



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE**  
**FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**L'INSTABILITÀ DEL SISTEMA FINANZIARIO**  
**E LA GESTIONE DELLE CRISI**

**THE INSTABILITY OF THE FINANCIAL SYSTEM**  
**AND CRISIS MANAGEMENT**

Relatrice:  
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:  
Amos Donati

Anno Accademico 2020/2021



*Lascio Sisifo ai piedi della montagna! Si ritrova sempre il proprio fardello. Ma Sisifo insegna la fedeltà superiore, che nega gli dei e solleva i macigni. Anch'egli giudica che tutto sia bene. Questo universo, ormai senza padrone, non gli appare sterile né futile. Ogni granello di quella pietra, ogni bagliore minerale di quella montagna, ammantata di notte, formano, da soli, un mondo. Anche la lotta verso la cima basta a riempire il cuore di un uomo. Bisogna immaginare Sisifo felice.*

*(Albert Camus, Il mito di Sisifo)*

*Vorrei ringraziare la Prof.ssa Giulia Bettin, relatrice di questa tesi, per avermi guidato con gentilezza e pazienza nell'organizzazione e nella stesura del lavoro, nonché per avermi trasmesso l'interesse e l'entusiasmo necessari ad affrontare lo studio delle scienze economiche.*

*Ringrazio Emiliano, amico oltre che insegnante, per avermi aiutato nei passaggi più difficili del percorso universitario. Sempre pronto a dispensare saggi consigli per lo studio e per la vita. Ringrazio anche i suoi collaboratori: Francesco, la prof.ssa Silvia Baldo e il prof. Lodovico Pietà per il sostegno e per aver contribuito al raggiungimento di questo obiettivo.*

*Un ringraziamento ai miei amici, coi quali condivido un legame speciale capace di alleviare le difficoltà, valorizzare la vita e i traguardi raggiunti. In particolare: Marco ed Elisa, per essere degli amici leali e dei punti di riferimento; Michele e Simone, che con la loro gioia e vitalità danno valore ad ogni istante passato insieme; Sara e Martina, per essere sempre presenti e pronte a sostenermi nel perseguimento dei miei obiettivi; Fabio, per la capacità di saper ascoltare e di offrire nuovi punti di vista. Giulia, Rebecca, Aline, Francesco, Letizia e Shine, per i momenti felici trascorsi insieme e per quelli che trascorreremo.*

*Una dedica speciale, infine, alla mia famiglia. A mio padre e mia madre, un rifugio sicuro e fonti di insegnamento che hanno contribuito a rendermi la persona che sono. A Caterina, mia sorella, per l'esempio che è, per la sua forza e determinazione, per l'intensità con la quale manifesta il suo amore per la vita.*

## INDICE

Introduzione.....	4
Capitolo 1 La sostanziale instabilità del sistema finanziario.....	5
1.1 Il sistema finanziario: quadro generale.....	5
1.2 Operatori e istituzioni del sistema finanziario.....	7
1.2.1 Famiglie e imprese.....	7
1.2.2 La Pubblica Amministrazione.....	7
1.2.3 L'estero.....	8
1.2.4 La Banca centrale europea e la Banca d'Italia.....	8
1.2.5 Le banche.....	9
1.3 L'instabilità del sistema finanziario.....	9
1.3.1 Le quattro ciclicità del sistema finanziario.....	10
Capitolo 2 Crisi finanziarie storiche.....	13
2.1 La bolla dei tulipani.....	13
2.2 La crisi del'29.....	15
2.3 La crisi dei mutui subprime.....	17
Capitolo 3 Gestione delle crisi: regolamentazione e interventi.....	21
3.1 Motivazioni generali.....	21
3.2 Le misure preventive.....	22
3.2.1 Allarmi preventivi.....	23
3.3 Strumenti di intervento.....	24
3.4 Prestatore di ultima istanza.....	25
Conclusioni.....	27
Bibliografia.....	28
Sitografia.....	29

## INTRODUZIONE

In un mondo caratterizzato dall'incertezza, l'economia non fa eccezione. All'instaurarsi di un periodo di benessere economico sopraggiunge un boom speculativo, il quale pone i presupposti per l'istituzione di rapporti finanziari fragili e conduttori di crisi. Il sistema è soggetto all'instabilità dell'apparato finanziario, che regolarmente produce periodi di depressione come effetto del fisiologico andamento del meccanismo economico. In breve: ogni posizione raggiunta dall'economia è solo temporanea, in essa sono racchiusi i fattori che porteranno allo sviluppo della fase successiva: dal boom al crollo finanziario, chiudendo con il collasso dell'economia reale.

Le istituzioni monetarie si trovano di fronte alla dicotomia tra liberalizzazione e regolamentazione; a dover assumere una scelta, dunque, tra l'obiettivo dell'efficienza del mercato, riproponendo le condizioni di una precarietà finanziaria aggravata, o l'obiettivo della stabilità del mercato, favorendo una contrazione del credito e degli investimenti.

Lo studio è volto, pertanto, ad analizzare e approfondire gli aspetti delle dinamiche speculative che condizionano le sorti economiche e sociali dei paesi, considerando elementi economici, storici e comportamentali quali l'irrazionalità degli operatori e le aspettative, più o meno fondate, verso il futuro.

L'elaborato è suddiviso in tre parti.

Nel primo capitolo viene descritto il sistema finanziario nel suo insieme, vengono presi in esame le sue funzioni e il sorgere dell'articolata rete di rapporti finanziari. Sono descritti i principali attori che agiscono sul mercato, dando dinamicità al sistema. Infine, viene trattata la ciclicità delle crisi finanziarie, discutendo di come queste siano insite nel sistema e di come si ripropongano nel tempo.

Nel secondo capitolo si descrivono alcune delle crisi che hanno segnato maggiormente la storia economica: la bolla dei tulipani, la crisi del '29 e la crisi dei mutui subprime. Tutte collegate dallo stesso filo conduttore: l'atteggiamento speculativo e le irrazionali aspettative verso il futuro.

Il terzo capitolo chiude il cerchio trattando le misure preventive e di intervento applicabili al fine di arginare l'espandersi delle crisi finanziarie, considerandone anche i limiti e le controindicazioni.

## Capitolo 1

# LA SOSTANZIALE INSTABILITÀ DEL SISTEMA FINANZIARIO

### 1.1 Il sistema finanziario: quadro generale

Il sistema finanziario è il complesso insieme di mercati nei quali si instaurano, tramite una rete di legami contrattuali, rapporti di credito e di debito che determinano varie forme di finanziamento.

I mercati, come evidenzia Alessandrini (2015), sono distinguibili in base alle peculiarità degli strumenti utilizzati, che riguardano:

- L'orizzonte temporale: breve, medio o lungo termine;
- Il rapporto contrattuale: di credito o di partecipazione al capitale di rischio;
- La remunerazione: fissa o variabile;
- La rischiosità: attinente sia alle oscillazioni di valore sia alla possibilità di rimborso dei finanziamenti;
- La forma istituzionale: comprensiva della regolamentazione, le garanzie e la tassazione.

Lo studio del sistema finanziario necessita dell'analisi degli elementi che lo compongono, nello specifico: le strutture dei mercati e gli agenti che in essi operano; il quadro istituzionale che coinvolge le istituzioni di regolamentazione e controllo e degli strumenti di intervento a loro disposizione; il quadro teorico, attraverso il quale si determinano il comportamento degli operatori e delle autorità monetarie.

Secondo la Consob, le funzioni principali del sistema finanziario sono:

- Fornire al sistema economico i mezzi di pagamento necessari per assicurare il funzionamento del circuito di produzione e distribuzione del reddito (funzione monetaria);
- Favorire la distribuzione delle risorse finanziarie nei diversi settori economici per finalità d'impiego produttivo (funzione allocativa);
- Gestire i rischi finanziari connessi agli investimenti effettuati.<sup>1</sup>

Coerentemente alla funzione monetaria si può dedurre che il sistema finanziario ha come scopo, tra gli altri, lo sviluppo e l'agevolazione di una rete di pagamenti che mette in collegamento una moltitudine di soggetti (banche *in primis*, ma anche famiglie, imprese, pubblica amministrazione ecc.).

