



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

DALLA CRISI FINANZIARIA GLOBALE  
ALLA SITUAZIONE ATTUALE

FROM THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS  
TO THE CURRENT SITUATION

Relatore:  
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:  
Michela De Nisco

Anno Accademico 2018/2019

*Ai miei genitori*

## INDICE

Introduzione .....	4
Capitolo 1 La crisi finanziaria del 2007-2008 .....	5
1.1 La crisi e il suo sincronismo globale .....	5
1.2 Le misure adottate .....	10
Capitolo 2 La crisi dell'Eurozona .....	19
2.1 Il debito sovrano .....	19
2.2 "Whatever it takes" .....	32
Capitolo 3 La situazione attuale .....	36
3.1 L'Europa e la Brexit .....	36
3.2 America e Cina .....	40
Conclusioni .....	44
Bibliografia .....	48
Sitografia .....	49
Ringraziamenti .....	50

## INTRODUZIONE

Il presente elaborato è volto a ricostruire lo scenario globale dagli anni della crisi finanziaria del 2007-2008 alla situazione odierna, descrivendo gli eventi che si sono succeduti e che pertanto hanno influenzato l'attuale contesto.

Comprendere la realtà in cui si vive, conoscere gli avvenimenti che hanno portato a determinate condizioni economiche, e capire anche il senso di molti interventi istituzionali, è di fondamentale importanza e dovrebbe essere di primario interesse per tutti.

Tre sono i macro-periodi che hanno contraddistinto gli ultimi dodici anni, e tre sono dunque i capitoli in cui viene articolata la seguente tesi. Nel primo capitolo viene trattata la questione della crisi finanziaria originatasi in America nel 2007, spiegandone le cause, la diffusione al resto del mondo, e le conseguenti misure di salvataggio. Nel secondo capitolo viene affrontata la crisi dell'Eurozona che ha coinvolto i debiti sovrani dei Paesi PIIGS, con l'esposizione di tutte le vicende che si sono susseguite e che hanno rallentato la ripresa dell'UE. Infine, nel terzo capitolo si prendono in esame le problematiche attuali che stanno sconvolgendo nuovamente gli equilibri, quali il caso Brexit e la disputa commerciale tra America e Cina.

## **Capitolo 1**

### **LA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2008**

#### **1.1 La crisi e il suo sincronismo globale**

Causa della crisi, nata in America e diffusasi poi nel resto del mondo per la sua portata globale, fu il tracollo di Wall Street nel 2007 innescato dallo scoppio di una bolla speculativa interna al mercato immobiliare, essendo questo fondato su mutui ipotecari subprime tossici.

I presupposti risalgono ai primi anni Duemila quando negli Stati Uniti si formò questa bolla immobiliare: favoriti dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve che mantenne tassi di interesse bassi in seguito alle vicende del Paese in quegli anni, i prezzi delle abitazioni crebbero sempre di più e in misura rilevante. Con i tassi d'interesse convenienti i prenditori di fondi, ossia le famiglie, poterono dunque richiedere mutui ipotecari a basso costo, portando l'aumento della domanda di abitazioni e di conseguenza dei relativi prezzi. D'altra parte gli stessi istituti finanziari non si limitarono a concedere mutui essendo i beni immobili la forma più importante di collaterale per il prestito: in caso di

insolvenza del mutuario infatti potevano recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione.<sup>1</sup>

A questo punto la finanza immobiliare americana si trasformò in una forza dinamica e destabilizzante per l'interazione di quattro fattori: la cartolarizzazione dei mutui, il loro inserimento nelle strategie di crescita bancaria espansive e ad alto rischio, la mobilitazione di nuove fonti di finanziamento e l'internazionalizzazione.<sup>2</sup>

Attraverso la cartolarizzazione la crescita dei mutui ipotecari raggiunse livelli ancora più alti in quanto gli istituti creditizi ebbero la possibilità di trasformare questi mutui in un titolo, trasferirlo a soggetti terzi (le cosiddette società veicolo) e recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi, consentendo loro quindi di reinvestire il denaro per concedere ulteriori prestiti e liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori di fondi.<sup>3</sup> Pertanto disincentivarono la corretta valutazione dell'affidabilità dei clienti, ed erogarono mutui anche a quella fascia di clientela che non poteva accedere ai tassi di interesse di mercato e che, per la sua storia creditizia, era considerata ad alto rischio di insolvenza. Si formarono così i famosi mutui subprime. La cartolarizzazione permise altresì alle istituzioni finanziarie di realizzare profitti molto elevati grazie allo strumento di leva finanziaria, con il

---

<sup>1</sup> Consob: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

<sup>2</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 51

<sup>3</sup> Consob: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

quale si può espandere l'esposizione sul mercato a fronte di un investimento sostanzialmente modesto di capitale proprio, ma le espose anche al rischio di perdite ingenti.

Le società veicolo a loro volta offrirono poi questi titoli, ossia pacchetti di vari mutui comprendenti al loro interno anche i subprime, a breve termine a investitori interessati, i quali a seconda della loro propensione al rischio mirarono a tranche di diverso livello: un livello più basso significava un maggior rendimento ma anche un maggior rischio di default (e viceversa con un livello più alto). E il problema stette proprio nella valutazione di questi titoli: quelle che erano tranche ad alto rischio vennero indicate come a basso rischio (anche in seguito all'introduzione delle CDO, obbligazioni garantite dal debito), e le agenzie di rating non fecero altro che assecondare classificazioni del genere, confermandole come tripla A, marchio di qualità e di asset sicuri. Oltretutto i titoli cartolarizzati furono sottoscritti da molti investitori sia negli USA che in Europa, circostanza che creò i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie europee.

La situazione degenerò quando nel 2004 la Fed cominciò ad alzare i tassi di interesse in risposta alla ripresa dell'economia del Paese, non rendendosi conto dei cambiamenti strutturali che il boom dei rifinanziamenti ebbe innescato

nell'industria dei mutui.<sup>4</sup> Da lì in poi quest'ultimi divennero sempre più costosi e molte famiglie, incapaci a quel punto di ripagare le rate, divennero insolventi. La domanda di immobili si ridusse, il valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti fece marcia indietro svalutandosi, e così alla fine del 2006 la bolla immobiliare scoppiò.

Nell'economia reale le famiglie furono costrette a tagliare le spese e i consumi. Ne derivò la contrazione della domanda dei beni, quindi il crollo della produzione e dell'occupazione. In sintesi un'ampia parte dell'economia Nord Atlantica andò verso la recessione.

