



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in  
ECONOMIA E COMMERCIO

**“Cause, sviluppi e rimedi  
della crisi finanziaria del 2008”**

**“Causes, developments and solutions  
to the 2008’s financial crisis”**

Relatore:  
Prof. BETTIN GIULIA

Rapporto Finale di:  
MORONI MATTEO RADU

Anno Accademico 2018/2019

## INDICE

<b>Introduzione .....</b>	<b>3</b>
<b>1) Quadro politico degli Stati Uniti pre-crisi .....</b>	<b>4</b>
1.1) Deregolamentazione dell'attività bancaria .....	4
1.2) Anni '90: Boom del mercato immobiliare .....	5
<b>2) Mutui Subprime .....</b>	<b>8</b>
2.1) Definizione di mutuo subprime .....	8
2.2) Cartolarizzazione dei mutui .....	8
2.3) L'ascesa delle banche d'affari.....	11
2.4) Business dei mutui ipotecari in numeri .....	13
2.5) Debito ipotecario americano in Europa .....	16
<b>3) La Crisi Globale.....</b>	<b>18</b>
3.1) Fallimenti pre-Lehman Brothers.....	18
3.2) Shock Mondiale: lunedì 15 settembre 2008 .....	22
3.3) Effetti sull'economia reale e i primi interventi di salvataggio.....	24
<b>4) La situazione in Europa.....</b>	<b>27</b>
4.1) Risposta della BCE alla crisi finanziaria .....	27
4.2) Verso la crisi del debito sovrano.....	30
<b>Conclusioni .....</b>	<b>33</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>34</b>

## INTRODUZIONE

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di ripercorrere le tappe fondamentali che hanno portato alla crisi finanziaria del 2008. Si cercherà di capire come il settore immobiliare americano sia stato in grado di stravolgere l'economia mondiale. Questo tema è oggetto di studio della seguente tesi che viene articolata in quattro capitoli. Il primo capitolo tenterà di ricostruire in maniera essenziale il quadro politico degli USA partendo dagli anni Settanta, soffermandosi su quelle politiche che hanno comportato, poi, lo sviluppo frenetico del settore immobiliare statunitense. Nel secondo capitolo, si avrà modo di capire cos'è un mutuo subprime, per poi osservare la sua importanza all'interno del sistema della cartolarizzazione. Sarà poi possibile comprendere tali fenomeni sotto un aspetto più quantitativo attraverso grafici che evidenziano il business che si venne a creare. La parte finale del secondo capitolo, invece, tratterà di come i mutui trasformati in titoli cartolarizzati siano arrivati in Europa. Il terzo capitolo si sostanzierà sul concetto di crisi vero e proprio. Inizialmente l'attenzione verrà focalizzata sul biennio 2006-2007, periodo nel quale si cominciarono ad avvertire le prime scosse di un terremoto con epicentro localizzato a Wall Street. Infatti, il 15 settembre 2008 fallì Lehman Brothers facendo partire un effetto a catena che sconvolse l'economia reale, tematiche che verranno poi affrontate nella parte finale del capitolo. Il quarto capitolo, invece si concentrerà sull'UE, o meglio su come la BCE sia intervenuta nel cercare di limitare i danni, che poi portarono negli anni successivi alla crisi del debito sovrano.

## Capitolo 1

# QUADRO POLITICO DEGLI STATI UNITI PRE-CRISI

### 1.1 Deregolamentazione dell'attività bancaria

Lo sviluppo della finanza moderna è stata alimentato in buona parte dalla *deregulation*, ossia il processo avviato dagli Stati Uniti negli anni Ottanta, che orientava i mercati finanziari verso una politica di "*laissez faire*". L'obiettivo era sicuramente quello di migliorare la competitività delle banche rispetto ad altri intermediari finanziari che godevano di una regolamentazione più leggera in termini di investimento. I primi punti da chiarire vanno ricercati nelle cause che hanno portato ad emanare questo processo di deregolamentazione dei mercati. Una delle prime cause fu sicuramente la scia di inflazione che colpì gli Stati Uniti dopo l'abbandono degli accordi di Bretton Woods il 15 agosto 1971. Dal momento in cui Nixon aveva sganciato il dollaro dall'oro, le valute mondiali si erano ritrovate l'una contrapposta all'altra senza un'ancora metallica. Il 6 ottobre 1979, dopo una riunione della Fed, Paul Volcker, allora presidente della Fed, annunciò che da quel momento in poi avrebbe imposto regole ferree alle riserve bancarie e vi seguì un aumento drastico dei tassi d'interesse. Questa fu la risposta della Fed a un'ondata di inflazione che stava minacciando la stabilità interna, la posizione globale dell'America e lo status del dollaro. L'inflazione crollò dal 14,8% del marzo 1980 al 3% del 1983. Tale shock disinflazionistico però decretò la fine del settore manifatturiero e la rovina del settore bancario. Il periodo post Bretton Woods fu un disastro per le banche e per le casse di risparmio. In un'epoca di inflazione e tassi d'interesse variabili, le banche non

riuscivano a trattenere i loro depositanti e tanto meno attrarne dei nuovi. All'inizio degli anni Ottanta, la stragrande maggioranza delle quattromila casse di risparmio ancora in piedi erano insolventi. Per l'ideologia di libero mercato che prevaleva all'epoca del Presidente degli Stati Uniti Ronald Reagan (1981-1989), la soluzione migliore per risollevare le banche fu appunto quella di deregolamentare e diminuire i vincoli patrimoniali. Da lì seguirono tutta una serie di provvedimenti che rafforzarono la stabilità finanziaria degli istituti di credito. Primo tra questi fu la legge "*Garn St. Germain*" del 1982, che mirava ad alleviare le pressioni sulle banche e al contempo renderle più competitive. Sempre nel 1982, il Congresso emanò la legge "*Alternative Mortgage Transaction Parity Act*" la quale diversamente dalla prima orientava la liberalizzazione dell'attività bancaria verso il settore immobiliare annullando molte leggi statali che impedivano alle banche di stipulare mutui per la casa diversi dai mutui tasso fisso convenzionali. Di conseguenza le banche erano più libere sia per quanto riguardava l'offerta dei mutui sia per quanto riguardava i tassi di interesse da loro applicati: questo portò a un'espansione senza precedenti del mercato immobiliare che si sostanziò a cavallo degli anni Novanta.

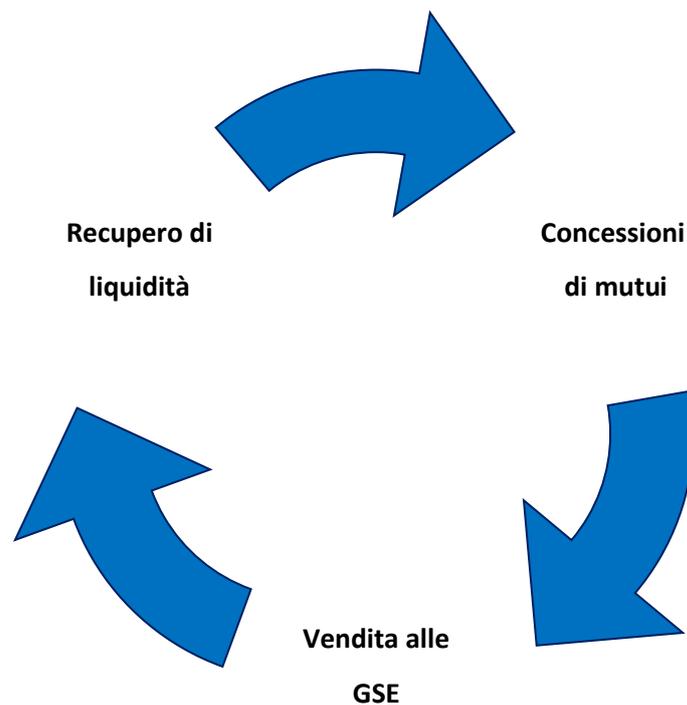
## **1.2 Anni Novanta: Boom del mercato immobiliare**