Con riferimento alla funzione allocativa delle risorse, il sistema finanziario va interpretato come un insieme complesso di operazioni finanziarie attive e passive. Tale funzione è il fondamento sul quale poggia l'architettura dell'intero sistema

---

<sup>1</sup> Si veda: <https://www.consob.it/web/investor-education/il-sistema-finanziario-attuale-una-stilizzazione>

economico. Sovente l'attività economica (comprensiva del sistema reale e del sistema finanziario) esige risorse finanziarie superiori a quelle detenute. La funzione allocativa permette di trasferire il risparmio monetario dai soggetti e dai settori in surplus (generalmente famiglie, generatrici di risparmio) verso soggetti e settori in deficit che necessitano di investire al di sopra delle proprie disponibilità finanziarie.

Le articolate connessioni tra gli operatori economici vengono sottolineate da Minsky, sue le parole: “In un'economia capitalistica un elemento essenziale della realtà è rappresentato dalla interrelazione tra i vari stati patrimoniali delle diverse unità economiche. Le varie partite che compaiono nei bilanci d'impresa, infatti, danno vita a flussi di contante, i quali scaturiscono da: 1) il sistema di produzione del reddito (in tal caso includono salari, imposte, profitti non finanziari monetari lordi al netto delle tasse); 2) la struttura finanziaria (in tal caso comprendono interessi, rendite, dividendi e rimborsi dei prestiti); 3) lo scambio e il commercio in attività capitali e in strumenti finanziari. L'ammontare di tutti questi flussi di contante determinati dalla struttura finanziaria, fatta eccezione per i dividendi, è fissato per contratto”.<sup>2</sup>

Rilevante, inoltre, è l'osservazione riportata da Alessandrini: “gli operatori di un intero sistema finanziario non possono essere contemporaneamente tutti in deficit o tutti in surplus, né tutti creditori netti né tutti debitori netti. Questo significa che se c'è un operatore in surplus ce ne deve essere almeno un altro in deficit”.<sup>3</sup>

L'accesso al mercato finanziario avviene per via diretta o per via indiretta. Optando per la via diretta, i soggetti generatori di risparmio finanziano prontamente le imprese e la pubblica amministrazione senza affidare a terzi l'incarico di allocare le risorse in surplus. La via indiretta, diversamente, prevede il coinvolgimento di intermediari finanziari che operano per conto dei risparmiatori convogliando liquidità verso coloro che emettono passività. In tal modo i soggetti in surplus si assumono i rischi derivanti dall'attività finanziaria, ma, per contro, possono sfruttare i benefici di un servizio di analisi delle opportunità d'investimento, di esecuzione delle operazioni e di monitoraggio dei rischi da parte di chi possiede maggiori dati riguardo il mercato, limitando così gli svantaggi derivanti da un'eventuale asimmetria informativa.

Tra gli intermediari finanziari, quello di maggior rilievo è la banca che, interponendo il proprio bilancio tra il soggetto in surplus e il soggetto in deficit, si assume il rischio di insolvenza derivante dai soggetti finanziati.

Il carattere dominante dell'intermediazione finanziaria (nello specifico, bancaria) viene messo in luce dalle considerazioni di Keynes: “Esiste al mondo

---

<sup>2</sup> Minsky H.P. (2021). *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Torino: Bollati Boringhieri, pag. 156.

<sup>3</sup> Alessandrini, P. (2015). *Economia e politica della moneta*, Bologna: il Mulino, pag. 25.



una quantità enorme di beni reali che costituiscono il nostro capitale: case, scorte di merci, beni in processo di trasformazione ecc. Per entrare in possesso, tuttavia, i proprietari nominali di questi beni non di rado hanno preso in prestito denaro. In corrispondente misura, quindi, i proprietari reali di ricchezza rivendicano diritti non su beni reali ma su denaro. Buona parte di questo “finanziamento” avviene attraverso il sistema bancario che frapponne la sua garanzia fra i depositanti, che prestano il denaro per finanziare l’acquisto di beni reali. Il fraporsi di questo schermo monetario fra il bene reale e il proprietario di ricchezza è una caratteristica peculiare del mondo moderno”.<sup>4</sup>

## **1.2 Operatori e istituzioni del sistema finanziario**

### *1.2.1 Famiglie e imprese*

Le famiglie sono la principale fonte di risparmio nazionale. Esse identificano un operatore strutturalmente in surplus in quanto utilizzano le proprie risorse finanziarie in minor misura rispetto al totale a loro disposizione.

Le uniche passività imputabili alle famiglie sono i prestiti, che possono essere a breve termine se riferiti a operazioni volte a finanziare i consumi o a medio-lungo termine se costituite da mutui.

Situazione diametralmente opposta è quella che distingue le imprese, poiché si trovano a investire in misura superiore alle proprie facoltà di autofinanziamento formato da utili non distribuiti.

Il reperimento di risorse esterne da parte di tali operatori avviene attraverso i prestiti concessi dagli intermediari finanziari e dall’emissione di obbligazioni offerte al pubblico.

Va precisato che si tratta di osservazioni effettuate sull’aggregato delle famiglie e delle imprese. Singole famiglie e singole imprese possono trovarsi in situazioni finanziarie che differiscono tra loro a seconda delle scelte di consumo delle une e delle politiche finanziarie adottate delle altre.

### *1.2.2 La Pubblica Amministrazione*

La Pubblica Amministrazione (PA), che comprende lo Stato, le Amministrazioni locali (Regioni, Provincie e Comuni) e gli Enti di previdenza e assistenza sociale, è il principale operatore in deficit.

Per finanziare il proprio disavanzo, oltre al conseguimento di entrate fiscali tramite tasse e contributi sociali, la PA emette titoli monetari consistenti in

---

<sup>4</sup> Keynes J.M. (1994). *Esortazioni e profezie*. Milano, il Saggiatore, pag. 135.

obbligazioni con scadenza inferiore ai due anni (Buoni Ordinari del Tesoro, BOT) e obbligazioni a medio-lungo termine (Buoni del Tesoro poliennali, BTP; Certificati di credito del Tesoro, CCT).

In seguito all'entrata in vigore del Trattato di Maastricht<sup>5</sup> non è più permesso ricevere finanziamenti diretti dalla Banca Centrale. Tale decisione consolida il principio di indipendenza della Banca Centrale, quindi della politica monetaria, dal Governo che, invece, assume scelte di politica fiscale.

### *1.2.3 L'estero*

Gli operatori esteri e gli scambi con essi effettuati istituiscono un mercato finanziario che permette la circolazione di capitali in entrata e in uscita attraverso flussi di attività e passività. Il saldo finanziario netto del Paese è il risultato della differenza algebrica tra quest'ultime. Registra un saldo netto negativo in presenza di deficit nelle partite correnti e, conseguentemente, un peggioramento della situazione finanziaria dei residenti a favore di un miglioramento di quella estera. Si osserva una situazione speculare nel caso di un saldo netto positivo caratterizzato dal surplus nelle partite correnti dei residenti e un peggioramento della situazione finanziaria dell'estero.

### *1.2.4 La Banca centrale europea e la Banca d'Italia*

La Banca centrale europea (BCE) è l'istituzione indipendente cui è affidato il compito di stabilire e coordinare la politica monetaria all'interno dell'Eurozona, ciò comporta l'assunzione di politiche in merito agli obiettivi monetari, ai tassi d'interesse e all'offerta di riserve.