Ma ciò che rese così grave il crollo del 2007-2008 fu il suo straordinario sincronismo a livello globale: registrandosi un calo delle spese e quindi della domanda, importazioni ed esportazioni di tutti i generi di beni di scambio e tra tutti i paesi subirono una forte riduzione, con conseguente calo di produttività e occupazione anche nel resto del mondo. Ed ancor più importante fu la questione della liquidità globale: nei bilanci delle banche europee alla fine del 2007 vi fu uno squilibrio tra le attività in dollari (prestiti) e le passività nella medesima valuta (finanziamenti attraverso depositi, obbligazioni o prestiti) che ammontò a circa 1.3 trilioni, quando la Banca Centrale Europea ebbe a disposizione poco più

---

<sup>4</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 80



di 200 miliardi di dollari.<sup>5</sup> Infatti i fondi comuni di investimento americani, che fino a quel momento costituirono una fonte chiave di finanziamento in dollari per le megabanche d'Europa, entrarono in crisi come tutti gli altri istituti finanziari, e con il settore dei prestiti interbancari congelato a causa di un forte aumento dei tassi e ad una significativa contrazione generale nella disponibilità di concedere crediti, le banche europee si trovarono in grosse difficoltà nel reperire dollari per finanziare i loro portafogli. E tale pressione si fece sentire, seppur in misura minore, anche in tutti gli altri paesi.

In definitiva la produzione industriale, i mercati azionari e monetari, e il commercio crollarono alla stessa velocità della Grande Depressione del 1929, a differenza tuttavia che negli anni Trenta non ci fu mai stata una tale massiccia sincronizzazione di eventi, e non ci fu nemmeno mai stato un momento in cui così tante tra le maggiori banche del mondo rischiassero di fallire all'unisono.<sup>6</sup>

Nella teoria si pensò che, grazie alla cartolarizzazione, si fossero distribuiti i rischi in modo che eventuali gravi perdite sarebbero state riassorbite dalla più ampia base dell'economia. Ma alla fine del 2007 fu ormai chiaro come la realtà fosse tutt'altra.<sup>7</sup> Le istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui subprime registrarono pesanti perdite, i titoli cartolarizzati subirono vari

---

<sup>5</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 102

<sup>6</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 184

<sup>7</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 161

declassamenti del merito creditizio da parte delle agenzie di rating perdendo quindi valore e diventando illiquidabili, e le banche di tutto il mondo si ritrovarono con un'insufficienza di dollari indispensabili per sopperire ai propri finanziamenti. Dalla crisi di fiducia dei depositanti e degli azionisti verso le banche si sviluppò dunque una crisi di liquidità determinata dal clima di pessimismo e di diffidenza tra le banche stesse.

## **1.2 Le misure adottate**

Tali circostanze condussero una sfilza di banche e fondi di investimento verso il fallimento, tanto che a quel punto al centro dell'attenzione non vi fu più la crisi dell'immobiliare quanto piuttosto il possibile fallimento di una banca d'affari: ormai non furono più le singole banche a dover essere salvate, ma tutto il sistema finanziario, interi mercati e settori.<sup>8</sup> Fu così che si capovolsse l'ideologia prevalente del *laissez-faire* (mercati liberi e regolamentazione leggera) per passare alla mobilitazione rapida di tutte le risorse che lo Stato ebbe a disposizione per salvare l'infrastruttura finanziaria della società dal rischio di implosione sistemica.<sup>9</sup>

I salvataggi coinvolsero l'intera economia integrata atlantica e furono impegnati più di 7 trilioni di dollari. I principali meccanismi di intervento

---

<sup>8</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 185

<sup>9</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, pp. 186-187

riguardarono i prestiti alle banche, la ricapitalizzazione, gli acquisti di asset, e le garanzie statali sui depositi bancari, sui debiti delle banche e talvolta addirittura sul loro intero bilancio.<sup>10</sup> Banche centrali, ministeri delle Finanze e regolatori bancari dovettero adottare un qualche mix tra tutte queste misure.

Molti dei programmi di supporto del Tesoro e della Fed riuscirono a salvare alcuni tra i maggiori istituti di credito statunitensi, ponendo lo Stato come intermediario principale negli accordi di acquisizione e fusione tra le singole banche (caso J.P. Morgan che acquisì Bear Stearns), o nazionalizzando società fornendo loro linee di credito e reintegrando il loro capitale (caso Fannie Mae e Freddie Mac). Anche in Europa furono definiti piani nazionali di salvataggio in base alla situazione presente delle banche e della politica locale: Regno Unito, Germania, Italia, Belgio, Olanda, Spagna e Austria adottarono una combinazione di nazionalizzazione, ricapitalizzazione, offerta di garanzie, e iniezione di liquidità. In particolare la Banca centrale britannica procedette alla nazionalizzazione della Northern Rock, istituto di credito specializzato nei mutui immobiliari, poi alla ricapitalizzazione e all'acquisto ingente di bond a favore di altri istituti; Francia, Belgio e Olanda si occuparono del salvataggio di altri due grandi gruppi finanziari, Dexia e Fortis, iniettando liquidità e sottoponendole a una parziale nazionalizzazione; la Germania attuò il piano di salvataggio più

---

<sup>10</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 189

grande della storia tedesca al fine di risollevarlo dal tracollo l'Hypo Real Estate; l'Italia invece mise a bilancio miliardi di euro per ricapitalizzare le banche e offrire garanzie.

Tuttavia quel che non venne attuato fu il salvaggio della Lehman Brothers, una società attiva nei servizi finanziari a livello globale, essendo questa insolvente e non avendo il collaterale valido richiesto dalla Fed per poter concedere prestiti. E forse fu anche per una questione politica, ma ciò che comunque a posteriori è certo è che sottovalutarono la gravità delle ricadute di tale fallimento. Il 16 settembre 2008, passato alla storia come 'il giorno dopo la Lehman', fu il giorno in cui i mercati monetari globali entrarono in crisi.<sup>11</sup> Essendo la più grande bancarotta degli Stati Uniti, fu un devastante shock per la fiducia globale: si iniziò a mettere in discussione la solidità di altre banche d'affari come la Lehman, ed a preoccuparsi per gli effetti dell'esposizione degli altri partecipanti al mercato verso istituti simili. Questo brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori determinò di conseguenza una nuova drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi a breve termine.<sup>12</sup>

Con l'aggravarsi della crisi dunque il governo americano dovette continuare ed estendere il proprio piano di salvataggio, designando un programma di acquisto di

---

<sup>11</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 3

<sup>12</sup> Consob: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

titoli cartolarizzati al fine di, da una parte togliere gli elementi tossici al sistema, e dall'altra fornire liquidità. Il programma prese il nome di *Troubled Asset Relief Program (TARP)* e comportò emissione di liquidità dalla Fed al mercato bancario a tassi prossimi allo zero. Successivamente il suo obiettivo fu leggermente modificato per consentire al governo di acquistare azioni privilegiate di otto grandi banche (tra cui Citigroup e Morgan Stanley), salvare il settore automobilistico e ripristinare in parte la disponibilità di credito per privati e imprese. Complessivamente il TARP raggiunse 700 miliardi di dollari.