Come già anticipato nel precedente paragrafo, gli anni Ottanta segnarono la svolta per le banche americane, che da quel momento potevano agire più liberamente sui mercati per via delle forti politiche di deregolamentazione finanziaria. Ma come ha fatto il settore immobiliare a scuotere il sistema finanziario mondiale e farlo precipitare in una crisi globale? La risposta più semplice è che il settore immobiliare, da solo, rappresenta una quota enorme della ricchezza totale negoziabile in tutto il mondo. A partire dagli anni Trenta, la

finanza immobiliare americana era basata sulle banche commerciali e le casse di risparmio locali, i cosiddetti <<savings and loans>>, che concedevano prestiti standardizzati a tasso fisso e a lungo termine. Con la presidenza Clinton (1993-2001) lo scenario cambiò: l'obiettivo degli Stati Uniti era quello di incrementare il numero delle case in modo tale che tutte le famiglie potessero avere una loro proprietà. Si diminuì il tetto per l'acconto minimo (a volte bastava anche un semplice 5%) e vennero creati strumenti alternativi per dare la possibilità, a chi normalmente non ce l'avrebbe avuta, di poter ottenere il mutuo per la casa. Vi è anche una particolarità di carattere sociale: fino a quel momento le pratiche di concessione dei mutui erano sistematicamente riservate alla maggioranza bianca, dagli anni Novanta invece divenne prerogativa del Congresso coinvolgere le minoranze etniche e le fasce sociali svantaggiate. È chiaro, quindi, come tutti questi fattori portarono inevitabilmente a un boom del mercato immobiliare, dove l'offerta si adeguava alla domanda. Il polo centrale del sistema dei mutui americani era la cosiddetta <<*impresa privata sostenuta dal governo*>> (government sponsored enterprise, GSE). Prima della diffusione delle GSE, il finanziamento era fornito da istituzioni di deposito, che offrivano conti di risparmio garantiti dal governo e con tassi di interesse limitati al rialzo. Nella nuova epoca di flessibilità negli accordi monetari, gli istituti bancari capirono che, viste le garanzie dei mutuatari, offrire prestiti trentennali poteva diventare una pratica estremamente pericolosa, soprattutto se il rischio era concentrato su piccoli istituti con limitate capacità di autofinanziamento. La soluzione era agire su larga scala, adottare un nuovo modello di finanziamento basato sulle istituzioni pubbliche, ovvero le GSE stesse. Le più note erano Fannie Mae e Freddie Mac, agenzie governative che acquistavano mutui da banche commerciali. La procedura era la seguente: le banche commerciali concedevano i

prestiti alle famiglie americane e venivano rimborsate quando vendevano i mutui alle GSE; quest'ultime essendo agenzie governative non potevano fallire quindi il loro rating era affidabile. Grazie alla vendita, mentre le GSE provvedevano ai fondi per il prestito, le banche commerciali liberavano i mutui dai loro bilanci, permettendosi di rifinanziarne dei nuovi. Osservando la Figura 1, è possibile comprendere al meglio la struttura del modello <<originate-to-distribute>>, che spalancò le porte alla cartolarizzazione dei mutui subprime, argomento che verrà trattato nel prossimo capitolo.

Figura 1: Modello Originate-to-Distribute



## Capitolo 2

# MUTUI SUBPRIME

### 2.1 Definizione di mutuo subprime

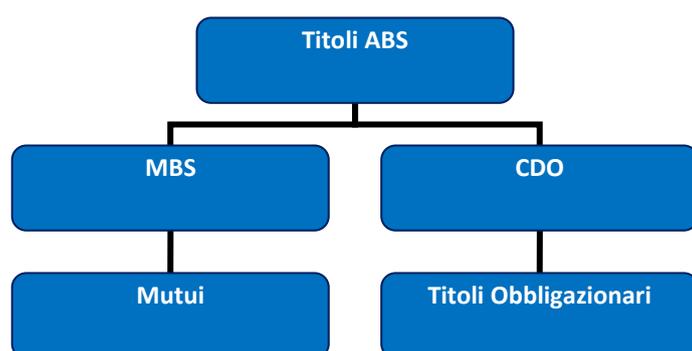
I subprime sono mutui erogati a clienti definiti “ad alto rischio”. Sono chiamati prestiti subprime perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore, vengono definiti di qualità non primaria. Vengono concessi a quei debitori che hanno un pessimo merito creditizio, dovuto magari ai loro standard di reddito che non gli permetterebbero di pagare le rate prontamente oppure perché in passato hanno registrato insolvenze tali da rovinare la loro affidabilità creditizia. Tali tipi di finanziamento cercano di coprire quel segmento di mercato che altrimenti rimarrebbe privo di finanziatori, aprendo le porte del credito a quella classe di persone che, in condizioni meno privilegiate, non riuscirebbero ad ottenere.

### 2.2 La cartolarizzazione dei mutui

Data la definizione di mutuo subprime, si cercherà ora di cogliere le dinamiche interne della cartolarizzazione dei mutui, processo che esisteva sin da prima del boom dell’immobiliare: infatti le prime cartolarizzazioni risalgono agli anni Settanta. Come già anticipato, le GSE operavano con rating salvaguardato, il che fungeva da rete di sicurezza dell’intero sistema permettendo alle banche commerciali di espandere il credito oltre i normali standard. Lavorando con l’aiuto delle banche di investimento, le GSE cominciarono a vendere

direttamente i mutui subprime agli investitori accorpendoli in pool<sup>1</sup> con successiva emissione in titoli. L'agenzia governativa Ginnie Mae realizzò la prima cartolarizzazione nel 1970. Le entrate realizzate dai pool di mutui venivano trasferite agli investitori tramite le GSE. Nel 1977 il sistema si aprì anche alle agenzie private, dopo che Lewis Ranieri e la sua squadra di investitori di Salomon Brothers avviarono la prima cartolarizzazione privatizzata. Tecnicamente, la cartolarizzazione del debito è un processo attraverso il quale una o più attività finanziarie indivise ed illiquide in grado di generare dei flussi di cassa vengono "trasformate" in attività divise e vendibili, ossia in titoli negoziabili denominati *Asset-Backed-Securities* (ABS). A seconda del sottostante che veniva cartolarizzato, si può parlare di *Mortgage-Backed Securities* (MBS) dove il sottostante è un mutuo oppure di *Collateralized-Debt-Obligations* (CDO) dove invece il sottostante sono titoli obbligazionari, come mostrato in Figura 2.