Alla BCE è designato un ruolo di fondamentale importanza nell'architettura del sistema finanziario, ad essa è attribuita la funzione di vigilanza e controllo. "La BCE tiene sotto osservazione gli andamenti nei settori bancari dell'area dell'euro e dell'insieme dell'UE, nonché in altri comparti finanziari, allo scopo di individuare qualsiasi elemento di vulnerabilità e di verificare la capacità di tenuta del sistema. Per assolvere tali compiti si avvale della collaborazione delle altre banche centrali dell'Eurosistema e del Sistema europeo di banche centrali".<sup>6</sup>

Le banche centrali nazionali (BC) continuano a esistere (tra cui la Banca d'Italia), queste sono state federate alla BCE nel Sistema europeo delle Banche centrali (SEBC). L'attività della Banca d'Italia è profondamente mutata nel tempo: le banche centrali nazionali fungono da braccio operativo delle decisioni assunte dalla BCE, alla quale è riservata la sovranità monetaria. Ispirandosi al

---

<sup>5</sup> Legge del 7 febbraio 1992 pubblicata in Gazzetta Ufficiale Europea n. C 191 del 29 luglio 1992.

<sup>6</sup> <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.it.html>

modello federale adottato negli Stati Uniti, il Federal Reserve System, le banche centrali nazionali dell'eurozona cooperano nelle decisioni poiché i rispettivi governatori appartengono al Consiglio direttivo della BCE, il cui compito è valutare periodicamente la situazione economica e monetaria in modo da deliberare le manovre di politica monetaria europea più idonee alla situazione.

### *1.2.5 Le banche*

Le banche, come precedentemente accennato, rappresentano l'intermediario per eccellenza. Le loro operazioni sono fortemente influenzate dalle politiche monetarie, espansive o restrittive, messe in atto dalle banche centrali.

Le funzioni tradizionali comprendono:

- La funzione monetaria: permette e sostiene il corretto andamento del sistema dei pagamenti tramite il circuito bancario;
- La funzione creditizia: le banche concedono prestiti a breve, medio e lungo termine e, specularmente, emette obbligazioni;
- La funzione finanziaria: le banche negoziano titoli, nello specifico titoli monetari e titoli a reddito garantito creando, in tal modo, un attivo diversificato, un ammortizzatore sui prestiti e delle garanzie da offrire per operazioni di finanziamento presso la banca centrale;
- La funzione di servizio: comprende servizi di consulenza, di gestione e di trasmissione di ordini di acquisto e vendita di titoli.

## **1.3 L'instabilità del sistema finanziario**

Ogni finanziamento si fonda su squilibri tra agenti in surplus e agenti in deficit e le scelte di investimento vengono assunte in condizioni di incertezza sul futuro. L'imprevedibilità dell'andamento economico è fonte dell'instabilità propria del sistema finanziario, questa favorisce e accresce l'estendersi delle crisi finanziarie.

Minsky, convenendo con quanto scritto in precedenza da Keynes, rimarca: "Fra tutti i mercati di un'economia, quelli basati sulle "convenzioni" meno solide sono i mercati degli investimenti e degli strumenti finanziari utilizzati per acquisire le proprietà di azioni o il controllo di beni capitali. Perciò non vi è da sorprendersi che una convenzione, tanto arbitraria se si considerano le cose da un punto di vista assoluto, abbia i suoi punti deboli. È questa sua precarietà che costituisce una non piccola parte del nostro problema contemporaneo (1935) di assicurare un investimento sufficiente".<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Minsky H.P. (2021). *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Torino: Bollati Boringhieri, pag. 169.

Il pilastro sul quale si fonda l'intero apparato è la fiducia, condizionata dalle aspettative sui futuri sviluppi dei mercati, sulle politiche monetarie e fiscali e dalla reputazione e credibilità delle banche private e delle istituzioni finanziarie; ciò rende la fiducia l'elemento capace di innescare due reazioni alternative di segno opposto. Quando è presente favorisce gli scambi. Quando è assente determina la crisi e la sua espansione..

Un settore così sensibile alla volatilità di una variabile come la fiducia rende un'eventuale crisi difficile da arginare. In tal senso il fallimento di una o più imprese nel settore reale resta un fenomeno, seppur negativo, circoscritto ai singoli soggetti coinvolti e a un numero limitato di terzi portatori di interesse. Il fallimento, invece, di un agente coinvolto nel settore finanziario, come può essere una banca, crea una moltitudine di svantaggi innescati da una crisi di fiducia che compromette l'articolata rete di interdipendenze tra operatori fondata sui rapporti finanziari.

Un qualsiasi evento destabilizzante per il sistema, ad esempio il fallimento di una banca o più banche, può mettere in moto un fenomeno noto come "corsa agli sportelli", il quale aumenta i prelievi dei depositanti rispetto alla quota stimata dalle banche estendendo, così, la crisi a gran parte del sistema. La crisi si diffonde, inoltre, tra i depositanti nel momento in cui si concretizza l'insolvenza della banca che, per insufficienza di fondi e di redditi da titoli disinvestiti, non ha più la capacità di rimborsare i depositi.

### *1.3.1 Le quattro ciclicità delle crisi finanziarie*

Minsky identifica nella condotta speculativa degli operatori la scintilla che innesci le crisi finanziarie: "I finanziamenti sono spesso fondati sulla ipotesi che lo stato di cose esistente continuerà indefinitamente, ipotesi che evidentemente si rivela infondata. Durante un periodo di boom, lo "stato di cose esistente" significa guadagni in conto capitale e rivalutazioni delle attività. Durante un periodo di deflazione creditizia e di stagnazione produttiva tra gli operatori permane la convinzione che il futuro sarà identico al presente; l'idea guida è quella di fuggire i debiti, causa di calamità. Appena si ritorna nei pressi della piena occupazione, la nuova generazione di indovini economisti proclamerà la scomparsa definitiva del ciclo e l'avvento di una nuova era di prosperità permanente. Adesso si può ritornare a prendere a prestito perché i nuovi strumenti di politica economica (siano essi di politica fiscale o il Sistema della Riserva Federale) e la maggiore sofisticatezza dei consiglieri economici costituiscono una garanzia sicura della scomparsa definitiva di crisi e deflazioni creditizie. In realtà però nessuno stato ciclico (boom, deflazione creditizia, stagnazione, ripresa, crescita di piena

occupazione) può avere una durata illimitata: ciascuno di essi mette in azione forze tendenti a rovesciarlo”.<sup>10</sup>

Lo stesso Minsky (1982) formula “l’ipotesi dell’instabilità finanziaria”, la quale identifica nel comportamento speculativo degli operatori la causa prima della generazione delle crisi.

Come messo in luce dalla storia economica, sono quattro le ciclicità che descrivono le crisi finanziarie: della fiducia, del credito, della politica monetaria e della regolamentazione.

Nella prima fase la fiducia funge da motore propulsore, alimentando aspettative positive per il futuro. Questo determina un incremento di investimenti dei risparmiatori (cioè degli operatori non professionali) e la diffusione di un comportamento speculativo tra questi. Di conseguenza, data la maggior propensione delle imprese a indebitarsi e una speculare maggior propensione delle banche a concedere prestiti, si innesca il ciclo del credito che vede l’accrecersi del credito bancario sollecitato, inoltre, dalle maggiori garanzie reali e finanziarie che le imprese sono in grado di offrire. Un elemento generatore di grande instabilità in questa fase è rappresentato dalla diffusione delle cartolarizzazioni: si tratta di strumenti che permettono la cessione e la distribuzione dei rischi di credito da parte delle banche. Questi strumenti, come vedremo in seguito, sono stati i maggiori responsabili dell’espansione della crisi dei mutui subprime.

Dato il momento di grande ottimismo le istituzioni assumono scelte di politica monetaria espansiva volte a soddisfare la domanda di moneta a scopo speculativo, principalmente attraverso il mantenimento dei tassi d’interesse sui prestiti e sulle riserve ad un livello basso, stimolando ulteriormente gli investimenti e i rischi derivanti da una bolla speculativa.

La concatenazione del ciclo della fiducia, del credito e della politica monetaria promuove un’elevata tendenza all’investimento indotta, per lo più, da una ridotta percezione del rischio di mercato.

