack di Wall Street del 1929 alle due guerre mondiali, fino a posizionarsi nei primi anni Duemila come la quarta banca d'affari degli Stati Uniti.

L'ascesa recente e la successiva rovina di Lehman Brothers sono indissolubilmente legati alla figura del suo amministratore delegato, Richard S. Fuld (Figura 2.2), soprannominato "il Gorilla" per lo stile di gestione decisamente aggressivo ed autoritario. Fuld aveva impostato la strategia aziendale su una elevatissima propensione al rischio, finalizzata alla massimizzazione del rendimento azionario nel breve termine, attraverso l'uso estremo della leva finanziaria, ossia quel meccanismo che permette di effettuare un investimento molto più grande rispetto ai soldi che si posseggono effettivamente, usando il denaro preso in prestito. Sfruttando questo meccanismo, la leva finanziaria di Lehman Brothers aveva superato il rapporto di 30 a 1, ovvero per ogni dollaro di capitale proprio, la banca ne prendeva 30 in prestito sul mercato.

Figura 2.2) Richard Severin Fuld, amministratore delegato Lehman Brothers



Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/art/crisi-subprime-richard-fuld-lehman-brothers-AEzPFGr>

Durante la fase espansiva della bolla immobiliare, Lehman Brothers non si era limitata solo a comprare e cartolarizzare mutui altrui, ma ha attuato un processo di integrazione verticale strategica, acquistando direttamente grandi intermediari finanziari specializzati in prestiti ad alto rischio. Questa scelta ha permesso alla

banca di registrare profitti da record durante l'espansione, ma allo stesso tempo l'ha esposta ad un rischio altrettanto grande, che di lì a poco ne avrebbe deciso il fallimento.

La situazione è precipitata in modo definitivo nel fine settimana del 13 e 14 settembre 2008. Constatata l'imminente bancarotta per mancanza di liquidità, tutti i rappresentanti ed amministratori delegati delle grandi banche sono stati convocati presso la FED, per trovare una soluzione di mercato prima dell'apertura delle borse del lunedì mattina. In questa sede, la Lehman Brothers venne abbandonata dai vertici di *Bank of America* e in seguito anche da *Barclays* (colosso bancario britannico). Rimasta priva di acquirenti, la Lehman Brothers si è ritrovata senza vie d'uscita.

Lunedì 15 settembre, alle ore 01:45 del mattino, Lehman Brothers deposita formale istanza di ammissione alla procedura fallimentare, prevista dal *Chapter 11* presso il tribunale fallimentare di New York, dichiarando debiti per 613 miliardi di dollari. È questo il più grande fallimento societario della storia globale, un evento che ha rappresentato il punto di non ritorno della crisi. L'impatto sui mercati finanziari è immediato e devastante: il giorno stesso del fallimento, l'indice *Dow Jones*<sup>5</sup> della Borsa di New York ha registrato una perdita di 504 punti, segnando il peggior crollo giornaliero dagli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001. Le testate giornalistiche internazionali documentano il panico in tempo reale, in Figura 2.3 vediamo la prima pagina del *The Wall Street Journal*; questo panico si è propagato istantaneamente all'economia reale, traducendosi nel licenziamento immediato e nella perdita del posto di lavoro per i 26.000 dipendenti della banca in tutto il mondo.

Figura 2.3) *The Wall Street Journal*, 14 Settembre 2008.

---

<sup>5</sup> <https://www.bper.it/magazine/glossario/dow-jones>



Fonte: The Wall Street Journal

Un elemento cruciale che ha trasformato il collasso di Lehman Brothers in una catastrofe è stato l'impatto che ha avuto sul mercato dei CDS. Nel corso degli anni, fondi e istituzioni avevano acquistato coperture CDS per centinaia di miliardi di dollari, e nel momento in cui la banca ha dichiarato fallimento, l'evento di credito si è verificato, rendendo tali polizze immediatamente esigibili da parte dei sottoscrittori. Il peso di questi rimborsi miliardari si è istantaneamente abbattuto sulle società emittenti, compreso AIG, il più grande conglomerato assicurativo del pianeta. AIG, avendo incassato per anni i premi dei CDS senza accantonare adeguate riserve patrimoniali, si è ritrovata nell'impossibilità materiale di liquidare i risarcimenti dovuti.