Figura 2: Organigramma raffigurante le varie tipologie di titoli negoziabili utilizzati per la cartolarizzazione

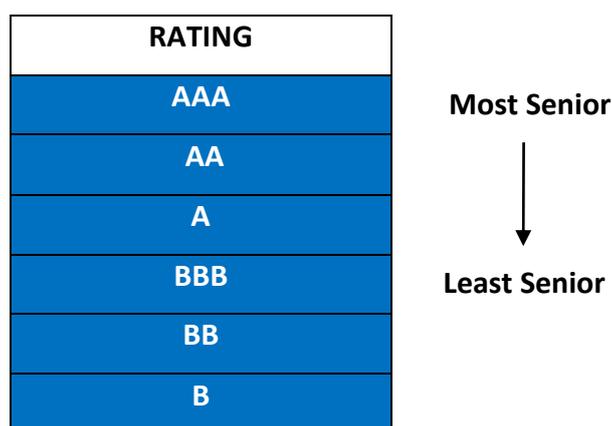


---

<sup>1</sup> Termine inglese inteso come "agglomerato"

Gli MBS permisero alle banche di suddividere i pool di mutui in tranche<sup>2</sup> con diversi profili di rischio. Sia i profitti che le perdite erano allocate alle singole tranche in base al loro grado di rischiosità. Si distinguevano in tranche di alto e di basso livello, quelle di alto livello erano meno rischiose e maggiormente protette dal rischio di estinzione anticipata del mutuo, mentre quelle di basso livello erano destinate a quegli investitori che erano alla ricerca di operazioni sempre più rischiose.

Figura 3: Tranche di alto (Most) e basso (Least) livello suddivise in base al rating



Fonte: <<<https://www.slideshare.net/madhumauthe/the-big-short-110508292>>>

Con la cartolarizzazione gli istituti coinvolti poterono, grazie a queste tranche, spalmare il rischio su più livelli, riducendolo a livelli infinitesimali. Tuttavia, il primo elemento di criticità di questo sistema può essere individuato nelle agenzie di rating, che per mancanza di informazioni non seppero valutare attentamente la rischiosità di queste operazioni e distribuirono numerosi giudizi “tripla A” visto che i mutui, nelle scale di giudizio del rating, normalmente venivano etichettati come “sicuri”. Vi era disinformazione e disinteresse lungo

<sup>2</sup> Termine francese che significa “una porzione di qualcosa”

tutta la catena, le ipoteche passavano per almeno cinque istituzioni: gli originatori, i grossisti di pacchetti di mutui, i sottoscrittori che valutavano i rischi, le imprese sostenute dal governo che gestivano il flusso dei proventi e infine gli investitori. Vista la numerosità dei soggetti coinvolti lungo tutta la catena della cartolarizzazione, gli investitori non furono in grado di valutare attentamente la rischiosità di questi assets, visto che il tutto ruotava attorno alla massimizzazione dei profitti. Tutta queste serie di strumenti resero la cartolarizzazione un prodotto di tendenza e altamente proficuo tanto da attirare, a cavallo tra gli anni Novanta e i primi anni Duemila, altri istituti di credito come le banche d'affari che fino a quel momento erano ancora in fase di sviluppo. Le banche d'affari verranno trattate con maggiore cura nel prossimo paragrafo evidenziando soprattutto il loro ruolo nel business della cartolarizzazione.

### **2.3 L'ascesa delle banche d'affari**

L'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse registrati tra la fine degli anni Settanta e l'inizio degli Ottanta decretarono il successo delle banche d'affari. Come già anticipato, in quel periodo i principali istituti di credito avevano difficoltà a trattenere i depositanti, per via dei tassi d'interesse imposti dalla Fed (vedi pag. 3). Sebbene necessitassero di fondi, la fortuna delle banche d'affari fu dovuta alla loro non dipendenza dai depositi privati. In virtù di ciò proposero alla clientela un nuovo programma di investimento ovvero fondi comuni di investimento del mercato monetario (MMF). Vista l'evidente difficoltà delle casse di risparmio e delle banche commerciali, la clientela sposò il nuovo progetto delle banche d'affari incentivata anche dai tassi d'interesse molto più competitivi di quelli applicati sui depositi. La fiducia nella capacità di gestire i propri rischi unita all'accesso di liquidità derivante dagli MMF permise a banche

come Goldman Sachs, Morgan Stanley e Merrill Lynch di creare una posizione dominante all'interno di Wall Street. Tuttavia, il rapporto tra le banche d'affari e i mutui subprime è da ricercare nel momento postumo alla bolla delle <<dot-com<sup>3</sup>>> in quanto deluse dai loro investimenti erano alla ricerca di nuove opportunità sul mercato. Vista la recente esperienza delle banche commerciali nel settore della cartolarizzazione e le blande politiche finanziarie volute da Clinton, i mutui divennero la soluzione al problema. L'ingresso delle banche d'affari nel business dei subprime affermò la nascita del sistema bancario ombra. Banche d'affari, banche commerciali e istituti di credito ipotecario decisero congiuntamente di creare un'attività integrata di cartolarizzazione senza includere le GSE. Bear Stearns e Lehman Brothers cominciarono, nei primi anni del Duemila, ad acquisire società direttamente specializzate nel credito ipotecario (le cosiddette società-veicolo) incrementando il numero di mutui da loro detenuti e rendendo la filiera ancora più privatizzata. Vista la qualità dei mutui sottostanti, non tutte le tranche erano garanzia di sicurezza e spesso rimanevano invendute; anziché accettare la perdita, le banche d'affari decisero di ampliare l'attività legata alle CDO, emettendo le cosiddette <<CDO-squared>> (ovvero obbligazioni al quadrato). Le CDO essendo obbligazioni derivate da altre cartolarizzazioni, decisero di combinare tra loro le tranche più rischiose (quelle caratterizzate da rating inferiore a tripla B) creando nuovi pool e di conseguenza nuove tranche che diversamente dalle prime avevano un rating migliorato, una

---

<sup>3</sup> La bolla delle "dot-com" è stata una bolla speculativa sviluppatasi tra il 1997 e il 2000. Fu caratterizzata da notevoli investimenti nel settore informatico incentivati dal massiccio sviluppo delle nuove tecnologie. Nel marzo del 2000 le quotazioni cominciarono a calare per via dei pessimi risultati registrati dalle "dot-com companies". Molti investitori vendettero i loro titoli in portafoglio per evitare svalutazioni ulteriori, portando il Nasdaq, l'indice azionario di riferimento, a un calo del 9%.

trippla A. Il boom dei mutui subprime dei primi anni Duemila provocò una crisi finanziaria perché, contrariamente alla logica dichiarata dalla cartolarizzazione, migliaia di mutui convertiti in MBS a marchio privato non erano diffusi al di fuori del sistema bancario, ma immagazzinati nei bilanci degli stessi creatori e cartolarizzatori dei mutui. Banche come Citigroup, Bank of America e Washington Mutual, pur registrando crescite impetuose, rischiavano di far collassare i loro bilanci per via dell'enorme massa di finanziamenti che intasavano le passività. Per non aggravare ulteriormente la situazione, le banche decisero di convogliare la liquidità dei MMF in carta commerciale con garanzia collaterale (*assets-backed commercial paper, ABCP*<sup>4</sup>). Se c'era un canale attraverso cui la crisi del settore immobiliare poteva espandersi verso l'esterno e scatenare una crisi finanziaria globale, era proprio questo: le ABCP che permisero alle banche di finanziare prestiti (sempre sotto forma di titoli) che non figuravano in bilancio. Il boom dei mutui continuò imperterrito, e così anche la domanda globale di asset sicuri americani e l'espansione del sistema bancario ombra. Però, già dal 2006 le curve di rendimento si stavano invertendo e questo stava a significare che il normale modello di finanziamento bancario per cui si sottoscriveva un prestito a breve termine (ABCP) per poterne concedere uno a lungo termine (mutui subprime) cominciava a perdere di credibilità ed efficacia.