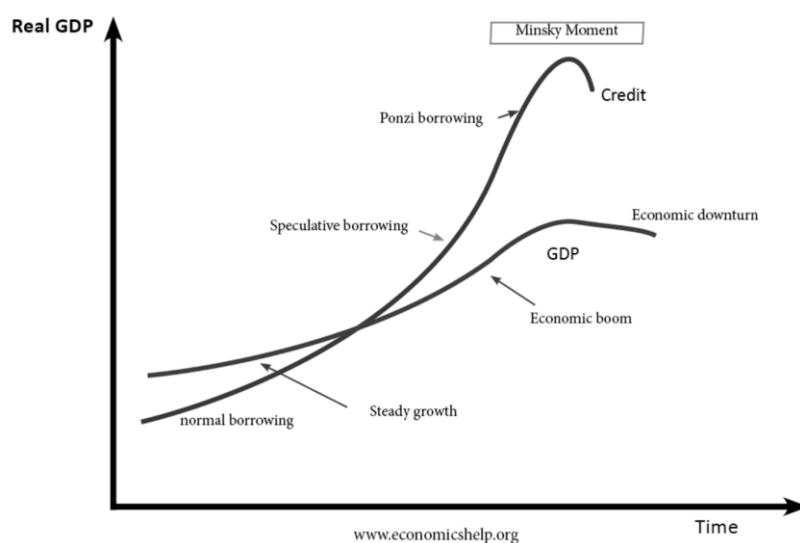
Il sistema mostra i primi segni di cedimento quando i profitti conseguiti dalle imprese non rispettano le aspettative irrealistiche precedentemente creatisi, dimostrandosi insufficienti a restituire i cospicui prestiti ottenuti. Avviene, così, lo scoppio della bolla speculativa (detto anche: momento Minsky). La prima ripercussione riguarda la massiccia vendita di strumenti finanziari per limitare i danni con conseguente caduta dei prezzi dei titoli coinvolti. Le Banche centrali invertono la politica monetaria finora seguita nel tentativo di frenare le ondate inflazionistiche. Si opta quindi per una politica monetaria restrittiva ricorrendo all’aumento dei tassi d’interesse e ad una contrazione dell’offerta di moneta. Le

---

<sup>10</sup> Minsky H.P. (2021). *Keynes e l’instabilità del capitalismo*, Torino: Bollati Boringhieri, pag. 168.

garanzie perdono valore tanto per le imprese quanto per le banche, aumentando il rischio di insolvenza. Incombe, in tal modo, il deterioramento del valore dei crediti cartolarizzati e diffusi agli operatori non coinvolti direttamente nel rapporto finanziario instaurato tra altri operatori. Si realizza dunque il contagio e l'estendersi delle perdite a soggetti lontani dall'epicentro della crisi che hanno sottoscritto titoli cartolarizzati.

Figura 1.1: Ciclo dell'instabilità finanziaria



Fonte: <https://www.economicshelp.org/blog/6864/economics/financial-instability-hypothesis/>

L'ultimo ciclo attiene all'alternanza tra periodi di liberalizzazione e periodi di regolamentazione. L'avvicendamento tra queste due fasi dipende dall'incompatibilità tra gli obiettivi di efficienza e gli obiettivi di stabilità. Il prevalere della preferenza per l'efficienza su quella per la stabilità accelera gli scambi e rafforza l'iniziativa economica, favorendo lo sviluppo dei mercati; per contro crea i presupposti per una fase espansiva che consentirebbe alle successive fasi della crisi finanziaria di realizzarsi. Al compiersi della crisi diviene indispensabile una condizione di stabilità. Si avvia perciò un processo di regolamentazione che disincentiva iniziative destabilizzanti per il sistema.

La liberalizzazione e la regolamentazione tendono perciò ad avvicinarsi, in quanto la storia economica dimostra come entrambi gli approcci gradualmente attenuano la propria utilità e mettono in rilievo i loro limiti. Emergono così le condizioni per la transizione verso l'altro regime: dalla preferenza per l'efficienza a quella per la stabilità e viceversa.

## Capitolo 2 CRISI FINANZIARIE STORICHE

### 2.1 La bolla dei tulipani

La prima borsa valori quale mercato finanziario per la compravendita di titoli, intesa dunque in senso moderno, venne fondata ad Amsterdam nel 1602 dalla Compagnia Olandese delle Indie Orientali allo scopo di reperire fondi per finanziare il trasporto di merci dall'estremo oriente. Data l'alta probabilità di non veder tornare le navi in porto, gli investitori preferivano tutelarsi dal rischio diversificando le somme investite in quote percentuali di più spedizioni anziché impegnare denaro in un'unica nave.

La vera innovazione derivante da tale sistema di finanziamento fu la possibilità di ottenere una ricevuta d'investimento che, oltre a certificare la partecipazione al capitale della spedizione, consentiva al detentore di cedere la propria quota partecipativa contro pagamento di un prezzo, indipendentemente dalla buona riuscita del trasporto delle merci. Lo schema di compravendita era analogo al mercato azionario attuale.

Le circostanze sopra descritte permisero all'Olanda di farsi terreno fertile per l'avvio della speculazione finanziaria, motore dello sviluppo della prima storica crisi: la bolla dei tulipani.

Siamo nella prima metà del '600, i Paesi Bassi stanno attraversando un periodo di floridità economica, ci sono elevate aspettative verso il futuro. L'Olanda è il paese di riferimento per il commercio mondiale e la grande abbondanza di liquidità in circolazione incoraggia a individuare nuove occasioni di investimento. La merce negoziabile è molteplice: dai prodotti agricoli ai farmaci, dalle spezie agli strumenti per spedizioni marittime. In tale contesto si diffuse l'interesse per i tulipani, provenienti da Istanbul e preceduti dalla fama di "fiore di Dio". Arrivarono al porto di Rotterdam, immediatamente si sviluppò la moda. L'intensa ossessione per i tulipani era in realtà rivolta ai bulbi, questi erano soggetti a una particolare malattia che ne chiazzava la superficie. Tale singolarità era visibile solo dopo che il bulbo tramutava in tulipano. Le aspettative irrazionali sul prodotto contribuivano all'incremento dei prezzi e alla speculazione sul mercato.

La sproporzionata attribuzione di valore ai bulbi di tulipano fu tra le prime dimostrazioni dell'inesattezza della teoria dell'*homo oeconomicus*. Supposizione secondo cui gli operatori economici operino in maniera razionale al fine di massimizzare i profitti e limitare le perdite. La finanza comportamentale delinea un profilo irrazionale dell'individuo, fortemente influenzato da stati di euforia o pessimismo a seconda del ciclo economico in corso.

La così detta “mania dei tulipani” prese piede alla fine del ‘500 presso la borghesia e i ricchi mercanti, gli unici che potevano permettersi le più rare varietà di tulipano, all’epoca considerate beni di lusso.

La moda del fiore fece sì che la domanda superasse in poco tempo l’offerta delle specie più richieste (complice anche il lento ciclo riproduttivo) innescando così il continuo rialzo dei prezzi.

L’incessante espansione economica del Paese determinata dal controllo delle vie marittime verso le Indie orientali e l’incremento delle ricchezze personali stimolò la bolla. Intorno al 1635 il mercato dei tulipani, prima riservato all’alta società, coinvolse le classi più agiate e i meno abbienti benché le trattative riguardassero le specie più comuni del fiore.

Lo sviluppo della finanza e l’assoluta assenza di regolamentazione portarono alla creazione e alla incontrollata diffusione di strumenti che contribuirono a minare la sostenibilità del sistema. Le fasi che hanno alimentato il contagio della crisi sono così delineate: L’attenzione derivante dal commercio di tulipani dilagò, tanto da rendere abituale la prenotazione anticipata presso i coltivatori dei bulbi incolti per mezzo di contratti con prezzi prefissati da onorare a scadenza; così facendo si estendeva il periodo di compravendita, che da pochi mesi estivi (periodo di estrazione dei bulbi da terra) arrivò a coprire l’intero anno.