Per quanto fosse un grande aiuto all'economia statunitense, non fu risolutivo del problema della liquidità globale di dollari. La Fed si trasformò allora in prestatore di ultima istanza nei confronti dell'intero sistema finanziario globale, non solo di quello americano: fornendo un capitale provvisorio di liquidità dell'ordine di trilioni di dollari e tagliato sulle necessità delle banche di Stati Uniti, Europa e Asia, eseguì una mossa senza precedenti, di portata straordinaria e del tutto non preventivata.<sup>13</sup> Dapprima, nel 2007, ripresentò uno strumento nato nel periodo di Bretton Woods, le cosiddette "linee di swap valutario", con le quali la Fed poté prestare dollari alle altre Banche centrali in cambio del corrispettivo controvalore nella loro valuta. Successivamente invece, a distanza di circa due anni, introdusse il *Quantitative Easing (QE1)*, uno strumento non convenzionale

---

<sup>13</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 227

di politica monetaria basato sull'acquisto e mantenimento nel bilancio della Federal Reserve di cospicui quantitativi di titoli scadenti a lungo termine in cambio di liquidità immediata. Quindi la Banca centrale americana non solo procurò base monetaria al sistema, ma assorbì anche lo sbilancio di scadenze che tanto mise sottoppressione le Banche.

A tutto ciò si aggiunse sempre nel 2009 *l'American Recovery and Reinvestment Act*, il più ampio intervento di stimolo fiscale intrapreso in Occidente sull'onda della crisi, nonché il più ampio di tutta la storia americana.<sup>14</sup> Circa 725 miliardi di dollari andarono in sgravi fiscali, in sussidi alla disoccupazione e alle pensioni, nell'estensione della copertura sanitaria per le fasce di popolazione con basso reddito, ed infine nell'energia verde e nelle migliorie alle infrastrutture. Il risultato fu di un impatto positivo rilevante sull'economia americana ancora vacillante, grazie soprattutto agli stabilizzatori automatici che ridussero le fluttuazioni economiche.

A quel punto non rimase allora che procedere sul piano della regolamentazione al fine di “aggiustare la finanza”.<sup>15</sup> La Fed e il Tesoro collaborarono all'introduzione di un nuovo regime di regolazione e controllo noto con il nome di *stress test*, con lo scopo di sondare e certificare la solidità di tutte le grandi banche

---

<sup>14</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 308

<sup>15</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 324

che operarono in America in quel periodo.<sup>16</sup> I funzionari delle due istituzioni americane avrebbero sottoposto i bilanci delle singole banche ad un ipotetico caso di catastrofe finanziaria, al fine di stimare a quanto sarebbero ammontate le perdite e quante risorse avrebbero potuto impiegare per sostenere lo shock. Alle banche risultate a rischio sarebbe stato imposto l'obbligo di reperire capitale supplementare; quelle che invece avessero superato lo stress test avrebbero guadagnato un'implicita garanzia essendo giudicate sicure da istituzioni quali Fed e Tesoro. In sintesi il Tesoro e la Fed si trasformarono in somme agenzie di rating creditizio e custodi della fiducia nel sistema finanziario americano,<sup>17</sup> tanto che i stress test furono non solo un nuovo regime di controllo precauzionale di vasta portata, ma anche l'intreccio tra l'apparato statale americano e le grandi banche.<sup>18</sup> Il regime degli stress test fu poi perpetuato e istituzionalizzato con il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, l'atto di regolamentazione più significativo degli ultimi decenni firmato da Obama nel 2010. Noto anche come il Dodd-Frank Act, tale legge introdusse 398 nuove norme per il settore finanziario: prevede l'istituzione di due agenzie per il monitoraggio del rischio sistemico e dello stato dell'economia (*Financial Stability Oversight Council* e *Office of Financial Research*), stabilì una serie di regole sul controllo delle banche da parte

---

<sup>16</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, pp. 331-332

<sup>17</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 332

<sup>18</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 334

della Fed, designò varie autorità al fine di vigilare sull'operato delle istituzioni finanziarie, e decretò la cosiddetta *Volcker Rule*, una norma volta a limitare l'attività speculativa delle banche e a separare le attività commerciali da quelle di investment banking, con lo scopo di tutelare i risparmiatori dalle speculazioni e di rendere più stabile il sistema creditizio.<sup>19</sup> Infine, come ultimo step, fu necessario stabilire le regole da applicare ai tre parametri più importanti ai fini della stabilità finanziaria: capitale, indebitamento e liquidità.<sup>20</sup> Si giunse così a Basilea III che, richiesto dai ministri delle Finanze del G20 e concordato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel 2010, fu programmato per essere introdotto tra il 2013 e il 2015 ma verrà attuato solo dal 1° gennaio 2022. Basilea III è un quadro normativo globale più rigido del precedente (Basilea II) incentrato sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e sul rischio di liquidità del mercato, al fine di colmare le lacune emerse durante la crisi ed evitare che si ripetano scenari del genere, rafforzando la capacità delle banche di assorbire shock derivanti da tensioni finanziarie ed economiche.<sup>21</sup> Tale corpus di norme richiede alle banche determinati requisiti patrimoniali (sia quantitativi che qualitativi), requisiti di liquidità e uno specifico coefficiente di leva finanziaria. Il patrimonio di vigilanza, inteso come la quantità di denaro che la banca è obbligata a detenere

---

<sup>19</sup> Borsa italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/volker-rule-171.htm>

<sup>20</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 344

<sup>21</sup> Bankpedia: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/96-italian/d/24236-direttiva-europea-sui-requisiti-di-capitale-delle-banche-crd>



a fronte delle sue attività di rischio,<sup>22</sup> deve essere pari ad almeno l'8% delle attività ponderate per categoria di rischio (rischio di credito, rischio di mercato e rischio operativo). In particolare esso è formato da tre componenti: il *Common Equity Tier 1*, l'*Additional Tier 1 Capital*, e il *Tier 2 capital*. Il CET1, ossia la componente di massima qualità del patrimonio di una banca, dato dalla somma delle azioni ordinarie e le riserve di utili non distribuiti, deve essere pari ad almeno il 4.5% degli attivi ponderati per il rischio. Il CET1 sommato al AT1, il quale è composto da strumenti ibridi con la capacità di assorbimento delle perdite, deve costituire un minimo del 6% delle attività ponderate per il rischio. Ed infine CET1 più AT1 più AT2, quest'ultimo formato da strumenti ibridi di debito con scadenza non inferiore a 5 anni, determinano il requisito dell'8%. A tutto ciò è stato aggiunto un importante cuscinetto di protezione aggiuntivo sopra i minimi, il *Conservation Buffer*, pari al 2.5%. Per quanto riguarda il secondo punto importante della normativa, i requisiti di liquidità, sono stati introdotti due indici: il *Liquidity Coverage Ratio (LCR)* ed il *Net Stable Fundin Ratio (NSFR)*. Il primo, incentrato su un'ottica di breve termine, prevede per le banche il possesso di attività liquide di elevata qualità e non vincolate che consentano di coprire i deflussi monetari totali nell'arco di trenta giorni, al fine di migliorare la solvibilità. Il secondo, basato invece su un'ottica di lungo periodo, incentiva le banche a trovare fonti di finanziamento stabili onde garantire un equilibrio tra

---

<sup>22</sup> StartingFinance: <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/basilea-iii/>

l'attivo e il passivo di bilancio su un arco temporale di un anno. Infine, Basilea III mira a porre un freno alla crescita del bilancio delle banche, introducendo un coefficiente di leva finanziaria: il rapporto tra il capitale Tier 1 e il totale delle esposizioni deve essere superiore al 3%. Quel che si vuole evitare è l'acquisto o la vendita di attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto,<sup>23</sup> che permette sì di ottenere rendimenti potenzialmente alti ma espone gli istituti di credito al rischio di registrare pesanti perdite, come infatti accadde nel 2007.