#### **2.4 Business dei mutui ipotecari in numeri**

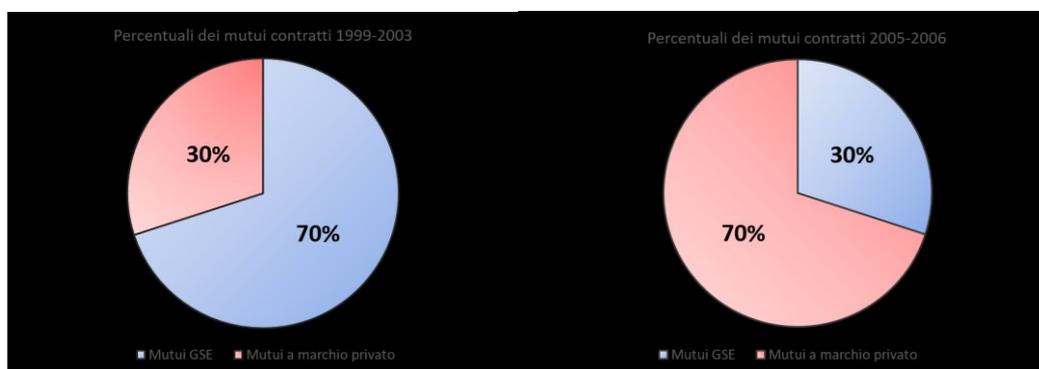
La crescita dei mutui negli Stati Uniti nell'ultima fase del loro boom fu spettacolare. L'aspetto di maggior interesse è da ricercare nel momento in cui le banche d'affari diventano le leader del mercato delle cartolarizzazioni a scapito

---

<sup>4</sup> Questi commercial paper sono dei titoli a breve/brevissima scadenza emessi sul mercato al fine di poter comprare degli assets o di concedere prestiti. Rientrano sempre nella categoria degli ABS.

delle GSE, che fino al 2003 furono protagoniste. Infatti, i grafici in figura 4, mostrano le percentuali dei mutui contratti in due periodi ben distinti, nel tentativo di cogliere al meglio questo passaggio.

Figura 4: Percentuali dei mutui contratti dalle GSE e dalle banche nei periodi 1999-2003 e 2005-2006

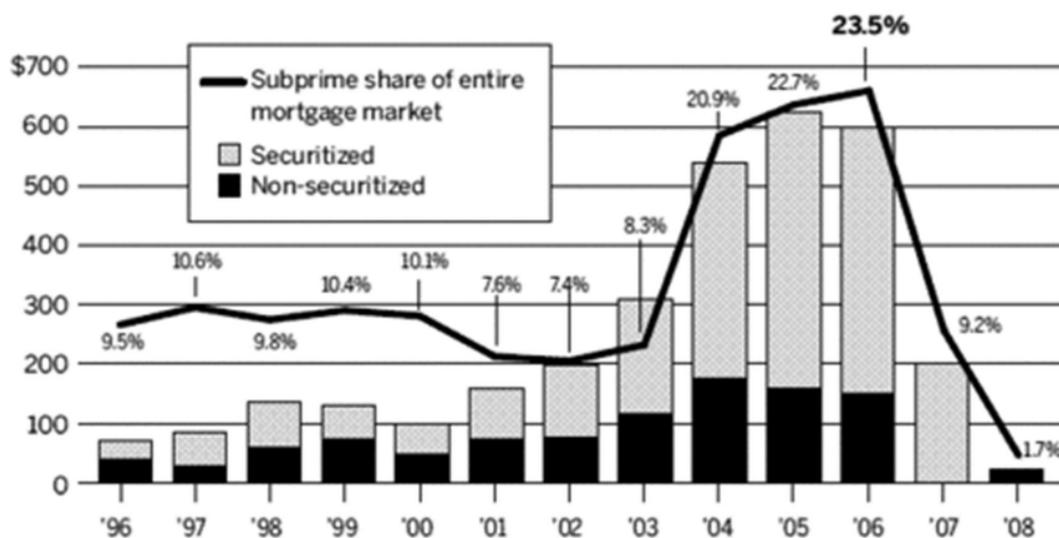


Fonte: <<"Lo schianto" Adam Tooze (2018)>>

I diagrammi riportati in Figura 4, rappresentano le percentuali dei mutui contratti sia con le modalità delle GSE sia con le modalità private delle banche d'affari. Risulta che fino al 2004 le GSE dominavano il gioco della cartolarizzazione con un ampio 70%. Invece nel periodo postumo al 2004, si nota come la situazione si sia capovolta a favore dei mutui a marchio privato. Per capire ancora meglio l'entità di questo ribaltamento, si pensi che i mutui a marchio privato ammontavano a 100 miliardi di dollari nel 2001 mentre nel periodo tra il 2005-2006 ammontavano a un trilione. L'attività delle banche d'affari era molto più maniacale rispetto a quelle delle GSE, volevano gestire quanto più debito ipotecario possibile specialmente se era di bassa qualità perché gli effetti sui rendimenti erano sensazionali. Considerevoli quote di mutui cartolarizzati di

bassa qualità ad alto rendimento furono immesse sul mercato con un rating tripla A. Tutti i maggiori investitori, almeno in quel momento, si stavano arricchendo, il 2006 generò 60 miliardi di dollari bonus per gli operatori finanziari, nel 2007 arrivò a 66 miliardi. Tra il 2000 e il 2008 Richard Fuld, CEO di Lehman Brothers, guadagnò 484,8 milioni di dollari tra stipendi e bonus. Secondo varie stime entro l'estate del 2007 erano stati emessi 5,213 trilioni di dollari in titoli garantiti da mutui a marchio privato, di quali 1,3 trilioni solo dopo il 2003. L'impennata dei mutui post 2003, è possibile osservarla più dettagliatamente nel seguente grafico che mostra l'ascesa e il declino del debito subprime negli Stati Uniti tra il 1996 e il 2008.

Figura 5: Sviluppo dei mutui subprime tra il 1996 e il 2008 (in miliardi di dollari)



Nota: la percentuale dei mutui cartolarizzati è pari al rapporto tra le cartolarizzazioni e creazione dei subprime in un dato anno.

Fonte: <<"Lo schianto" Adam Tooze (2018)>>

Dal grafico, mostrato in Figura 5, emerge con chiarezza la crescita imponente della percentuale dei mutui subprime rispetto al totale, che ha raggiunto l'apice proprio nel 2006, subito prima dello scoppio della bolla immobiliare (e della crisi), insieme all'aumento progressivo della quantità di mutui cartolarizzati e al loro elevatissimo ammontare.

## **2.5 Debito ipotecario americano in Europa**

La crisi dei subprime, sebbene originatasi negli Stati Uniti, si è rapidamente diffusa ben oltre i confini statunitensi, grazie proprio alla cartolarizzazione, strumento che appunto allargò le prospettive degli investitori e fu utile, come si è visto, a spezzare e a diversificare il rischio di credito. Rischio che inevitabilmente si propagò anche negli stati europei, rendendo globale una crisi, che si pensava essere esclusivamente americana. Come avevano fatto le banche europee ad acquisire una fetta così ampia di debito ipotecario americano? Nel 2008 all'incirca un quarto di tutti i mutui cartolarizzati erano detenuti da investitori stranieri. Fannie Mae e Freddie Mac avevano finanziato 1,7 trilioni di dollari dal loro portafoglio in MBS vendendo titoli a paesi stranieri. Nel 2006, al culmine del boom della cartolarizzazione dei mutui negli Stati Uniti, un terzo delle nuove emissioni di MBS a marchio privato era garantito da banche britanniche o europee. Semplicemente le banche europee fecero come le loro controparti americane fecero con gli ABCP, presero soldi a prestito per finanziare prestiti a lungo termine. Le banche europee prendevano in prestito a Wall Street la liquidità necessaria per finanziare i propri pacchetti di mutui negli USA. Per poter accedere al business dei mutui, le banche avevano bisogno di una base di depositanti in dollari. Non disponendo di una base in dollari così sostanziosa da poterle permettere investimenti nella cartolarizzazione, le banche europee