Le vendite dettate dal panico sono proseguite senza sosta per mesi, su scala globale: l'indice Dow Jones ha continuato a scendere fino a toccare, nel marzo del 2009, un crollo complessivo superiore al 52% rispetto ai massimi storici dell'ottobre precedente. Il default della Lehman Brothers non ha costituito un semplice episodio di insolvenza aziendale di un singolo operatore privato, ma è stato l'evento strutturale che ha scardinato le fondamenta psicologiche del capitalismo finanziario globale, andando a distruggere completamente i concetti di valutazione del rischio. La consapevolezza che lo Stato avesse permesso il fallimento della quarta banca d'affari del paese ha dimostrato che nessun istituto, indipendentemente dalla sua storia o dimensioni, poteva più considerarsi al sicuro dal default. Questo ha azzerato completamente la liquidità sui mercati internazionali, congelando i mercati di finanziamento commerciali e ponendo le premesse per un collasso strutturale dell'economia di mercato globale. In questa situazione di assoluta emergenza c'è bisogno di una risposta istituzionale senza precedenti, per evitare il naufragio

dell'economia globale. In Figura 2.4 un'iconica immagine di dipendenti che rimuovono la targa di Lehman Brothers.

Figura 2.4) Dipendenti abbandonano la Lehman Brothers



Fonte: <https://www.wallstreetitalia.com/lehman-brothers-15-anni-dopo-il-fallimento-cose-successo-e-se-puo-riaccadere/>

## Capitolo 3

### LA RISPOSTA DELLA FEDERAL RESERVE

#### 3.1) Le origini e compito della Federal Reserve

Prima di spiegare le misure straordinarie adottate dalla FED nell'autunno del 2008, e per comprenderne appieno la portata, è necessario compiere una breve analisi introspettiva sulla sua evoluzione storica, e sul motivo per cui è nata. Come evidenziato da Ben Bernanke (presidente della FED dal 2006 al 2014, figura 3.1) nelle sue lezioni raccolte nel saggio “La Federal Reserve e la crisi finanziaria” (2014), una banca centrale non nasce semplicemente per gestire l'inflazione, ma nasce per adempiere a due funzioni primarie:

- Il mantenimento della stabilità economica
- La promozione e salvaguardia della stabilità finanziaria

Figura 3.1) Ben Bernanke, presidente FED 2006-2014.



Fonte: The New York Times

Prima della nascita della FED, nel 1913, gli Stati Uniti d'America erano privi di una banca centrale, e il risultato di questa assenza istituzionale fu un lungo periodo di instabilità finanziaria, divenuto poi noto come l'era della *free banking*. In un sistema bancario frammentato, senza un'autorità centrale, le singole banche commerciali emettevano autonomamente le proprie banconote, garantite parzialmente da riserve auree o da titoli di Stato. Questo sistema soffriva di una

vulnerabilità intrinseca, ossia l'asimmetria informativa; nel momento in cui nell'opinione pubblica si diffondeva il sospetto (fondato o meno) che una certa banca fosse insolvente e inaffidabile, i depositanti si precipitano agli sportelli per ritirare i propri depositi (la cosiddetta corsa agli sportelli). Ma le banche non hanno mai una quantità di riserve liquide pari all'ammontare dei debiti, perché impiegano i depositi a breve termine in prestiti a lungo termine, e non saranno mai in grado di soddisfare una richiesta di liquidità così improvvisa ed elevata. A questo punto inizia a diffondersi il panico finanziario tra il pubblico, e anche depositari di altre banche corrono agli sportelli, in via precauzionale. È quello che successe durante il XIX e inizio XX secolo, dove gli Stati Uniti furono devastati dal panico finanziario. Questo susseguirsi di eventi, portò il 23 dicembre 1913, alla firma della Federal Reserve Act, che concepiva un sistema bancario composto da un organo di governo centrale, il *Board of Governors* (Consiglio dei Governatori), e da una rete di dodici banche distrettuali della Federal Reserve dislocate sul territorio nazionale.