La consuetudine era dunque quella di impegnarsi ad acquistare in un secondo momento la merce, ad un prezzo stabilito in partenza. Si negoziavano, cioè, i *futures* di tulipani; il fenomeno veniva definito “commercio al vento” perché lo scambio era differito rispetto al pagamento. In realtà, la gran parte dei commercianti non necessitava della consegna dei fiori, poiché i contratti già stipulati divennero oggetto di negoziazione con i fioristi. Si sviluppò una fragile sequenza di obblighi che legava tutti i partecipanti; sarebbe bastato un soggetto inadempiente per creare un effetto domino sui precedenti acquirenti, a loro volta debitori. L’assenza di un organo di vigilanza che impartisse dei vincoli consentì di acquistare a chi non disponeva di risorse sufficienti a saldare i debiti contratti, e di vendere a chi non possedeva i bulbi di tulipano che venivano trattati.

I prezzi raggiunsero cifre irragionevoli, incoerenti con il reale valore della merce, tanto da portare i più smaniosi a vedere immobili pur di assicurarsi quello che veniva considerato un investimento sicuro.

Lo scoppio della bolla avvenne nel febbraio 1637, bastò che all’asta di bulbi di Haarlem non presenziasse nessuno e, improvvisamente, l’euforia tramutò in panico.

Di riflesso gli operatori tentarono la vendita dei tulipani quanto più possibile, ma la domanda era ormai divenuta insufficiente per poter soddisfare tale mole di offerta. Il mercato crollò irreversibilmente e le contrattazioni si azzerarono.

Dunque, chi aveva precedentemente acquistato i bulbi tramite contratti derivati *futures* (i fiorai) si trovò vincolato, come soggetto passivo dell’obbligazione



assunta, a dover pagare un debito considerevolmente più elevato rispetto al reale valore di mercato della merce. Situazione diametralmente opposta era quella dei venditori di bulbi (i coltivatori) che avevano il diritto alla controprestazione pecuniaria del debitore, incassando prezzi elevatissimi per dei bulbi che non avevano più alcun valore.

## 2.2 Crisi del '29

La crisi del '29 (anche conosciuta come “Grande depressione”) rappresenta l'evento che sovvertì l'economia mondiale con conseguente calo della produzione, dei salari e dei consumi generando riflessi negativi in ambito sociale, politico ed economico.

Gli USA conobbero un forte clima di ottimismo, generato dall'ininterrotta espansione economica avviatasi all'inizio della Prima guerra mondiale. Contribuirono alla crescita del PIL (prodotto interno lordo) l'incremento di investimenti nel settore industriale, le innovazioni tecnologiche e lo sviluppo dell'industria automobilistica. Da non sottovalutare l'impatto dell'organizzazione del lavoro scientifica, nello specifico il Taylorismo permise una maggior produttività, mantenendo costanti i salari e i prezzi, incoraggiando in tal modo nuovi investimenti.

La notevole fiducia nel mercato finanziario incentivò il ricorso al credito, in aggiunta ai risparmi cumulati da parte degli investitori, creando le condizioni per un atteggiamento speculativo degli operatori in Borsa.

Dal 1920 al 1929 gli investimenti azionari triplicarono il loro volume e gli indici di borsa salirono, ma all'aumento del valore delle azioni industriali non corrispose un aumento proporzionale della produzione e della vendita di merce. Ciò che sollecitava le spinte rialziste dei titoli era invece riconducibile a tre fattori:

- Le iniziative speculative degli operatori;
- Il facile accesso al credito, appoggiato dall'assenza di limiti e regolamentazione;
- La diffusione degli *investment trusts*, società private operanti come fondi di investimento di tipo chiuso.

La situazione finanziaria, sempre più precaria, era sotto gli occhi delle istituzioni. “Fin dal 1928 la Federal Reserve era consapevole che si trattava di una bolla speculativa e che sarebbe stato opportuno prendere provvedimenti per

sgonfiarla, ma nessuno lo fece per non attirarsi le antipatie del mercato e per non influenzare le imminenti elezioni presidenziali”.<sup>14</sup>

L’episodio che tramutò il clima di euforia in panico non attiene direttamente al settore finanziario, come si potrebbe pensare, bensì all’economia reale. Questo contribuisce a testimoniare come la natura degli inneschi delle crisi non siano necessariamente riconducibili al mercato dei titoli. L’evento che concorse ad avviare la crisi è riconducibile alla caduta dei prezzi dei prodotti agricoli avvenuta per effetto della sproporzionata accumulazione delle scorte rimaste invendute in seguito al potenziamento della produzione agricola nei paesi europei. Furono eliminate tonnellate di prodotti, disperse in mare o date alle fiamme, nel tentativo di far lievitare i prezzi.

Le problematiche riscontrabili nell’economia reale e la speculazione in ambito finanziario furono dunque tra le cause che portarono allo scoppio della crisi.

Il reale rendimento delle imprese non era più in grado di fronteggiare gli interessi dei prestiti ricevuti. Il valore dei titoli dati in garanzia crollò minando la solidità finanziaria degli istituti di credito.

I contraccolpi non tardarono a ripercuotersi nei confronti dell’intero meccanismo economico. “I prezzi crollavano e così i redditi delle imprese, l’importo delle rate dei mutui rimase inalterato, peggiorando le condizioni dei debitori. I primi fallimenti bancari nel 1930 innescarono un massiccio ritiro dei depositi che aggravò ulteriormente la situazione patrimoniale degli istituti. Per salvarsi le banche bloccarono i flussi di denaro alle imprese. la crisi finanziaria si riverberò rapidamente sull’economia reale, generando una spirale deflazionistica (riduzione dell’offerta di moneta, crollo della domanda, discesa dei prezzi), anche perché le autorità monetarie e il governo si astennero dall’intervenire. Così il mondo della produzione entrò nella depressione: a sua volta la sovrapproduzione generò contemporaneamente il calo del valore delle merci, degli stock e degli investimenti; crebbero i fallimenti e si moltiplicarono i licenziamenti; aumentò la disoccupazione e crollarono i consumi e la domanda si ridusse ancora. Così il modello recessivo chiuse il proprio ciclo”.<sup>16</sup>

Ciò che alimentava il circolo vizioso del credito che legava Federal Reserve, banche, broker e risparmiatori era la convinzione che gli incrementi dei prezzi dei titoli fossero superiori ai tassi d’interesse sui prestiti.

Le origini del crollo di Wall Street sono da ricercare nell’economia reale. Il sistema finanziario ha ricoperto il ruolo di cassa di risonanza di una situazione economica fragile e instabile.

---

<sup>14</sup> Podestà, G. (2017). *Il mondo globale, una storia economica*, Torino: G. Giappichelli Editore, pag. 172.

<sup>16</sup> Podestà, G. (2017). *Il mondo globale, una storia economica*, Torino: G. Giappichelli Editore, pag. 171.

La peculiarità dello scoppio delle bolle speculative è l'intensa spinta emotiva che porta alla voluminosa vendita di titoli, la stessa che portava in precedenza ad acquistarli, ma di segno opposto. La crisi del '29 non fa eccezione.

### 2.3 La crisi dei mutui *subprime*

La crisi dei mutui *subprime* ha le proprie origini tra la metà degli anni Settanta e i primi anni Ottanta, quando si instaurò quello che possiamo considerare il principio della globalizzazione dei mercati finanziari generata dall'intersecarsi dei mercati degli eurodollari (termine che indica l'uso bancario che fanno gli europei della moneta statunitense) e dei petrodollari (in gergo: dollari incassati dai paesi esportatori di petrolio, ma che solo in minima parte sono stati reinvestiti in quest'ultimi. Il resto è stato utilizzato per finanziare paesi in via di sviluppo).

Il considerevole incremento di risorse ha richiesto un adattamento del sistema finanziario internazionale tramite l'introduzione di innovativi strumenti finanziari, funzionali all'allocazione di tale mole di capitali, nello specifico: mutui *subprime* e *Collateralised Debt Obligations* (CDO).