Grazie all'insieme di misure tempestive ed efficaci attuate dalle istituzioni del Paese, l'America iniziò dunque a stabilizzarsi. Al contrario invece dell'Europa, la quale avrebbe affrontato poco più tardi una nuova crisi, quella del debito pubblico.

---

<sup>23</sup> Consob: <http://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

## Capitolo 2

### LA CRISI DELL'EUROZONA

#### 2.1 Il debito sovrano

La crisi del debito sovrano, che ha interessato l'Area euro a partire dal 2010, è una diretta conseguenza della crisi finanziaria del 2007/2008. Infatti, i salvataggi bancari messi in atto dai vari Paesi lasciarono un considerevole peso nelle relative finanze e accrebbero in modo significativo i debiti pubblici.

Già da poco prima che la crisi si diffondesse in maniera preponderante, i paesi dell'Eurozona presentarono importanti differenze circa le condizioni finanziarie pubbliche e il tasso di crescita. Vi furono Stati come la Germania che si contraddistinsero per un'economia forte, con un debito contenuto e un'attività economica più salda. Ma vi furono anche Stati come Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna che si connotarono per un'elevata fragilità legata ad un cospicuo indebitamento pubblico, frutto di problematiche finanziarie accumulate negli anni passati, ed a tassi di crescita irrisori. Dei cinque, in particolare, Grecia e Irlanda versarono nelle condizioni più gravi: il debito della Grecia fu troppo

grande, e l'Irlanda fu schiacciata dalle ricadute dell'annuncio fatto in un momento di panico riguardante garanzie di 440 miliardi di euro per le banche.<sup>24</sup>

E l'inizio della crisi si ebbe proprio quando il primo ministro greco Papandreou, nell'ottobre del 2009, dichiarò che i conti pubblici della Grecia furono falsificati al fine di garantire l'ingresso del Paese nell'Eurozona: il deficit fu in realtà pari al 12.7% e il debito pubblico ammontò al 115% del PIL.

Si sviluppò dunque una crisi di fiducia sulle capacità della Grecia di rispettare gli obblighi debitori, che comportò l'innalzamento dello spread (il differenziale tra il rendimento dei titoli pubblici di un Paese con il rendimento dei bund tedeschi, considerati i più affidabili), e dei costi delle assicurazioni contro i rischi degli strumenti finanziari quali credit default swap. Il panico nei mercati finanziari globali si diffuse ulteriormente con il declassamento del debito pubblico greco a livello "junk bond" ossia titolo spazzatura, con livello di rating inferiore alla tripla B; d'altronde dei 293 miliardi di euro di insoluto del debito pubblico della Grecia, 206 miliardi furono detenuti da soggetti stranieri, di cui 90 miliardi dalle banche europee e all'incirca lo stesso importo da fondi pensione e fondi assicurativi.<sup>25</sup>

Ciò di cui la Grecia avrebbe avuto bisogno sarebbe stata una ristrutturazione del debito, ossia un accordo con i suoi creditori per modificare le condizioni originarie del finanziamento e quindi alleggerirne l'onere debitorio. Tuttavia

---

<sup>24</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 356

<sup>25</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 359

questa fu una soluzione impopolare e secondo molti inattuabile poiché, in primis, avrebbe coinvolto Atene in una serie di trattative umilianti con i propri creditori, e in secundis avrebbe rischiato di scatenare il panico, contagiare altri debitori sovrani dell'eurozona, destabilizzare le banche bloccando i finanziamenti a breve termine, e rendere inevitabile un default immediato.<sup>26</sup> Perdipiù anche la BCE, che sarebbe potuta essere un valido aiuto, decise in un primo momento di non intervenire. Per allentare la pressione avrebbe potuto semplicemente seguire la linea scontata già intrapresa da Fed, Bank of England e Bank of Japan, acquistando obbligazioni greche; non sarebbe stata una soluzione a lungo termine, la Grecia avrebbe comunque avuto bisogno di una ristrutturazione, ma sarebbe stato un sostegno alla stabilità del mercato. Il non intervento fu dovuto a una questione politica, la BCE avrebbe voluto imporre un piano di austerità e solo in questo modo avrebbe costretto i greci a prendere sul serio la questione della disciplina fiscale e della riforma economica.<sup>27</sup> La decisione adottata fu perciò quella del “prolunga e fingi” (extend and pretend), un'azione di retroguardia che avrebbe solo ritardato l'inevitabile e ne avrebbe aumentato il carico. La logica seguita fu che i mercati lasciati a sé stessi avrebbero fatto il loro corso, e che in tal modo si sarebbe consolidata la resilienza del sistema finanziario dell'eurozona e l'integrità delle banche.

---

<sup>26</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 359

<sup>27</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 370

Ad aprile 2010 tuttavia il tempo scade. Un ulteriore declassamento da parte dell'agenzia di rating creditizio Fitch fece impennare i rendimenti del debito pubblico a 7.4%, il deficit al 13.6% del PIL, e lo spread a 600 punti base. Gli investitori stranieri si liberarono di tutto il debito pubblico che riuscirono a vendere, i prestiti interbancari si fermarono completamente: ci furono tutti i segni dell'incombere di un grave crisi sistemica a brevissima scadenza.<sup>28</sup> A maggio gli Stati Membri dell'Eurozona presero allora due decisioni importanti. Dapprima istituirono il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF), con lo scopo di aiutare finanziariamente i Paesi in difficoltà economica. In più premettero affinché le loro banche principali si trattenessero dal vendere le quote di obbligazioni greche e altri titoli in sofferenza. Poi raggiunsero un accordo con il Fondo Monetario Internazionale per il caso della Grecia: approvarono un piano di salvataggio consistente in un prestito di 110 miliardi di euro, 80 dei quali sarebbero arrivati dalla UE e 30 dall'FMI, pagabile in rate trimestrali su un arco di 3 anni. I tassi d'interesse furono durissimi e il rimborso avrebbe originato poi uno shock nel 2013, ma fu il meglio che le nazioni creditrici furono disposte ad offrire.<sup>29</sup> Il tutto comunque fu subordinato all'implementazione di severe misure di austerità, come volle la BCE.