In questo contesto si riprende il concetto di di prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*), teorizzato circa quaranta anni prima da Walter Bagehot. Secondo questa dottrina, durante una situazione di panico finanziario, la banca centrale deve seguire tre precetti fondamentali per poter ripristinare la fiducia della popolazione nel sistema bancario:

- Prestare liberamente e senza restrizioni di quantità;
- Prestare solo a istituzioni che siano solvibili, cioè che abbiano un patrimonio netto positivo;
- Prestare a tassi di interesse penalizzanti, per evitare il rischio morale, e a fronte di collaterale valido, valutato in base alle normali condizioni di mercato.

Bernanke riprende questo pilastro concettuale, sottolineando che fornendo liquidità tempestiva a fronte di garanzie solide, la banca centrale arresta l'effetto domino delle vendite forzate, e riesce a guadagnare tempo per far scadere le attività illiquide, andando così a disinnescare la paura (spesso irrazionale) dei mercati.

La storia della FED non è fatta esclusivamente di successi, anzi la prima situazione di crisi in cui dovette intervenire fu un fallimento. Parliamo della crisi degli anni Trenta, dove a fronte del crollo di Wall Street e all'ondata di fallimenti bancari che ne conseguì, la FED non esercitò il ruolo di prestatore di ultima istanza, ma adottò una linea molto passiva, perché si credeva che il mercato si sarebbe corretto da solo, e quindi un'iniezione di liquidità avrebbe solo peggiorato la situazione.

Nei decenni successivi, la FED si concentrò principalmente sulla manipolazione del tasso sui fondi federali, ossia il tasso di interesse a breve termine al quale le banche commerciali si prestano liquidità durante la notte (prestiti overnight). Dopo

aver sconfitto la grande inflazione degli anni Settanta grazie ad una forte stretta monetaria, la Federal Reserve è entrata a partire da metà anni Ottanta in un ventennio di eccezionale stabilità macroeconomica.

Questo periodo di grande equilibrio ha indotto a credere che la banca centrale potesse tenere sotto controllo tutto il ciclo economico, semplicemente alzando o abbassando i tassi di interesse. Purtroppo, come la crisi del 2008 avrebbe dimostrato qualche anno dopo, questa apparente stabilità sarebbe presto stata sostituita da squilibri finanziari enormi, che metteranno in seria difficoltà l'economia prima nazionale e poi mondiale, e costringeranno la FED a recuperare la sua funzione originaria e ormai quasi dimenticata: quella di prestatore di ultima istanza.

### **3.2 FED come prestatore di ultima istanza**

Quando nell'agosto del 2007 i mercati globali hanno registrato i primi segnali di congelamento di liquidità (a causa del deterioramento dei titoli legati ai mutui subprime), la FED ha dovuto affrontare un tipo di crisi completamente nuovo. Non si trattava infatti della classica "corsa agli sportelli" dei piccoli depositanti, ma di una imponente corsa agli sportelli di tipo istituzionale che stava rapidamente svuotando le riserve del sistema bancario. Per rispondere a questa minaccia, la FED ha attuato una strategia articolata sostanzialmente su due fronti:

- 1) La gestione convenzionale della politica monetaria, attraverso i tassi di interesse;
- 2) La creazione di una complessa rete di canali di finanziamento straordinari, di una portata mai vista prima.

Nella primissima fase della crisi, la FED ha applicato i tradizionali strumenti di politica monetaria, e quindi ha avviato un progressivo piano di riduzione del tasso di interesse di riferimento, portandolo progressivamente dal 5,25% fino in prossimità dello zero, alla fine del 2008.