I mutui *subprime* consistono in prestiti accordati a richiedenti "ad alto rischio" senza richiesta di garanzia alcuna. I tassi sui suddetti mutui sono variabili, il che rende ancor più difficile la riscossione dei crediti dato l'incremento degli interessi nel tempo.

La deregolamentazione che caratterizzava il sistema finanziario statunitense era motivata dal clima di fiducia in vigore nei primi anni del nuovo millennio. Secondo la Federal Reserve nel 2007 "l'economia americana stava andando bene, crescendo a un tasso più che sostenibile e non c'erano preoccupazioni eccessive per la parte più a rischio del mercato dei mutui, visto che l'extra-debito delle famiglie era ora compensato dal declino dei tassi di interesse a lungo termine".<sup>17</sup>

I creditori dei prestiti non si preoccupavano di ricevere garanzie dai propri clienti, in quanto il nuovo sistema permetteva di vendere i mutui alle banche di investimento, in modo da liquidare immediatamente il credito. Le banche di investimento, a loro volta, combinavano i crediti acquistati (inclusi mutui *subprime*, prestiti per auto, rate scolastiche ecc.) per realizzare dei derivati chiamati *Collateralised Debt Obligations* (CDO). Tali strumenti erano poi venduti a investitori privati che a scadenza venivano pagati dai debitori originari (in gran parte acquirenti di case). Fu determinante, inoltre, il ruolo delle agenzie di *rating* che assegnavano la tripla A (cioè la più alta valutazione di solvibilità possibile) ai

---

<sup>17</sup> Segreto, L. (2017). *Il mondo globale, una storia economica*, Torino: G. Giappichelli Editore, pag. 318.

CDO poiché pagati dalle banche che li avevano emessi, all'insaputa degli investitori. Questo metodo di inquinamento delle informazioni rese incredibilmente popolari tali derivati da diffonderli tra investitori professionisti e risparmiatori di tutto il mondo. Ciò generò una bolla speculativa coadiuvata dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve che mantenne bassi i tassi di interesse.

Nel 2006 arrivarono i primi segni di cedimento. Il valore delle case calò e i tassi d'interesse variabili sui mutui aumentarono. Al mutuatario non conveniva più rispettare il contratto e pagare le rate del mutuo. La scelta più favorevole, considerando che la casa non gli era costata nulla, era dichiarare default e lasciare la casa al creditore. Pertanto, l'erogatore del prestito si ritrovava a detenere un immobile con un valore inferiore al mutuo concesso, registrando un'ingente perdita a bilancio.

Gli addetti ai lavori non erano all'oscuro della precarietà del sistema, il calo dei prezzi delle case fu un ulteriore campanello d'allarme. Nell'estate del 2007 i gestori di fondi d'investimento reagirono ai segnali di pericolo riguardanti i mutui *subprime* riducendo il volume di investimenti. Le banche americane risentirono del contraccolpo, perdendo diversi punti in Borsa. La Federal Reserve tagliò i tassi di sconto, lasciando indirettamente intendere che la stretta creditizia poteva creare problemi considerevoli.

Il punto di rottura arrivò l'anno seguente. “La crisi era diventata più grave: era a rischio l'intero sistema finanziario internazionale. Dopo il fallimento di Fannie Mae e Freddie Mac, due dei più grandi protagonisti del mercato statunitense dei mutui ipotecari, in settembre fece bancarotta Lehman Brothers, una delle banche d'investimento più prestigiose e più importanti del mondo, mentre Bank of America assorbì Merrill Lynch. [...] A poco a poco apparvero chiari i motivi più profondi della crisi. L'eccesso di capitali dall'Asia derivante dal grande surplus commerciale cinese, impiegato dalle autorità di Pechino per comprare bond americani, spinse al ribasso i tassi di interesse nei primi anni Duemila a livello globale. Le banche europee si finanziarono negli Stati Uniti e usarono tali fondi per acquistare titoli insicuri. Nell'insieme tutti questi fattori spinsero verso l'alto un debito in un mondo che pareva essere divenuto meno rischioso”.<sup>18</sup>

Quella del mercato immobiliare sarebbe potuta rimanere una bolla circoscritta ai confini statunitensi, ma la globalizzazione del mercato finanziario e la dilagante condotta speculativa hanno guidato gli operatori verso la creazione e la diffusione di strumenti (CDO) che gli esperti del settore non stentano a definire “armi di distruzione di massa”, creando perdite ingenti in tutto il mondo.

---

<sup>18</sup> Segreto, L. (2017). *Il mondo globale, una storia economica*, Torino: G. Giappichelli Editore, pag. 319.

Non mancarono ripercussioni nell'economia reale. Crollarono redditi e occupazione, le aspettative di imprese e famiglie peggiorarono compromettendo le rosee aspettative riguardanti consumi e investimenti. Il sistema finanziario internazionale perse così l'elemento fondante dell'intera architettura: la fiducia.



### Capitolo 3

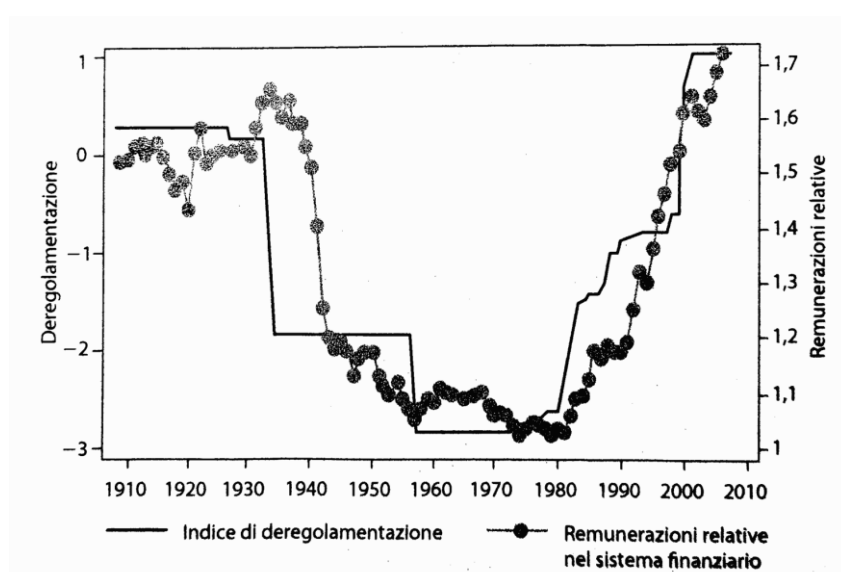
## GESTIONE DELLE CRISI: REGOLAMENTAZIONE E INTERVENTI

### 3.1 Motivazioni generali

Gli squilibri sui quali si basano i rapporti finanziari e la storia economica evidenziano la necessità di un'impalcatura di regole e verifiche che sorregga l'assetto finanziario, mantenendolo stabile e funzionale alla corretta allocazione di risorse.

La dicotomia tra liberalizzazione e regolamentazione del mercato finanziario, come già sottolineato in precedenza, rappresenta la difficile coesistenza tra obiettivi di efficienza e obiettivi di stabilità. A tal proposito è interessante osservare la correlazione tra l'indice di deregolamentazione e le remunerazioni attinenti al sistema finanziario.

Figura 3.1: Deregolamentazione e remunerazioni relative nel sistema finanziario



Fonte: Philippon, T. e Reshef, A. (2008), *Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909 – 2006*

Come dimostrato nella figura 3.1, ai periodi di deregolamentazione corrispondono remunerazioni più alte. Questo in virtù di una maggiore efficienza del mercato che porta gli operatori a proporre un approccio al mercato via via più

speculativo. Le banche passano dall'essere delle istituzioni controllate dalle autorità monetarie, ad essere delle vere e proprie imprese che assumono figure sempre più specializzate, in grado di interpretare e intercettare le crescenti innovazioni. Chiaramente, all'aumentare del grado di professionalità domandata si registra un aumento della remunerazione.