---

<sup>28</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 375

<sup>29</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 376

Pochi mesi dopo, a novembre, tuttavia anche l'Irlanda entrò in crisi: il suo sistema bancario crollò a causa degli elevati costi di salvataggio e di ricapitalizzazione delle banche che Dublino si accollò negli anni precedenti, tanto che le perdite ammontarono a 85 miliardi di euro. Di lì a poco il debito pubblico irlandese sarebbe arrivato al 98.6% del PIL, e il deficit dell'Irlanda avrebbe persino superato quello della Grecia. Dublino avrebbe perciò avuto bisogno di un programma analogo a quello già imposto ad Atene: per quanto fosse secondo molti un'umiliazione, non ebbe altra scelta che accettare. Fu così attuato un piano di ulteriore consolidamento fiscale con tagli alla spesa pubblica e aumenti di imposte, riforme strutturali e riorganizzazione del settore finanziario attraverso la ricapitalizzazione delle banche.<sup>30</sup> Le istituzioni europee con il FMI si affrettarono a designare un piano di sostegno di 85 miliardi di euro in crediti d'emergenza.

A maggio 2011 invece la crisi toccò al Portogallo: anch'esso fu, come la Grecia, uno Stato sovrano debitore vicino alla bancarotta per il suo bilancio in negativo di 3 miliardi di euro. Nel novembre 2009 vide un rialzo del rapporto deficit/PIL dal 5.9% all'8%, che arrivò poi a raggiungere la soglia del 13% nel 2010, quindi varò un piano di risanamento dei conti per riportare il deficit al di sotto del 3% come richiesto dal Patto di Stabilità e Crescita dell'UE. Ma la crisi di fiducia, conseguente al boom di tali valori, determinò la corsa dello spread dei

---

<sup>30</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 402

titoli di stato decennali portoghesi sul bund con una conseguente rivalutazione negativa del rating attuata da S&P. Per questo allo scoppio della crisi il Portogallo si vide costretto a chiedere aiuto alla “troika”, il comitato costituito dall’UE, dal FMI e dalla BCE. Grazie al fondo salva-stati FESF, Lisbona ottenne un finanziamento di 78 miliardi di euro, dietro la condizione di seguire le stesse misure severe già adottate da Grecia ed Irlanda.

Le politiche fiscali di austerità richieste tuttavia non ebbero l’effetto che i fautori immaginarono. Al contrario, non fecero che aggravare la crisi, trasformandola da crisi bancaria a crisi fiscale. Infatti i tagli di spesa e gli aumenti alle tasse fecero crollare la domanda, di conseguenza l’attività economica si restrinse, provocando un aumento della disoccupazione e una diminuzione dei consumi e degli investimenti. Oltretutto il gettito fiscale si ridusse quindi vennero tagliati molti dei sussidi alla popolazione. E cosa ancor più importante fu che, ovviamente, il carico del debito sul PIL si intensificò. L’austerità quindi pose a dura prova tutta la società europea per il suo effetto contagio (il caso più eclatante di tagli al bilancio arrivò dalla Gran Bretagna), ma fece anche emergere la figura della Germania come maggiore economia d’Europa. Oltre ad essere la più grande sostenitrice del modello di austerità e del rispetto delle regole del Patto di Stabilità e Crescita europeo, la Germania fu la diretta destinataria di tutto il denaro che fuoriuscì dai conti bancari di Grecia, Irlanda e Portogallo man mano che la crisi si accentuò. E questo privilegio si colse sia dalla rilevazione nei cosiddetti bilanci



TARGET 2, sia dalla misura dello spread sui rendimenti, i quali salirono per i paesi già messi a dura prova e scesero per i bund tedeschi.

Malgrado ciò, l'appello all'austerità continuò. Trichet, allora presidente della BCE, avrebbe infatti voluto che i governi nazionali si accollassero il compito di stabilizzare il mercato del debito, ribadendo così l'indipendenza di tale istituto. E per far passare il messaggio alzò i tassi d'interesse generando una pesante stretta delle condizioni creditizie.<sup>31</sup> Questo comportò una mobilitazione di soldi fuori dall'Europa, in parte però compensata dalla nuova ondata di Quantitative Easing (QE2) decretata dalla Fed per la ripresa economica dell'America. Gli Stati Uniti infatti non si furono ancora ristabiliti, per questo si procedette all'acquisto di titoli per un ammontare di 75 miliardi di dollari al mese per otto mesi. E a beneficiarne maggiormente furono le banche europee, non americane: per ogni miliardo di dollari di valore dei titoli che la Fed acquistò, essa accreditò il corrispondente in dollari su un conto dell'istituto permettendo di costituire dei saldi attivi presso questa.<sup>32</sup> In sintesi, la Fed agì da salvadanaio di tutto il mondo. In mancanza di una soluzione alla crisi dell'eurozona, rappresentò quantomeno la promessa di un cuscinetto di stabilità.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 419

<sup>32</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 410

<sup>33</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 411

Quello che però in origine fu un problema delle economie più piccole come Grecia e Irlanda, a luglio 2011 si trasformò in una crisi generalizzata del Sud Europa che coinvolse grandi economie come Italia e Spagna (terza e quarta economia dell'UE). Con riferimento all'Italia, fu dagli anni Novanta che il debito apparve pericolosamente elevato in rapporto al PIL. Soprattutto considerando le dimensioni dell'economia italiana, si trattò di un debito enorme di circa 1.8 trilioni di euro.<sup>34</sup> La situazione del Paese in ogni caso si aggravò in seguito alle vicende di Grecia e Portogallo, che scatenarono un effetto domino sugli altri Stati, soprattutto a causa della crisi di fiducia che ridimensionò la partecipazione estera nel mercato del debito. A quel punto l'enorme bisogno di rifinanziarsi che ebbe Roma presagì una catastrofe: se si fosse innescato un panico sull'Italia, per l'eurozona probabilmente sarebbe stata proprio la fine dei giochi.<sup>35</sup> Il 14 luglio, in risposta alle pressioni dei mercati, il Parlamento italiano adoperò un rigido programma di austerità da 70 miliardi di euro.

Pochi mesi dopo la Grecia giunse a una situazione ben peggiore di quella iniziale: lo spread salì a 937 punti, arrivando ancor più in alto di quello che si registrò all'apice della crisi. Atene ottenne così un secondo prestito di salvataggio da 109 miliardi di euro che le avrebbe consentito di colmare i suoi bisogni di finanziamento per il 2014. Ma soprattutto ottenne una ristrutturazione del debito

---

<sup>34</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 426

<sup>35</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 426

da parte di tutti i creditori privati che le permisero di ridurre l'interesse sui prestiti di prolungare le scadenze. Il tutto comunque condizionato all'attuazione di un nuovo duro piano di austerità.