Contemporaneamente, ha ridotto il tasso applicato allo sportello di sconto, cioè il canale dove convenzionalmente la FED concede prestiti a breve termine alle banche commerciali che hanno urgentemente bisogno di liquidità. Quest'ultimo tipo di intervento si è rivelato inefficiente, a causa di fattori psicologici e sociali: come lo stesso Bernanke affermerà in seguito, una banca che ricorre allo sportello di sconto viene vista come una banca debole, sull'orlo del fallimento e quindi dell'insolvenza. Di conseguenza, banche e investitori cesserebbero i crediti nei suoi confronti, andando ad accelerarne il fallimento. Per aggirare questo blocco, nel dicembre del 2007 inventa la *Term Auction Facility* (TAF), cioè delle aste periodiche di liquidità a scadenze più lunghe. La caratteristica più importante è che

queste aste sono anonime, andando così a neutralizzare lo stigma e a permettere a miliardi di dollari di iniziare a fluire nel sistema americano.

Nonostante l'introduzione della TAF, la crisi non accenna a fermarsi, e nel marzo del 2008 finisce nel mirino degli speculatori Bear Stearns, la quinta banca d'affari di Wall Street. Bear Stearns non raccoglie depositi dai cittadini, ma si finanzia quotidianamente. Nel giro di pochissimi giorni, le controparti rifiutano di rinnovare i contratti, e anzi richiedono indietro il contante, lasciando la banca ad un passo dalla bancarotta. Lasciar fallire la quinta banca d'America andrebbe ad alimentare ancora di più la crisi, ma per statuto, la FED può prestare denaro solo alle banche sotto la sua vigilanza, e Bear Stearns non lo era. A salvarla dal fallimento però ci penserà il colosso bancario JPMorgan Chase, sotto garanzie della FED.

Durante l'estate del 2008, la "tregua" garantita dal salvataggio di Bear Stearns si esaurisce, e i riflettori del mercato si spostano su Lehman Brother, la quarta banca d'affari del Paese. Come già affrontato nel capitolo 2, sotto la guida aggressiva di Richard Fuld l'istituto ha accumulato una leva finanziaria insostenibile, zavorrata da investimenti immobiliari che continuano a svalutarsi di giorno in giorno, a causa del crollo dei prezzi delle case. A questo punto la FED prende una decisione che avrà conseguenze storiche: decide di non salvarla dal fallimento, sia per le pressioni da parte dell'opinione pubblica per l'utilizzo dei soldi dei contribuenti, ma anche per non creare un precedente e quindi permettere ad altre banche di agire sconsideratamente nella speranza di un salvataggio.

Sappiamo bene che le conseguenze furono immediate e catastrofiche e anche per questo la FED, il giorno successivo al fallimento, il 16 settembre, cambia idea e interviene per salvare l'American International Group (AIG). AIG è un colosso assicurativo, è l'ente più importante del settore, e un suo crollo significherebbe condannare a morte certa l'economia americana: l'intero sistema bancario mondiale si ritroverebbe privo di coperture assicurative, subendo perdite che farebbero fallire ogni istituto, in Europa e America, nel giro di poche ore. AIG è quindi considerata *Too Big to Fail*, troppo grande per fallire, e la FED decide di intervenire con un finanziamento mai visto prima: concede un prestito d'emergenza iniziale di 85 miliardi di dollari, che nei mesi successivi si è ampliato tramite diversi programmi di supporto, arrivando ad un valore totale di circa 182 miliardi di dollari, e un'acquisizione di quasi l'80% della società, andando di fatto a nazionalizzarla.

### **3.3 Zero lower bound e quantitative easing.**

Nonostante l'enorme immissione di liquidità nel sistema bancario, l'economia reale subisce un violento danno: le aziende non ottengono crediti per pagare gli stipendi,

i consumi crollano, e come si può vedere in Figura 3.2, la disoccupazione aumenta a ritmi quasi verticali.

Figura 3.2) Tasso di disoccupazione in America



Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>

Per stimolare l'economia, la FED ricorre al suo più potente strumento convenzionale, cioè il controllo del tasso di interesse: taglia ripetutamente e aggressivamente il tasso d'interesse di riferimento, arrivando al punto che, nel dicembre del 2008, il tasso è ridotto ad un intervallo tra lo 0% e lo 0,25%. È in questo momento che la FED si scontra con lo *Zero Lower Bound* (ZLB), un muro invisibile che si incontra quando i tassi raggiungono lo 0%. Quando i tassi di interesse raggiungono lo zero, non possono essere tagliati ulteriormente perché non si può giungere a dei tassi negativi, ne risulta che la politica monetaria tradizionale diventa completamente impotente, la FED non può abbassare ulteriormente i tassi, ma c'è ancora bisogno del suo intervento.