Le crisi che seguono al periodo di liberalizzazione rilevano l'azzardo morale degli intermediari bancari, alla base della congettura da quest'ultimi sostenuta del *too big too fail* (banche e imprese considerate di significativo interesse per poter essere lasciate a sé stesse in caso di fallimento, rendendo necessario l'intervento dello Stato).

Da tali presupposti emergono le motivazioni a sostegno della regolamentazione e del perseguimento della stabilità a discapito dell'efficienza, almeno per limitati periodi temporali. Le crisi obbligano all'analisi della realtà e all'adozione di misure di prevenzione, contenimento e gestione delle crisi, nonché di una strategia di uscita.

### 3.2 Le misure preventive

Il modello liberista secondo cui il mercato sia perfettamente in grado di autoregolarsi, ossia di escludere autonomamente gli squilibri destabilizzanti senza alcun intervento esterno, è stato reso vano dalla storia che ha dimostrato come tale approccio favorisca la propagazione della crisi e dei danni da essa derivanti.

L'orientamento vincolistico propone due misure preventive, di diversa intensità:

- Il "*narrow banking*": misura più drastica, consiste nella limitazione dell'intermediazione bancaria, disunendo la funzione creditizia da quella monetaria. La *narrow bank* mantiene la funzione monetaria, mentre quella creditizia viene svolta da una sezione separata della stessa banca o da altri intermediari.

Alle passività costituite dai depositi della clientela fa fronte la riserva obbligatoria al 100%, in questo modo l'intero ammontare dei depositi è assicurato dalle garanzie immediatamente liquidabili. Si pone, in tal modo, un muro divisorio tra la funzione creditizia, fonte di rischi, e la funzione monetaria;

- Differenziazione tra banche commerciali e banche d'investimento: tale segmentazione prevede la rinuncia alla banca universale e la creazione di una barriera tra il credito tradizionale, riservato alle banche commerciali, e la finanza innovativa, destinata alle banche di investimento. La garanzia è assicurata dalla possibilità della sola banca commerciale di poter emettere passività monetarie. Questo sistema fa sì che sui depositi non gravino i



rischi derivanti da una gestione pericolosa, spesso azzardata, delle banche d'investimento che operano con strumenti sì innovativi, ma potenzialmente compromettenti per la sicurezza dei risparmi dei depositanti.

Le note avverse, ovviamente, non mancano. Un periodo vincolistico protratto a lungo nel tempo porta alla luce i suoi limiti. Una ferrea regolamentazione porta all'inefficienza del mercato, ostacolandone lo sviluppo. Si diffonderebbe tra gli operatori l'idea secondo cui non sia più conveniente rispettare le regole, ponendo quest'ultimi nella condizione di preferire la ricerca di espedienti che permettano l'aggiramento dei vincoli.

In secondo luogo, la differenziazione di uno spazio di intermediazione protetta e uno spazio liberalizzato pone i presupposti per lo spostamento di flussi finanziari dove si presentano prospettive maggiormente profittevoli; la preferenza ricadrebbe sulle banche d'investimento, a discapito di quelle commerciali.

Coerentemente alle quattro ciclicità caratterizzanti le crisi (della fiducia, del credito, della politica monetaria e della regolamentazione), l'euforia generata dalle aspettative di guadagno svilupperebbe una bolla speculativa. Il conseguente panico, oltre a creare un eccesso di offerta di titoli e il loro derivante crollo dei prezzi, provocherebbe lo spostamento di una grande mole di capitali verso il deposito bancario, competenza spettante alle banche commerciali. Queste, condizionate dalla crisi, potrebbero reagire restringendo ulteriormente la concessione di credito.

In definitiva: le misure preventive descritte, nel lungo periodo, non sono garanzia di stabilità. Oltre ciò, un atteggiamento eccessivamente vincolistico comprometterebbe l'efficienza del mercato, non creando i presupposti per una corretta e naturale allocazione di risorse.

### 3.2.1 Allarmi preventivi

Una soluzione meno invasiva che permetta di individuare i focolai di crisi è rappresentata dagli allarmi preventivi, circoscrivibili in alcune azioni coordinate:

- Monitoraggio degli indicatori di stress del sistema per avere informazioni e reagire tempestivamente;
- Identificazione delle fonti di rischio: rischio di credito, di mercato, operativi, di tasso, di liquidità e di reputazione;
- Individuazione degli elementi diffusori di contagio e correlata prevenzione;
- Verifica continua dei comportamenti devianti per contenere il fenomeno dell'azzardo morale e il ricatto del *too big too fail*.

Il controllo costante non evita lo scoppio della crisi, ma permette di intervenire tempestivamente prima che questa si propaghi. Tale metodo di sorveglianza si dimostra efficace solo se gli strumenti di monitoraggio sono al passo con le innovazioni del sistema finanziario.

### 3.3 Strumenti di intervento

Le banche sono i soggetti designati ad intervenire attivamente nella gestione delle crisi e nel recupero di liquidità. Da tale compito deriva la responsabilità di queste nel dotarsi di strumenti che garantiscano degli interventi immediati nei casi di necessità. La dotazione comprende:

- La riserva obbligatoria;
- L'assicurazione obbligatoria sui depositi;
- I vincoli patrimoniali;
- I vincoli alla gestione della crisi.

Ad eccezione dell'assicurazione sui depositi, consistente in una garanzia di rimborso di quanto depositato in caso di fallimento della banca, gli altri strumenti sono soggetti alla diretta gestione dell'operatore bancario.

La riserva obbligatoria è l'ammontare minimo di fondi che le banche devono detenere presso la banca centrale. "Per ogni banca la riserva obbligatoria minima è stabilita per un periodo di sei settimane, denominato "periodo di mantenimento". [...] Le banche devono assicurarsi di rispettare l'obbligo di riserva in media durante il periodo di mantenimento. Non è quindi necessario che su base giornaliera detengano l'intero importo nei rispettivi conti presso la banca centrale. Questo sistema funziona come una valvola, che consente alle banche di reagire alle variazioni a breve termine nei mercati monetari, ove hanno luogo i prestiti interbancari, aggiungendo o prelevando fondi detenuti nei conti di riserva presso la banca centrale. Ciò contribuisce a stabilizzare i tassi di interesse interbancari sul breve termine".<sup>20</sup>

I vincoli patrimoniali attengono alla quantità massima di prestiti che una determinata banca può erogare, utilizzando come parametro l'ammontare del patrimonio della banca stessa. La *ratio* che giustifica il vincolo è la stessa che vale per le imprese: ogni banca deve rispondere della sua solvibilità con il proprio patrimonio. Dato che i rischi derivano dalla concessione di prestiti, si considera prudente che la quantità massima di questi non ecceda il valore del patrimonio con il quale la banca può, eventualmente, coprire le perdite.

Gli Accordi di Basilea hanno confermato la propensione a porre la disponibilità patrimoniale delle banche a garanzia dei prestiti. Il passaggio legato all'aziendalizzazione delle banche ha portato quest'ultime ad una responsabilizzazione mai attribuitasi prima. In quanto società per azioni, le banche sono chiamate a rispondere delle politiche di investimento adottate e a

---

<sup>20</sup>[https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/minimum\\_reserve\\_req.it.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.it.html)

fronteggiare i rischi di insolvenza mediante il capitale proprio fornito dagli azionisti (non più con lo strumento della riserva obbligatoria).

Gli accordi di Basilea sono stati deliberati al fine di dotare le banche di linee guida in ambito patrimoniale.