dovettero o convertire i loro finanziamenti da euro (obbligazioni, depositi e prestiti a breve termine) in dollari oppure siglare degli accordi di currency swap<sup>5</sup>. Tuttavia, la cartolarizzazione non era un fenomeno sconosciuto alle banche europee infatti veniva già usata per il finanziamento ipotecario, ma solo dopo gli anni Duemila si conformò allo stile americano, suscitando crescite senza precedenti per i principali istituti di credito. La Francia e il Benelux<sup>6</sup> erano particolarmente importanti perché fungevano da canali attraverso i quali i fondi entravano nell'eurozona dall'esterno. Dalla Francia uscirono 445 miliardi di euro, dopo che ne erano entrati 447 a titolo di prestito, mentre dal Benelux registrò una uscita di 602 miliardi di euro a fronte dei 559 miliardi in entrata. Ponendo l'attenzione su singoli istituti, i bilanci delle tre maggiori banche europee – RBS, Deutsche Bank e BNP – insieme ammontavano al 17% del PIL globale. Il bilancio di ognuna era quasi equivalente al PIL del paese d'origine – rispettivamente Regno Unito, Germania e Francia, ovvero le tre maggiori economie della UE.

---

<sup>5</sup> Il currency swap rientra nelle fattispecie degli accordi di swap, termine inglese inteso come “scambiare qualcosa con qualcos'altro”. Nel currency swap, due controparti si scambiano flussi di denaro in valute diverse calcolati utilizzando tassi di interesse applicati su due capitali nozionali denominati nelle due valute.

<sup>6</sup> Accordo economico dell'Europa composta da Paesi Bassi, Belgio e Lussemburgo.

## Capitolo 3

# LA CRISI GLOBALE

### 3.1 Fallimenti pre-Lehman Brothers

Il sistema appena descritto ha messo le basi per comprendere quali sono state le cause scatenanti della crisi finanziaria del 2008. Politiche di liberalizzazione finanziaria, boom dell'immobiliare, cartolarizzazione dei mutui, complicità delle agenzie di rating unite all'egoismo delle banche e infine la globalizzazione crearono un'implosione del credito interbancario che avrebbe rovesciato l'intera economia mondiale. Sebbene lo scoppio vero e proprio della crisi è riconducibile al 15 settembre 2008, giornata passata alla storia dopo che Lehman Brothers dichiarò istanza di fallimento. I prezzi delle case smisero di aumentare e i tassi di insolvenza stavano crescendo sensibilmente. Una fascia sempre più ampia di investitori in controtendenza cominciò a costruire delle posizioni di *big short* (<<grande scoperto>>) ovvero delle assicurazioni che permettevano agli investitori di coprirsi da un eventuale fallimento delle obbligazioni (CDO). Dal 2006, diventarono sempre più frequenti i cosiddetti *Credit-Default-Swap*<sup>7</sup> (CDS), i quali erano degli strumenti per salvaguardarsi dal rischio di credito. Si supponga che un investitore abbia in portafoglio dieci pacchetti di obbligazioni di dieci diversi emittenti, tutti con rating tripla B e che ogni obbligazione produca un flusso di incassi pari a 100.000 euro ogni anno. Data la probabilità di insolvenza degli emittenti tripla B, l'investitore che vorrebbe coprirsi dal rischio di default

---

<sup>7</sup> I CDS rientrano nella categoria dei derivati sul rischio di credito che offre la possibilità di coprirsi dall'eventuale insolvenza di un debitore contro il pagamento di un premio periodico.

avrebbe così la possibilità di entrare in un *Credit Default Swap* pagando una somma fissa ogni anno (simile ai premi pagati sulle assicurazioni) per essere certo che, nel caso in cui uno o più emittenti risultino inadempienti, la controparte del CDS effettui un versamento pari all'importo non incassato. Tra gli autori di questa mossa c'erano Lippmann alla Deutsche Bank, J.P. Morgan, Goldman Sachs, i quali creando queste posizioni di grande scoperto anticiparono il disastro, in modo che se le obbligazioni fossero davvero fallite avrebbero potuto riscuotere i rimborsi o vendere le loro posizioni CDS a coloro che erano alla ricerca di una protezione sui default. Le banche che adottarono questa forma di prevenzione erano una piccola minoranza. La stragrande maggioranza delle banche di tutto il mondo non coinvolte in queste assicurazioni, erano ancora convinte che grazie alla cartolarizzazione i rischi di default fossero stati distribuiti attentamente, ma alla fine dell'estate del 2007 era ormai chiaro che la realtà fosse ben diversa. Cosa successe effettivamente? Dal 2004 la Fed aveva alzato i tassi di interesse per via dell'effettiva ripresa dell'economia statunitense, i mutui cominciarono a diventare sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenze delle famiglie incapaci di restituire rate sempre più onerose. Di conseguenza la domanda di immobili subì una contrazione, decretando lo scoppio della bolla immobiliare, facendo calare i valori delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti. Vista la poca chiarezza sulla distribuzione dei titoli strutturati nel sistema finanziario, il mercato interbancario subì un forte aumento dei tassi e una significativa contrazione della liquidità bancaria. Le prime ondate di fallimento prima dell'estate del 2007 furono di bassa entità perché non colpirono subito gli istituti di grande dimensione ma bensì quelli di piccola dimensione, perché essendo dotate di scarsa capacità di autofinanziamento non sarebbero state in grado di reggere il colpo, unito al fatto che le autorità statali non mostrarono

grande interesse nell'avviare processi di salvataggio a loro favore. Bear Stearns, la più piccola delle banche d'affari statunitensi, cominciò a registrare perdite già nel primo trimestre del 2007 arrivando poi al 22 giugno, quando si vide costretta al salvataggio di due dei suoi fondi che avevano registrato pesanti perdite sulle MBS. Era estremamente coinvolta nel settore della cartolarizzazione dei mutui. La fortuna di Bear Stearns fu l'acquisizione da parte di JP Morgan che scongiurò la sua bancarotta. La vera e decisiva frattura si ebbe il 9 agosto 2007 con BNP Paribas, la più importante banca francese, che congelò tre dei suoi fondi, per una mancanza di liquidità che non le permise di rimborsare le quote dei sottoscrittori. Con BNP, si era concretizzata una crisi di sfiducia globale tra le banche, non si fidavano più tra loro visto la pochezza di informazioni, non riuscivano a quantificare l'effettiva esposizione nei subprime dell'una rispetto all'altra. Senza fiducia tra le banche, non si prestano più soldi ed ecco che il mercato interbancario si ferma, trasformando la crisi di sfiducia in crisi di liquidità, tutto questo concatenarsi di conseguenze decretò l'inizio concettuale della crisi. Il sistema sfociò nel *credit crunch*. Il 14 settembre 2007, una delle principali società erogatrici di mutui britanniche, la Northern Rock era prossima al fallimento. Le filiali di Northern Rock furono assaltate dai correntisti che volevano urgentemente prelevare i loro depositi. L'aspetto interessante intorno al caso di Northern Rock è che la sua esposizione nella filiera dei mutui americani era minima. In verità, essendo una banca moderna ad alto rapporto di indebitamento, le sue fonti di finanziamento derivavano da mercati ampiamente frequentati da banche esposte nei subprime. La banca inglese, *"che ha continuato a concedere ai clienti prestiti sino a cinque volte l'ammontare dei salari e fino al 125% del valore case"* non aveva osservato con attenzione gli avvenimenti dall'altra parte dell'Atlantico, costringendo la Banca Centrale