Si inaugura così l'era della politica monetaria non convenzionale; se non è più possibile manovrare il costo del denaro a breve termine (tramite i tassi di interesse), allora bisogna manipolare direttamente tassi e quantità a lungo termine. Nasce così il *Quantitative Easing* (QE), formalmente chiamato dalla FED *Large-Scale Asset Purchases* (LSAP). Nel tardo autunno del 2008 viene lanciato il primo round di QE, non si presta più denaro alle banche nella speranza che queste lo immettano nell'economia, ma la FED agisce come acquirente diretto sul mercato, quindi stampa nuova moneta per acquistare enormi quantità di due tipi di attività finanziarie:

- 1) Mortgage-Backed Security (MBS), ossia i titoli garantiti da mutui ipotecari: la FED acquista circa 1.250 miliardi di questi titoli immobiliari diventati ormai tossici, con il preciso scopo di ripulire i bilanci delle banche e soprattutto di far abbassare i tassi dei mutui per i cittadini.

- 2) Titoli di Stato a lungo termine, acquista infatti circa 300 miliardi di dollari di titoli a scadenza decennale o trentennale. Acquistandone così tanti, ne riduce la quantità, ne fa quindi salire il prezzo e ne abbate il rendimento.

L'obiettivo del QE è duplice: da un lato, schiacciando verso il basso i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, la FED costringe banche ed investitori privati a spostare i propri capitali verso investimenti più produttivi, come i prestiti alle imprese e alle famiglie. Dall'altro, riduce il costo dei mutui e dei finanziamenti a lungo termine per l'intera economia.

Questa mossa d'emergenza modifica per sempre la natura della banca centrale: nel giro di pochi mesi, il bilancio della FED passa dagli 850 miliardi di dollari del 2007 a oltre 2.200 miliardi alla fine del 2008. Sotto il profilo dell'efficacia macroeconomica, la strategia d'emergenza messa in atto da Ben Bernanke ha raggiunto l'obiettivo per cui era stata concepita, ossia evitare che il panico finanziario innescato da Lehman Brothers degenerasse in un collasso totale delle istituzioni di credito. Sebbene l'impatto sull'economia sia stato violento e prolungato nel tempo, il quantitative easing ha progressivamente creato le condizioni finanziarie per una lenta ma costante ripresa occupazionale e produttiva negli anni successivi.

Tuttavia, l'operato della FED non è rimasto immune da severe critiche da parte della dottrina economica e dell'opinione pubblica, dando il via ad un dibattito teorico tuttora aperto. La prima e più rilevante controversia riguarda il problema del *moral hazard* (azzardo morale), perché intervenendo tempestivamente per salvare le istituzioni private come Bear Stearns o colossi assicurativi come AIG, la FED ha implicitamente formalizzato la dottrina del Too Big to Fail. Il rischio di questo approccio è che gli intermediari finanziari di grandi dimensioni potrebbero essere indotti ad assumere rischi sistemici eccessivi in periodi di espansione economica, forti della certezza che, in caso di insolvenza, l'autorità monetaria (la FED) interverrà come prestatore di ultima istanza.

Una seconda linea critica si concentra sugli effetti collaterali di lungo termine di una politica monetaria non convenzionale. Molti economisti sostenevano che una immissione così massiccia di base monetaria avrebbe inevitabilmente generato spinte inflazionistiche fuori controllo.