Ad agosto 2011 ormai fu chiaro come la pressione a cui furono sottoposti i membri più fragili dell'eurozona dipendesse dalla disponibilità o meno della BCE all'acquisto di bond, per questo molte banche e operatori chiesero a gran voce uno sforzo di stabilizzazione da parte della UE.<sup>36</sup> E per Grecia, Irlanda e Portogallo questo arrivò il 4 agosto, quando la Banca centrale fece sapere che i loro bond furono di nuovo sul mercato e sarebbe stata disponibile a comprarli. Per Italia e Spagna invece la notizia dell'acquisto dei titoli di debito giunse il 7 agosto, in attuazione del *Securities Markets Programme (SMP)*, dopo che i due Paesi adempirono alle richieste correttive fatte in tema di tagli alla spesa pubblica e aumento delle tasse. A Roma fu chiesta una privatizzazione dei servizi pubblici locali e un radicale cambiamento nella politica del mercato del lavoro che avrebbero ridotto la disoccupazione e incentivato la crescita; a Madrid una modifica della Costituzione per introdurre un emendamento sul pareggio di bilancio. I mercati iniziarono momentaneamente a calmarsi.

La politica del “prolunga e fuggi” fece puntare l'attenzione sui governi debitori in bancarotta, distogliendola però dalla situazione delle banche creditrici.

---

<sup>36</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, pp. 439-440

Quest'ultime, nell'autunno del 2011, furono vicine al tracollo per la pressione proveniente da sei direzioni diverse, le perdite ereditate dalla crisi finanziaria di qualche anno prima, le partecipazioni nei debiti sovrani europei, le condizioni pesanti di Basilea III, ed infine una sempre maggiore contrazione della disponibilità dei mercati monetari globali nell'offrire finanziamenti.<sup>37</sup> In base alle stime del Tesoro l'eurozona avrebbe avuto bisogno di un fondo di almeno un trilione di euro, meglio se un trilione e mezzo.<sup>38</sup> La visione di una crisi bancaria europea portò gli operatori americani a ritirare i finanziamenti concessi alle banche europee, anche se ciò avrebbe significato che quelle stesse banche sarebbero uscite poi dalle operazioni in dollari. Ma la BCE continuò a sostenere che sarebbero dovuti essere i governi e le banche centrali dei singoli Stati ad eliminare il rischio di una catastrofe dai mercati, e una soluzione sarebbe arrivata solo più tardi.

Ed infatti il 23 ottobre dello stesso anno i leader dell'eurozona, riconoscendo gli aspetti nodali del sistema, misero in campo tutti gli elementi fondamentali per concretizzare una soluzione più decisiva della crisi: una profonda ristrutturazione del debito, nuovi prestiti alla Grecia, un ampliamento dell'FESF e la

---

<sup>37</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 443-444

<sup>38</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 447

ricapitalizzazione delle banche.<sup>39</sup> Attraverso il *PSI (private sector involvement)* i creditori privati accettarono decine di miliardi di euro di perdite, la Grecia ottenne altri 130 miliardi di euro di finanziamenti con i quali avrebbe potuto ridurre il debito greco al di sotto del 120% del PIL, il FESF fu ampliato a quasi 1.2 trillioni, le banche europee attuarono una ricapitalizzazione di 106 miliardi di euro.

I mercati e il resto del G20 procedettero poi verso un più alto grado di integrazione europea, raggiunta nel marzo del 2012 con l'approvazione del *Fiscal compact* (in italiano Patto di bilancio), il Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance dell'Unione economica e monetaria. Per il futuro i bilanci europei sarebbero dovuti essere o in pareggio o in surplus, e i deficit sarebbero stati circoscritti allo 0.5% del PIL. La Corte di giustizia europea avrebbe vigilato sull'applicazione di queste norme a livello nazionale. Gli Stati con un deficit superiore al 3% sarebbero incorsi in sanzioni automatiche, ai Paesi con livelli di debito superiori al 60% del PIL sarebbe stato chiesto di ridurlo.

Il 1° novembre 2011 un ulteriore evento segnò un punto fondamentale nella storia della ripresa europea: Mario Draghi divenne il nuovo presidente della BCE. Dapprima trovò una soluzione circa l'enorme pressione nei finanziamenti a cui si trovarono sottoposte le banche a seguito del ritiro dei fondi in dollari del mercato monetario americano. In accordo con le maggiori banche centrali del mondo - la

---

<sup>39</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 449

FED, la BCE, la Bank of England, la Banca del Giappone, la Banca nazionale svizzera e la Bank of Canada – riaprì le linee swap approntate nel 2008 e ridusse i tassi di interesse.<sup>40</sup> In più fornì liquidità al sistema bancario europeo sotto forma di operazioni di rifinanziamento a lungo termine (*LTRO - Long Term Refinancing Operations*), vale a dire prestiti a lunga scadenza a tassi oltremodo favorevoli, accettando in cambio collaterale di classe ben inferiore.<sup>41</sup> Nel giro di due mesi più di mille aziende di credito ricevettero finanziamenti per circa 1000 miliardi di euro, di cui più della metà andarono alle banche di Italia, Spagna, Irlanda e Grecia. Con il tempo questi prestiti avrebbero contribuito anche agli acquisti di debito sovrano da parte delle banche, aumentando così la domanda nei mercati obbligazionari che a sua volta avrebbe portato a una riduzione dei rendimenti.

In un secondo momento, nell'estate del 2012, Draghi riuscì ad ottenere un altro traguardo: il tanto agognato sostegno di Berlino. La Merkel fu infatti sempre la prima ad opporsi ad ogni forma di attivismo da parte della Banca centrale europea, tuttavia vide in Draghi un partner ideale per l'accordo di questo con l'idea tedesca di riformulare il welfare europeo.<sup>42</sup> D'altronde il presidente della BCE mise in chiaro sin da subito che avrebbe continuato sulla linea della disciplina fiscale e delle riforme strutturali, sia per non attivare una risposta

---

<sup>40</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 462

<sup>41</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 464

<sup>42</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 463

immediata del mercato, sia soprattutto per ristabilire la fiducia della popolazione nei confronti del governo.

Ad aggravare gli sconvolgimenti politici ed economici, e ad interrompere un clima di speranza, fu la crisi che colpì la Spagna. Come accennato precedentemente, i casi di Grecia, Irlanda e Portogallo crearono un effetto domino verso altre economie. Oltretutto quella spagnola fu colpita anche dallo scoppio della bolla immobiliare che assunse proporzioni smisurate a causa della grandezza del paese e della popolazione. Ciò comportò, come negli altri casi, una recessione sia nell'economia reale che nel settore bancario, con molti istituti in difficoltà e un elevato bisogno di finanziamenti. Solo le ingenti iniezioni di liquidità da parte della BCE riuscirono a tenere a galla il sistema finanziario spagnolo, fino a quando non venne poi ristabilita la solvibilità con l'entrata di Madrid nel programma di aiuti dell'Eurogruppo: nel luglio 2012 ricevette infatti 100 miliardi di euro tramite il Fondo salva-Stati FESF, in cambio anch'essa di una serie di misure di austerità.