d’Inghilterra ad avviare un processo di nazionalizzazione per evitarne la bancarotta. Vista l’evidente difficoltà nel reperimento di liquidità a livello globale, le banche cominciarono a utilizzare i cosiddetti *repurchase agreement* (REPO). I REPO sono strumenti tipici del mercato americano, nel sistema italiano corrispondono ai “pronti contro termine”, che permettono ai soggetti coinvolti nel mercato di poter soddisfare le proprie esigenze di liquidità. Negli USA, i REPO consistono nella vendita di titoli effettuata dai dealer sul mercato secondario dei titoli di Stato. Implica una vendita di titoli a pronti con un simultaneo accordo di riacquisto a termine ad un prezzo prefissato. Grazie a questi contratti finanziari, i dealer riescono a finanziare il proprio portafoglio titoli, rivendendo al Tesoro americano con contratti REPO parte dei titoli sottoscritti alle aste del Tesoro stesso, con l’impegno di riacquistarli entro un certo tempo. Il fallimento di alcune banche all’indomani di quello di Lehman Brothers, dipese proprio dal fatto che non riuscirono a ottenere liquidità REPO, pur avendo come collaterale<sup>8</sup> buoni del Tesoro. La spiegazione di ciò è da ricercare nel fatto che nessuno avrebbe siglato accordi REPO con banche a rischio di fallimento, indipendentemente dalla qualità del collaterale dato a garanzia. È chiaro come questa enorme crisi di liquidità pre Lehman Brothers sia stata determinante per lo scoppio effettivo della crisi finanziaria, crisi che all’inizio si pensasse fosse solo sistemica, che interessasse esclusivamente le banche, invece si stava allargando fino a contagiare l’economia reale.

---

<sup>8</sup> Per collaterale, nella terminologia finanziaria, si intende un bene reale o finanziario concesso in garanzia del puntuale pagamento di un debito. Se alla scadenza, il debitore non è in grado di pagare quanto previsto, il creditore può rivelarsi sul bene, per es. vendendolo, e utilizzando tutto o in parte del ricavato per soddisfare il suo credito.

### **3.2 Shock Mondiale: Lunedì 15 settembre 2008**

Nel precedente paragrafo si è cercato di dare una dimensione generale dello stato di salute dei principali istituti di credito sia americani che europei, facendo particolare attenzione al loro fabbisogno di liquidità. Lunedì 15 settembre 2008 è la data più storica di tutta la crisi, quel giorno fallì una tra le maggiori banche d'affari statunitensi, ovvero Lehman Brothers. Era la quarta banca d'investimento globale, famosa per le sue politiche di investimento molto aggressive in termini di leva finanziaria. Intorno al fallimento di Lehman Brothers c'è da tenere conto del fatto che essa aveva integrato in tutto e per tutto le proprie attività nella filiera della cartolarizzazione dei mutui. Dall'inizio del 2008, il suo capitale azionario aveva perso il 73% del proprio valore. A fine maggio Lehman registrava una riserva di liquidità ancora buona, pari a 45 miliardi di dollari, ma nel giro di 3 mesi ne perse la metà arrivando a martedì 9 settembre con 22 miliardi di dollari. A decretarne la fine fu il declassamento inflitto da S&P, Fitch e Moody's (principali agenzie di rating) facendole registrare un ulteriore calo del prezzo delle azioni, e con esso crollò anche la sua reputazione nel mercato dei REPO. Venerdì 12 settembre, la riserva di liquidità di Lehman arriva a 1,4 miliardi di dollari e fu chiaro che, a meno di un salvataggio statale, la banca sarebbe stata costretta a comunicare l'adesione al "Chapter 11", norma fallimentare a tutela delle società in bancarotta. Lunedì 15 settembre 2008 Lehman ufficializza la bancarotta, sotto il peso di un debito che si aggirava sui 600 miliardi di dollari, l'indice del Dow Jones aveva chiuso in ribasso di 500 punti, realizzando la più grande caduta da quella che era seguita agli attacchi delle torri gemelle in data 11 settembre 2001. Fallì ogni tentativo di salvataggio pubblico, nemmeno la Fed riuscì a farla rilevare da altre banche. Perché Lehman Brothers venne abbandonata al proprio destino? Prima di Lehman Brothers, fu Bear

Stearns a fallire, ma per sua fortuna venne acquisita da J.P Morgan facilitata dalle garanzie governative che coprivano i debiti della banca, l'obiettivo era quello di scongiurarne l'eventuale fallimento che avrebbe ulteriormente peggiorato il clima di sfiducia. Tutti sapevano che i libri contabili di Lehman Brothers erano pieni di titoli tossici, ma dopo il salvataggio di Bear Stearns pensare di salvare anche Lehman era divenuto politicamente impraticabile. Senza garanzia del governo, nessuno acquisterebbe una banca sull'orlo del fallimento. Vani furono i tentativi di Bank of America, che dopo giorni di trattative decise di acquisire Merrill Lynch, e di Barclays, nota banca inglese, che venne bloccata dal governo britannico il 14 settembre. La Federal Reserve non poteva concedere prestiti a Lehman. La pratica di concessione di prestiti da parte della Fed poteva essere fatta solo in presenza di valido collaterale, e se la banca era solvibile. Lehman non era solvente e, per via della sua natura di banca d'affari non disponeva di una base correntizia quindi non aveva collaterale.

Il fallimento di Lehman alimentò un'ondata di panico di scala planetaria, si temeva l'effetto a catena: A chi sarebbe toccato la prossima volta? Infatti dopo Lehman fu il turno di AIG, la società di assicurazione. In virtù di un eccezionale processo di espansione registrato dagli anni Novanta in poi, la sua divisione Financial Products era diventata uno dei principali attori nel mercato dei derivati. AIG era molto esposta sia per quanto riguardavano i CDS sia per quanto riguardava l'esposizione sul settore ad alto rischio dei subprime. Secondo varie stime, i CDS ammontavano a 527 miliardi di dollari e utilizzavano gran parte dei premi ricavati reinvestendoli in MBS. Questo tipo di operazioni si è rivelato negli anni molto profittevole, infatti in soli 5 anni i ricavi sono passati da 737 milioni a 3 miliardi. A seguito dello scoppio della bolla immobiliare e il conseguente fallimento di Lehman Brothers, i dealer che precedentemente avevano

acquistato CDS chiesero ad AIG garanzie aggiuntive, circa la sua solvibilità nel caso in cui i mutui fossero andati in default. In poco tempo AIG si era trasformata in una società ombra con un rapporto di indebitamento pericolosissimo. Conseguentemente il valore delle azioni crollò e la società finì sull'orlo del fallimento. Il Tesoro, attraverso il *Troubled Assets Relief Program*<sup>9</sup> (TARP) iniettò 182 miliardi di dollari contro il controllo del 92% delle azioni. Era ormai chiaro che nessuno era più al sicuro, per la seconda volta nella storia dell'umanità, il mondo era di nuovo crisi, solo che a differenza del crollo del 1929, la Grande Recessione del 2008 era molto più grande. Nella anni Trenta non c'era mai stata una massiccia sincronizzazione di eventi, non c'era mai stato un momento in cui così tante banche rischiarono di fallire all'unisono. La rapidità e la violenza degli effetti furono devastanti, ma a rimetterci più di tutti fu l'economia reale, dove inflazione e disoccupazione facevano da padroni.

### **3.3 Effetti sull'economia reale e i primi interventi di salvataggio**

Nel corso degli anni successivi 2007-2008, si passò da una crisi finanziaria a una crisi reale. Come successe nel 1929, quando una crisi contagia l'economia reale gli effetti possono essere molteplici: fallimento di piccole, medie e grandi imprese, aumenti drastici dei tassi di disoccupazione, instabilità politica, aumento dei rapporti debito/PIL, aumento delle imposte.