In conclusione, se la gestione convenzionale e non convenzionale della crisi ha dimostrato l'incredibile flessibilità istituzionale della FED di fronte a minacce esistenziali, il risultato finale di questo biennio drammatico è una vera e propria trasformazione del sistema economico mondiale, che da quel momento è diventato dipendente dagli interventi straordinari delle banche centrali. Le misure di emergenza adottate si sono nel tempo stabilizzate, diventando strumenti normali

della politica monetaria (come avvenuto negli ultimi anni durante la pandemia di COVID-19). Questo percorso ha cambiato per sempre la natura della FED: l'istituto non è più un semplice arbitro che regola la liquidità a breve termine per le banche commerciali, ma è diventato il motore ed il punto di riferimento di tutto il sistema economico moderno.

## CONCLUSIONI

Lo studio condotto in questa tesi ha permesso di ricostruire la crisi finanziaria del 2008 come il risultato inevitabile di profonde distorsioni strutturali all'interno del sistema economico e monetario globale.

I dati e la letteratura economica analizzati confermano che la radice del problema risiede nella trasformazione del mercato immobiliare statunitense in uno strumento prevalentemente speculativo. Attraverso strumenti come i CDO e i CDS, il rischio non è stato effettivamente diversificato, ma piuttosto redistribuito e ampliato all'interno del sistema finanziario. Questo meccanismo è stato ulteriormente accentuato dal palese conflitto di interessi delle agenzie di rating, che hanno sistematicamente attribuito giudizi elevati a titoli in realtà altamente rischiosi. Lo scoppio della bolla ha dimostrato la rapidità con cui una crisi di liquidità possa trasformarsi in una crisi di solvibilità. In questo scenario, la FED ha dovuto estendere al massimo le sue funzioni di prestatore di ultima istanza.

In conclusione, la crisi del 2008 ha dimostrato come le speculazioni e l'avidità di una ristretta élite finanziaria finiscano drammaticamente per gravare sulla vita della gente comune. Per anni, il totale distacco della finanza dall'economia reale ha alimentato una corsa ai profitti facili, scaricando poi il costo del collasso sui cittadini sotto forma di recessione e disoccupazione. Fino a quando le autorità pubbliche non imporranno alle grandi istituzioni finanziarie la piena responsabilità dei propri rischi, l'economia mondiale rimarrà vulnerabile alle dinamiche di una speculazione fine a sé stessa.

## **BIBLIOGRAFIA**

Alessandrini Pietro, “Economia e politica della moneta”, il Mulino, 2021.

Bagehot Walter, “Lombard Street (Il mercato monetario inglese)”, CRT, 1997.

Bernanke Ben S., “La Federal Reserve e la crisi finanziaria”, ilSaggiatore, 2014

Chapman Peter, “Storia della Lehman Brothers. 1844-2008”, 21 Editore, 2020.

Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), “The Financial Crisis Inquiry Report”, 2011.

Krugman Paul, “Fuori da questa crisi, adesso!”, Garzanti, 2022.

Krugman Paul, “Il ritorno dell’economia della depressione e la crisi del 2008”, Garzanti, 2009.

Shiller Robert J., “Euforia irrazionale. Alti e bassi di borsa”, il Mulino, 2009.

Tooze Adam, “Lo Schianto: 2008-2018, come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo”, Mondadori, 2022.

## SITOGRAFIA

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

[www.ft.com](http://www.ft.com)

[www.spglobal.com](http://www.spglobal.com)

[www.stlouisfed.org](http://www.stlouisfed.org)

[www.treasury.gov](http://www.treasury.gov)

[www.wsj.com](http://www.wsj.com)

### *Ringraziamenti*

*A mia madre e mio padre, per il loro costante supporto e per tutti i sacrifici che hanno fatto e fanno per me. Vi voglio bene.*

*A mio fratello Vincenzo, che anche se lontano è riuscito quotidianamente a regalarmi momenti di svago e spensieratezza.*

*A Nonno Enzo, che con la sua conoscenza e i suoi racconti è da sempre una fonte di ispirazione, e a Nonna Kiki, per la sua dolcezza e il suo amore incondizionato.*

*A Zia Lucia e Umberto, i “vicini”, per avermi accompagnato durante questo percorso.*

*A Flavia, il mio orgoglio e la mia ancora, per avermi supportato ed essermi stata vicina anche nei momenti più difficili, per avermi spronato a fare sempre meglio e a non arrendermi.*