A metà 2012 l'Europa rischiò di nuovo il tracollo. Alla crisi spagnola si aggiunse la recessione della Grecia, sempre più lontana dalla sostenibilità. La ristrutturazione non ebbe risolto il problema della solvibilità, e le concessioni fatte a spese della troika ricaddero ovviamente sui contribuenti europei. La svolta avvenne con l'ambito appoggio di Berlino: cedette sul rigore del Patto di Stabilità e Crescita, e condivise il piano di assistenza del Fondo salva-Stati al debito

pubblico di tutti i paesi la cui governance fiscale fosse conforme alle regole concordate a dicembre. Il supporto sarebbe stato di diritto per tutti i membri dell'eurozona, e non un sostegno di emergenza concesso a seguito di un'umiliante richiesta alla troika.<sup>43</sup>

## 2.2 “Whatever it takes”

Il 26 luglio Mario Draghi volò a Londra per partecipare alla Global Investment Conference, dove fece un intervento passato poi alla storia per il suo impatto decisivo. Dopo aver affermato che l'euro è irreversibile e che spesso molti Stati ne sottovalutano la forza, disse “Nel corso del nostro mandato, la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi, sarà abbastanza”. A posteriori, il discorso di Draghi fu visto come lo spartiacque nella crisi dell'eurozona. Bastarono queste parole e i mercati si calmarono immediatamente, tanto da far scendere i rendimenti sui titoli di stato dei Paesi più deboli.

La BCE allora ufficializzò il nuovo ruolo di prestatore condizionale di ultima istanza con il programma *Outright Monetary Transactions (OMT, Operazioni monetarie definitive)*.<sup>44</sup> “Condizionale” perché anche in questo caso l'attivazione sarebbe avvenuta solo se la nazione interessata avesse acconsentito a un

---

<sup>43</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 482

<sup>44</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 487



programma di austerità e aiuti approvato dal Fondo salva-Stati.<sup>45</sup> Fu un requisito imprescindibile per costruire la fiducia e calmare i mercati, anche se non costituì alcuno stimolo all'economia dell'Europa.

In America, al contrario, la politica monetaria non fu vincolata. A settembre venne infatti sancito il QE3, il più grande ampliamento della Fed fino a quel momento. Ed un Quantitative easing sarebbe servito anche all'eurozona, ma con i conservatori tedeschi contrari fu ancora inarrivabile.

Intanto l'enorme investimento di capitale politico fatto dai governi europei attraverso la ristrutturazione greca, il fiscal compact, l'unione bancaria, il Fondo salva-Stati, e le OMT della BCE, arrestò la crisi.<sup>46</sup> Ma fermare il panico nel mercato dei bond fu una cosa, ridare forza ai governi e all'economia dell'eurozona sarebbe stata un'altra.

La ripresa dall'intensa recessione iniziò solo dalla seconda metà del 2013, ma non risultò da subito evidente, viste anche le nuove questioni provenienti dai mercati emergenti. Nel 2014 infatti i prezzi scesero in tutta l'economia mondiale tanto che la preoccupazione principale dell'UE divenne a quel punto la deflazione. E questa volta l'intervento della BCE sarebbe stato imprescindibile. D'altronde l'obiettivo di tale istituzione è proprio la stabilità dei prezzi nell'Area euro, che prevede dunque un tasso d'inflazione inferiore ma prossimo al 2%. Arrivati

---

<sup>45</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 487

<sup>46</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 489

invece ad un tasso vicino allo zero, l'unica mossa possibile sarebbe stata una politica monetaria attiva. Il 22 gennaio 2015 Mario Draghi infatti annunciò che la BCE avrebbe finalmente adottato un programma completo di QE.<sup>47</sup> Fino a quando l'inflazione non si fosse stabilizzata al livello dell'obiettivo ufficiale, la Banca centrale europea avrebbe acquistato obbligazioni sovrane al ritmo di 60 miliardi di euro al mese.<sup>48</sup> La ripartizione degli acquisti per paese venne fatta in proporzione del contributo delle banche centrali nazionali al capitale della BCE (mantenendo una certa flessibilità negli acquisti mensili)<sup>49</sup> e riguardò titoli con scadenze comprese fra 2 e 30 anni. Con riferimento all'Italia, l'acquisto di titoli pubblici si concretizzò in circa 150 miliardi di euro.

A turbare l'impegno di Draghi verso la stabilizzazione fu la Grecia, e in particolare il nuovo capo del governo Tsipras che avrebbe voluto arrivare a un compromesso per il pagamento del debito greco. Quando venne comunicata l'indizione di un referendum per il popolo che avrebbe scelto se accettare o rifiutare le condizioni dei creditori, la BCE reagì bloccando il sostegno alla liquidità di emergenza per le banche greche. Tuttavia per evitare che il giorno dopo si mettesse in moto una rovinosa corsa agli sportelli con conseguente collasso immediato, il governo greco chiuse le banche come misura preventiva,

---

<sup>47</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 572

<sup>48</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 572

<sup>49</sup> Corrado R., *Volere è cambiare*, Youcanprint, 2017

limitò i prelievi a 60 euro al giorno, ed evitò la fuga di capitali attraverso i controlli.<sup>50</sup> Di rimando Atene dichiarò che avrebbe trattenuto i pagamenti dovuti all'FMI. Alla fine si giunse ad un accordo: la Grecia avrebbe ricevuto nuovi prestiti dall'Europa per un totale di 86 miliardi in euro, in cambio di nuove ingerenze nella sovranità.<sup>51</sup>

In conclusione, il piano dell'Eurogruppo basato sulla disciplina politica ed economica vinse. I rendimenti del debito sovrano scesero a livelli eccezionalmente bassi in tutta l'area euro, su tutte le scadenze, e la percezione del rischio sovrano per i paesi dell'Eurozona di conseguenza si attenuò notevolmente. Il calo dei rendimenti di titoli pubblici ridusse la spesa per il servizio del debito e rese più agevole la realizzazione delle misure di contenimento del deficit da parte dei paesi con maggiori squilibri di finanza pubblica.<sup>52</sup>

A quel punto però arrivò il Regno Unito a porre nuovi problemi allo status quo della UE.

---

<sup>50</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 582

<sup>51</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 586

<sup>52</sup> Consob: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

## Capitolo 3

### LA SITUAZIONE ATTUALE

#### 3.1 L'Europa e la Brexit

Ovviamente la crisi del debito sovrano non si risolse in un solo colpo, con l'attuazione del QE nel 2015. Crisi di tale portata richiedono anni e anni per poter essere superate e permettere quindi agli Stati di tornare ad una posizione migliore. Ancora oggi d'altronde l'economia globale riporta i segni dei due più grandi eventi che sconvolsero tutti gli equilibri mondiali negli ultimi tempi, ed ancora oggi infatti sono in atto politiche fiscali e monetarie sia a livello nazionale che europeo con lo scopo di ripristinare la crescita. Durante l'ultima riunione della BCE avvenuta il 12 settembre, il presidente Mario Draghi ha comunicato che "la debolezza dell'Eurozona si protrae e ci sono rischi", e proprio per evitare quindi il pericolo di recessione e contrastare le aspettative di inflazione lontana dal livello del 2%, la Banca Centrale e il suo Presidente hanno annunciato un nuovo programma di Quantitative Easing che entrerà in vigore dal 1° novembre 2019 e resterà aperto fino al necessario. Questa volta il piano prevede un acquisto di titoli di Stato per 20 miliardi di euro al mese, un taglio dei tassi sui depositi portati ora al -0.50%, e l'estensione a tre anni della durata delle TLRO. A trarne vantaggio saranno in primo luogo le banche, con una maggiore disponibilità di liquidità e

minori costi, in secondo luogo le famiglie e le imprese che potranno accedere più facilmente ai prestiti per i loro investimenti, ed in terzo luogo ogni singolo Stato dell'UE con un abbassamento del costo di emissione del debito (dovuto ad un calo dei rendimenti dei titoli pubblici) e un aumento delle esportazioni (l'indebolimento dell'euro permette a chi acquista in tale valuta di pagare di meno).<sup>53</sup>