A seguito dello scoppio della bolla immobiliare e dei fallimenti nell'interbancario, il settore immobiliare subì un collasso. Rispetto al picco del 2006, nel 2009 i

---

<sup>9</sup> Programma di salvataggio emanato a settembre 2008 dall'allora segretario di Stato del Tesoro statunitense (H. Paulson) e dal presidente della Fed (B. Bernanke) per porre un freno alla crisi finanziaria. Il Tesoro acquistò asset "tossici" dagli istituti di credito per miliardi di dollari, in cambio di partecipazioni sotto forma di azioni privilegiate.

prezzi delle case in America erano ormai calati di un terzo. All'apice della crisi, il 10% dei mutui negli USA era pesantemente in arretrato e il 4,5% di essi sfociava in pignoramenti. Oltre 9 milioni di famiglie avrebbero perso la propria casa. Tra il 2007 e il 2010 il reddito medio annuo di una famiglia americana crollò da 563.000 a 463.000 dollari. Preso da solo questo indicatore può sembrare fuorviante, visto che la statistica prende a campione tutte le famiglie, inglobando anche le famiglie estremamente benestanti. Se invece ci si sofferma nella parte centrale della classifica, è possibile notare meglio questa diminuzione di ricchezza, tra le famiglie di fascia media infatti il reddito medio annuo si è dimezzato passando da 107.000 a 57.800 dollari. Si dovesse ulteriormente allargare il campo d'indagine includendo anche le minoranze etniche, gli effetti sul reddito medio sarebbero ancora più devastanti. Nella parte iniziale del precedente capitolo è stata menzionato il fatto che il boom immobiliare interessò maggiormente le fasce di reddito più basse, principali destinatarie dei subprime. Il reddito medio di questa parte della popolazione tra il 2007 e il 2010 scese dell'80%, non contando il fatto che rispetto agli altri strati della popolazione aveva rischi di insolvenza maggiori e di conseguenza maggiori probabilità di subire pignoramenti. Visto l'evidente crollo nei consumi dovuto all'impovertimento generale delle famiglie è chiaro che il tutto comporta un'indebolimento della domanda di beni. Negli USA, epicentro della crisi, il crollo dell'occupazione fu sorprendente. Si pensi che nell'inverno 2008-2009 il tasso mensile occupazionale raggiunse le 800.000 unità. Le più colpite furono le classi di giovani lavoratori non specializzati. Con il precipitare dei consumi delle famiglie e gli investimenti delle aziende, dei 60 paesi che a cadenza trimestrale fornivano all'FMI le statistiche sul proprio PIL, 52 registrarono una contrazione nel secondo trimestre del 2009. Decine di milioni di persone piombarono nella

disoccupazione. Quando il mondo si accorse di essere nel pieno di una crisi economica, la prerogativa delle banche centrali, soprattutto Fed e BCE fu quella di circoscrivere quanto più possibile la crisi, evitando che gli effetti si amplificassero ulteriormente. La Fed come prima cosa invertì la tendenza di aumento dei tassi di interesse che era cominciata nel 2004, attuando una politica di liquidità espansiva. Il risultato fu l'allargamento della base monetaria negli USA: da 841 milioni di dollari nell'agosto 2008 a 1.433 miliardi in novembre, un aumento di ben 592 miliardi in soli 4 mesi. Come già anticipato per il caso di AIG, gli USA introdussero il TARP (vedi pagina 24, nota 9) nel settembre del 2008, che permise al Tesoro di comprare asset, o iniettare capitale, per un totale di circa 700 miliardi di dollari. La finalità era quella di ripulire gli istituti da quei titoli "tossici" che avevano compromesso la loro stabilità. La parte relativa ai salvataggi della BCE viene rimandata al prossimo capitolo, dove inoltre sarà possibile capire le connessioni tra la crisi finanziaria del 2008 e la crisi dei debiti sovrani del 2010, che fu uno dei temi caldi di tutta la crisi dell'Eurozona.

## Capitolo 4

# LA SITUAZIONE IN EUROPA

### 4.1 La risposta della BCE alla crisi finanziaria

Il presente capitolo si concentrerà esclusivamente sulla BCE e su come sia intervenuta a sostegno delle banche europee colpite dalla crisi finanziaria nel periodo compreso tra l'agosto 2007 e gli inizi di settembre 2010. Oltre a ridurre i tassi di interesse a livelli non osservati nei paesi dell'area euro nei decenni precedenti, l'Eurosistema ha attuato una serie di misure non convenzionali di politica monetaria durante il periodo di tensioni acute nei mercati finanziari, in particolare il *"maggiore sostegno al credito"* e il *"Programma di acquisto nei mercati obbligazionari"*. Come già anticipato, il 9 agosto 2007, dopo la chiusura dei fondi di BNP Paribas, avvenne la spaccatura delle fiducie reciproche tra le banche aprendo le porte a una crisi di liquidità. Queste tensioni hanno rischiato di pregiudicare il funzionamento del mercato monetario. La BCE per fronteggiare l'imminente crisi di liquidità iniettò lo stesso giorno 95 miliardi di euro su base *overnight*. Verso la fine del 2007 la BCE ha anche adottato procedure d'asta speciali per contrastare i gravi timori delle banche circa l'ottenimento di liquidità per il periodo di fine anno. Oltre a iniettare liquidità nei mercati, l'obiettivo della BCE era mantenere la stabilità di prezzi: infatti decise a luglio 2008 di innalzare il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base al 4,25% per cento. È chiaro che dopo il fallimento di Lehman Brothers la crisi finanziaria si sia aggravata propagandosi al settore reale, con un peggioramento rapido e sincronizzato della situazione economica nella maggior parte delle

economie e un tracollo del commercio mondiale. La BCE avviò procedure di risanamento in comune accordo con altre importanti banche centrali come Bank of England, Federal Reserve, Sveriges Riksbank e la Banca nazionale Svizzera, riducendo il tasso di interesse di politica monetaria di 50 punti base l'8 ottobre 2008. In climi di instabilità, è chiaro che il meccanismo di trasmissione della politica monetaria rischia di essere compromesso. Quando i mercati dei titoli finirono per prosciugarsi, si verificò il problema che le banche riducessero rapidamente l'offerta di prestiti e trasmettessero il conseguente aumento dei costi di finanziamento, da loro sostenuti, alle famiglie e alle imprese sotto forma di interessi più elevati sul credito. Il consiglio direttivo della BCE, per mantenere stabile il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, decise di adottare una serie di misure non convenzionali dando vita al programma di *“maggiore sostegno al credito”*. Tali misure non convenzionali, comprendevano i seguenti elementi:

- In primo luogo, la BCE applicò una procedura d'asta “ a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi” in tutte le operazioni di rifinanziamento. La particolarità è che, differentemente dalla prassi ordinaria, la concessione di liquidità da parte della BCE eguagliava l'ammonatare richiesto dalle singole banche, in modo tale che riuscivano ad ottenere le risorse sufficienti per i loro fabbisogni. L'obiettivo di tale manovra era quello di poter salvaguardare le risorse delle banche nel breve termine, in modo che potessero concedere credito a famiglie e imprese a tassi agevolati.
- Successivamente, furono ampliate le liste delle attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento per agevolare l'accesso alle

operazioni dell'Eurosistema nell'intento di abbassare i vincoli del lato dell'attivo di bilancio delle banche.