- Basilea I (1988): delineava i requisiti patrimoniali volti a contrastare il rischio di credito. Ad ogni credito concesso doveva corrispondere una quota minima di capitale accantonata in misura proporzionale al rischio derivante dal prestito concesso; nel 1996 l'accordo venne rafforzato stabilendo che l'accantonamento di capitale dovesse tener conto anche del rischio di mercato, oltre a quello di credito;
- Basilea II (2007): definiva un nuovo sistema di requisiti patrimoniali, sommando al rischio di credito e di mercato quello operativo bancario (concernente le problematiche che possono interferire con l'ordinaria attività della banca). Ulteriore novità introdotta era la possibilità concessa agli istituti di credito di dotarsi di un particolare strumento per il determinare il rischio d'impresa: il rating interno. Questo, affiancato alle analisi di istituti esterni, permise una maggiore raccolta di informazioni e una conseguente formulazione di valutazione dei rischi più coerenti con la realtà.
- Basilea III (approvato nel 2010, in vigore dal 2013): pone come obiettivo il rafforzamento della solidità bancaria, rendendola capace di assorbire gli shock finanziari evitando i conseguenti contraccolpi sull'economia reale. L'accordo prevede l'innalzamento dei requisiti patrimoniali a scopo precauzionale; L'introduzione dei controlli delle Autorità di Vigilanza volti a verificare l'adeguatezza patrimoniale delle banche; la periodica comunicazione delle banche riguardo alla propria situazione finanziaria, in modo da permettere una corretta valutazione del rischio. Inoltre, viene posto un vincolo sull'utilizzo della leva finanziaria per non esporre eccessivamente ai rischi derivanti dall'indebitamento.

### **3.4 Il prestatore di ultima istanza**

In periodi di turbolenza finanziaria nei quali le misure preventive e di intervento non si dimostrino sufficienti a contenere l'ascesa della crisi, si rende necessario l'intervento delle Banche centrali. Queste, in virtù della sovranità monetaria conferitagli, assumono il ruolo di prestatrici di ultima istanza, garantendo la liquidità necessaria al fine di ristabilire il corretto funzionamento del mercato finanziario e la stabilità del sistema.

In Europa il ruolo di prestatore di ultima istanza è condiviso dalla BCE e dalle 19 Banche centrali nazionali dell'eurozona.

Le suddette Banche centrali, però, godono solo potenzialmente di disponibilità liquide illimitate. Nella pratica ci sono dei limiti al volume di prestiti erogabili.

Nell'area dell'euro le Banche centrali nazionali concedono i prestiti di emergenza alle banche in difficoltà appartenenti allo stesso paese. La BCE ha il compito di esaminare l'operato dei prestatori di ultima istanza, dichiarandosi contraria all'erogazione di determinati prestiti se ritiene possano condizionare la politica monetaria e il conseguimento di obiettivi prefissati.

Per la concessione di prestiti di emergenza, la Banca centrale nazionale accetta delle garanzie reali di qualità inferiore rispetto a quelle consentite per i prestiti ordinari. Il maggior rischio assunto viene poi compensato con l'applicazione di un tasso di interesse più elevato. L'innalzamento del tasso d'interesse permette, inoltre, di prevenire il fenomeno dell'azzardo morale da parte delle banche che, altrimenti, si esporrebbero continuamente ad un maggior rischio consapevoli che le istituzioni finanziarie le proteggerebbero incondizionatamente in caso di illiquidità e conseguente insolvenza dei debiti.

Come già messo in evidenza nei capitoli precedenti, la presenza di un prestatore di ultima istanza è resa necessaria dalle conseguenze difficilmente reversibili che una crisi finanziaria può innescare, compromettendo anche l'economia reale, e dalla capacità di propagazione non facilmente arginabile.

Una banca non in grado di adempiere nel breve periodo ai propri obblighi verso clienti e creditori crea i presupposti per la diffusione di preoccupazioni e insicurezza tra i depositanti, che potrebbero avviare una corsa agli sportelli aggravando la situazione di illiquidità dell'istituto di credito. La banca potrebbe giungere al fallimento e le conseguenze potrebbero ripercuotersi oltre il sistema finanziario.

- Il fallimento di una banca comporta l'immediata interruzione della concessione di credito alle imprese. Queste potrebbero non riuscire a saldare le buste paga o acquistare le materie prime. Si registrerebbe dunque una simultanea riduzione della produzione e dei consumi;
- I rapporti di interdipendenza tra banche possono facilitare il diffondersi degli effetti avversi. In poco tempo le conseguenze colpirebbero la clientela di banche non direttamente coinvolte nella situazione di crisi. Gli strascichi si intensificherebbero fino a compromettere la stabilità di imprese e famiglie, arrivando ad avere un impatto sull'intera economia.

Perciò, quando una banca centrale interviene come prestatore di ultima istanza, può arginare il rischio di contagio e allontanare, o almeno contenere, molte problematiche per cittadini e imprese.

## CONCLUSIONI

Lo studio condotto ha messo in luce la strutturale instabilità del sistema finanziario, ponendo sotto la lente d'ingrandimento i fattori destabilizzanti e i comportamenti devianti degli agenti coinvolti.

Il capitalismo fonda la propria esistenza sugli squilibri finanziari presenti tra i soggetti in surplus e soggetti in deficit di risorse. L'instabilità del sistema si sviluppa ad ogni prestito concesso in proporzione al rischio ad esso correlato. Il meccanismo del mercato finanziario non prevede, quindi, un punto di equilibrio e di sostanziale stabilità. Al contrario, le ciclicità delle crisi dimostrano come si giunga periodicamente ad un punto di rottura, al collasso dei valori dei titoli che ripercuote le conseguenze avverse sui consumi e sugli investimenti, mettendo in serio pericolo la sussistenza di famiglie e imprese.

L'approfondimento della sfera storica lo ha ribadito, nei periodi di floridità economica si osserva un notevole incremento della fiducia verso il mercato. Questa, combinata con l'atteggiamento speculativo degli operatori, genera la continua ricerca e creazione di strumenti finanziari che contribuiscono a rendere sempre più fragile il sistema. L'intensa persecuzione del profitto a discapito della stabilità è il filo che lega le tre crisi descritte nell'elaborato.

La storia, infine, ha elargito insegnamenti. Negli anni, specialmente quelli seguenti la crisi del 2008, si è arrivati alla conclusione di dover incrementare le garanzie patrimoniali degli intermediari finanziari, al fine di riacquistare la fiducia persa dei risparmiatori e di responsabilizzare le banche, ora obbligate a dover porre rimedio ai danni derivanti dall'assunzione di comportamenti troppo rischiosi con il capitale proprio. Sono state implementate in ambito europeo, nuove misure di regolamentazione e di vigilanza uniche per gli istituti creditizi appartenenti alla zona euro, introducendo così ulteriori assicurazioni sulla stabilità degli intermediari, in vista dell'introduzione di un meccanismo unico di assicurazione dei depositi a livello europeo, ultimo tassello ancora mancante alla piena realizzazione dell'unione bancaria.

In conclusione, la stabilità del sistema finanziario che permette alle famiglie di acquistare una casa, alle imprese di investire e mettere in atto nuove strategie e agli intermediari di conseguire profitti trattando titoli e prestiti non è condizionata solo ed unicamente da leggi economiche. Ciò che più influenza il mercato finanziario sono le aspettative verso il futuro, poiché determinano la percezione sulla profittabilità degli investimenti. La fiducia è la vera componente acceleratrice: in sua presenza la velocità di circolazione della moneta aumenta, in sua mancanza si genera il rischio di crisi e di una sua propagazione. La verifica sull'attendibilità di tali aspettative può essere fornita solo dal tempo.

## BIBLIOGRAFIA

Alessandrini, P. (2015). *Economia e politica della moneta*, Bologna: il Mulino.

Alfani, G., Amatori, F., Colli, A., Conca Messina, S. A., Podestà, G., Romani, M., Segreto, L. (2017). *Il mondo globale, una storia economica*, Torino: G. Giappichelli Editore.

Keynes J.M. (1994). *Esortazioni e profezie*. Milano, il Saggiatore.

Minsky, H.P. (1982). *The Financial Instability Hypothesis: Capitalism Process and the Behavior of the Economy*, in Kindleberger, C. e Lafargue, J.P. (a cura di), *Financial Crisis. Theory, History, and Policy*, Cambridge, Cambridge University Press.

## **SITOGRAFIA**

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

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

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)