- Infine la BCE decise di ampliare il suo range di operazioni legate al rifinanziamento cercando di distribuire liquidità a più lungo termine con scadenze fino a sei mesi. L'allungamento delle scadenze consentì alla banche di bilanciare gli ammontari di investimenti e finanziamenti.

Il livello molto elevato della domanda di liquidità nell'ambito della procedura d'asta "a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi", unita alle operazioni di rifinanziamento di lungo termine, permise alla BCE di soddisfare il fabbisogno delle banche dell'area euro e allo stesso tempo riuscì ad ampliare il suo ruolo di intermediario tra le principali istituzioni finanziarie. Infine, se il "*maggiore sostegno al credito*" permise la stabilizzazione delle liquidità bancarie, il "*Programma di acquisto di obbligazioni garantite*" (Covered bond purchase programme, CBPP) contribuì alla riattivazione del mercato delle obbligazioni garantite. Il 30 giugno 2010, quando il programma fu portato a compimento, furono acquistate obbligazioni per un totale di 422, di cui il 27% nel mercato primario e il restante 73% nel mercato secondario. Alcuni mercati nazionali hanno registrato un incremento significativo del numero di emittenti e degli importi in essere ed i relativi mercati delle obbligazioni garantite hanno acquisito maggiore spessore e ampiezza.

Grazie alla combinazione tra queste manovre della BCE, l'economia europea iniziò a riprendersi durante il 2009. Tuttavia la scia di salvataggi bancari portò delle conseguenze, che però non colpirono l'intero Eurosistema ma solo alcuni dei paesi facenti parte. Molti paesi per risolvere i problemi legati alla liquidità dei loro istituti di credito, furono costretti ad indebitarsi pesantemente per

sostenere gli oneri dei salvataggi comportando una forte contrazione del PIL. Questa è la premessa della crisi del debito sovrano. La trattazione della crisi del debito sovrano viene rimandata al prossimo paragrafo, che fornisce una visione generale di quella che fu la vera “crisi dell’Eurozona”.

#### **4.2 Verso la crisi del debito sovrano**

La crisi del debito sovrano non rappresenta altro che uno sviluppo della crisi finanziaria del 2008, dove il tema centrale non erano le banche ma gli stati. La causa è stata, come brevemente accennata nel precedente paragrafo, il forte sbilanciamento dell’intervento pubblico sul versante finanziario, che portò ad una grave esposizione debitoria degli stati europei. Non tutti i paesi dell’eurozona subirono nella stessa entità questa nuova ondata di crisi in quanto tra loro si presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. I cosiddetti paesi “core” (come la Germania) si distinguevano per i loro livelli contenuti in termini di debito pubblico e per la loro attività economica molto più solida a scapito dei paesi “PIIGS” (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) che invece si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legate all’indebitamento accumulato negli anni, all’incremento incontrollato del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL. Infatti la crisi del debito sovrano ha avuto epicentro nei paesi periferici dell’Eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi estendersi nel corso del 2011 a Spagna e Italia. Uno dei casi più eclatanti di questa nuova crisi fu il caso della Grecia a ottobre 2009, dopo che fu resa pubblica la notizia della sua falsificazione dei conti pubblici per soddisfare i parametri europei. In poco tempo, il deficit greco passò dal 6 al 13% del PIL, e il debito venne rivalutato al 127% del PIL, con un 70% detenuta all’estero.

A maggio 2010 per evitare il tracollo definitivo della Grecia, i paesi dell'Eurozona e il FMI hanno approvato un prestito di salvataggio di 110 miliardi di euro, erogati a rate nei 3 anni successivi. Successivamente, nel mese di novembre, è emersa la crisi del sistema bancario irlandese: il Governatore della banca centrale irlandese ha rivelato che le perdite delle banche domestiche ammontavano a 80 miliardi di euro (pari al 55% del PIL) e le istituzioni europee sempre con l'aiuto del FMI hanno approvato un programma di salvataggio pari a 85 miliardi di euro. Nell'aprile del 2011, anche il Portogallo fu costretto a chiedere l'intervento dell'Unione Europea. Grazie all'accordo "*Troika*" lo stato portoghese ottenne 78 miliardi di euro per tre anni. In Italia, il rendimento dei Btp decennali raggiunse livelli prossimi al 7%, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Lo *spread*<sup>10</sup> è passato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base. Ciò ha comportato per l'Italia un declino in quanto gli investitori hanno iniziato a vedere i titoli di stato italiani sempre più rischiosi. A marzo 2012 fu approvato il "*fiscal compact*", un accordo tra 26 Stati Membri dell'Unione Europea. Il *fiscal compact* stabiliva che il deficit strutturale non potesse essere superiore allo 0,5% del PIL e che il debito pubblico rapportato al PIL dovesse diminuire ogni anno di ammontare pari a 1/20 della distanza tra il suo livello effettivo e la soglia del 60%. Nel giugno 2012 fu il turno della Spagna che si vide costretta a chiedere un sostegno finanziario all'UE, che si concretizzò con la concessione di 100 miliardi di euro. In definitiva, consistenti furono i salvataggi attuati ai vari paesi UE, logorati nuovamente da questa evoluzione che ha subito

---

<sup>10</sup> In generale, il termine "spread" significa una differenza tra due tassi, che viene spesso misurata in punti base. In questo contesto lo spread è inteso come differenza tra il tasso di rendimento dei paesi europei rispetto a quello al tasso di rendimento dei Bund tedeschi.

la crisi finanziaria del 2008. In totale gli aiuti erogati raggiunsero i 3.166 miliardi di euro, sotto forma di garanzie (2.433 miliardi), ricapitalizzazioni (472 miliardi) e linee di credito e prestiti (251 miliardi).

## CONCLUSIONI

Alla luce dei fatti appena descritti, sicuramente il punto zero di tutta la crisi fu il mercato immobiliare americano. Diversamente dalle altre crisi, quella del 2008 colpì gli Stati Uniti e in generale tutto il mondo dove faceva più male, vale a dire a “casa”: milioni di persone persero le loro abitazioni, altre dovettero affrontare il guaio della disoccupazione oppure cessare l’esercizio delle loro attività. Quello che americani, europei ed altri sperimentarono nel 2008 fu un’implosione del credito interbancario. Nessuna delle principali banche centrali fu in grado valutare in anticipo il rischio. Fu proprio questo l’errore, tale rischio venne più volte “camuffato” e in altri contesti “sottovalutato”: camuffato dalle agenzie di rating che, per la loro complicità, non seppero o non vollero quantificare effettivamente la rischiosità di questi famosi “titoli tossici”; sottovalutato dalle banche d’affari che continuarono imperterrite a registrare entrate eccezionali, non curanti dell’aumento dei tassi di insolvenza. Il 15 settembre 2008 verrà ricordato per quei giorni difficili, per quelle immagini drammatiche dei dipendenti di Lehman Brothers che rimanevano attoniti davanti ai suoi uffici, quando ormai ogni speranza di salvataggio era svanita. La sfiducia tra le banche e la successiva crisi di liquidità permisero alla crisi di diventare fenomeno globale e di propagarsi contagiando l’economia reale. La crisi portò alla recessione le economie di tutto il mondo e, nonostante i tentativi di salvataggio messi in atto dalla autorità politiche, le conseguenze di questo fenomeno furono piuttosto gravi e per molti versi continuano tuttora.

## BIBLIOGRAFIA

- ADAM TOOZE (2018), "Lo schianto 2008-2018 Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo" , Mondadori, Milano, prima edizione 2018.
- BOLLETTINO MENSILE BCE (2010), "La risposta della BCE alla crisi finanziaria", pp. 61-77.
- P. ALESSANDRINI, "Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza", Il Mulino, Bologna, seconda edizione, 2015.