Tuttavia a creare ulteriori problemi all'Eurozona, ora come negli ultimi anni, è il Regno Unito con la manifestata volontà di uscire dall'Unione Europea. La questione Brexit si è aperta nel 2016 con il referendum consultivo (e non vincolante) richiesto da ottanta deputati conservatori per verificare il sostegno del popolo inglese alla permanenza dello Stato nell'UE. I risultati hanno visto il 51.89% dell'elettorato britannico favorevole all'uscita.

L'idea di una Brexit è nata in seguito ad una serie di vicissitudini economiche e politiche. Meno di dieci anni prima, la City di Londra era nel suo periodo di massimo splendore, tanto da garantire al Regno Unito un ruolo di importanza globale.<sup>54</sup> In un contesto simile, la crisi del 2007 fu ancora più sconvolgente, sia per la recessione ed i fallimenti provocati nell'immediato, che per le politiche europee restrittive che seguirono. Il senso di frustrazione della popolazione fu alto e venne anche accentuato dalla crescita sbilanciata interna al Paese (dal 2010 al

---

<sup>53</sup> AgenziaGiornalisticaItaliana:

[https://www.agi.it/economia/bce\\_bazooka\\_vantaggi\\_benefici\\_draghi-6176265/news/2019-09-13/](https://www.agi.it/economia/bce_bazooka_vantaggi_benefici_draghi-6176265/news/2019-09-13/)

<sup>54</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 595

2014 i settori finanziari crebbero e quelli produttivi si arrestarono), la quale aumentò il divario tra la classe elitaria e quella operaia, e portò Londra ad essere considerata come una capitale lontana dalla gente e dai problemi della nazione. Oltretutto in quegli anni si ripropose nel contesto della crisi l'egemonia franco-tedesca, che il Paese provò sempre ad osteggiare. Ed a tutto ciò si aggiunse l'insuccesso di Cameron (primo ministro britannico di allora) nella negoziazione con Olanda e Germania di una nuova visione liberale del mercato comune, corrispondente quindi ad una meno-stretta unione europea. Londra cercò infatti di porsi come apertura finanziaria verso la Cina, al fine di tornare ad acquisire quel vantaggio competitivo ormai perso.

Oggi decidere le sorti di un paese la cui economia rappresenta il 17% del PIL della UE non è facile. La posta in gioco per il Regno Unito è sicuramente alta. La metà degli scambi commerciali britannici riguarda l'eurozona; 24 miliardi annui di sterline arrivano dagli investimenti dell'Unione. Operatori sia europei che non preferiscono il Regno Unito proprio per la sua appartenenza all'Europa, tanto da stimare un 55% di scambi commerciali e finanziari in meno se si verificasse la Brexit.<sup>55</sup> Anche le banche di Londra risentirebbero dell'uscita, dato che decine di migliaia di posti di lavoro e giri d'affari da miliardi di sterline dipendono dai cosiddetti "diritti di passaporto" che permettono loro di operare come se fossero

---

<sup>55</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 603

all'interno dell'eurozona.<sup>56</sup> La sterlina potrebbe indebolirsi portando ad un aumento del costo della vita per i cittadini britannici, e una nuova recessione. Il solo esito del referendum ha ridotto le stime di crescita per il Regno Unito del 15%. Già il giorno dopo il referendum la sterlina ha registrato il peggior ribasso della sua storia, i fondi di investimento immobiliare hanno avuto un momento di panico, e i mercati azionari globali nel giro di qualche giorno hanno perso 3 trilioni di dollari.<sup>57</sup> I Brexiteers hanno giustificato il tutto come un normale “disturbo da stress economico post-traumatico”, ma hanno dovuto riaprire le linee swap per fornire liquidità e decidere un pacchetto di stimoli d'emergenza per l'acquisto di bond. Inoltre hanno subito forti pressioni dai banchieri della City che hanno iniziato a combattere per non perdere i loro vantaggi derivanti dall'appartenenza all'UE.

Quando anche il G7 ha riconosciuto che l'uscita dalla UE porterebbe minori scambi e investimenti, e la riduzione dei posti di lavoro, i sostenitori della Brexit, privi di argomentazioni economiche, hanno allora spostato il fulcro dell'attenzione su questioni più marginali ma centrali per il consenso dell'opinione pubblica, quali quelle relative all'immigrazione e all'isolamento-autonomia del Regno Unito dal mondo. Si è quindi dipinto il voto favorevole alla Brexit non come un voto contro la globalizzazione, che potrebbe pertanto portare

---

<sup>56</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 603

<sup>57</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 610

il Paese a sparire dalla scena internazionale, ma come un voto a favore del nazionalismo, che potrebbe ridare grandezza, libertà e sicurezza alla Nazione. Infatti, una volta uscita, Londra potrebbe chiudere le frontiere e imporre rigidi controlli all'ingresso, al fine di controllare l'immigrazione e limitare lo spostamento di criminali, terroristi ed armi. E d'altra parte potrebbe finalmente concretizzare le idee di apertura finanziaria verso le economie in crescita come Cina e India, oltre che tornare ad essere un Paese sovrano delle proprie leggi e del proprio destino.

Tanti sono dunque gli elementi da valutare per poter capire quale possa essere la scelta migliore, e tanti sono infatti i dibattiti che hanno visto scontrarsi pareri opposti. Per ora la decisione è prorogata nuovamente al 31 ottobre 2019 al fine di poter trovare un accordo che regoli l'uscita e i successivi rapporti tra UE e UK.

### **3.2 America e Cina**

Da sempre i rapporti tra Cina e America sono stati conflittuali.

Con la crisi finanziaria globale si intensificarono maggiormente, a causa della profonda partecipazione cinese sia nei buoni del Tesoro che nei debiti emessi dalle società americane per finanziare il sistema dei mutui. Ma soprattutto il tracollo globale arrestò il ritmo straordinariamente rapido di crescita dell'economia nazionale cinese, basato su un'enorme ondata di investimenti



nazionali, su un intenso dinamismo della domanda interna e su una posizione centrale nelle attività commerciali di esportazione verso tutto il mondo.<sup>58</sup>

La risposta della Cina alla crisi finanziaria ha spostato l'equilibrio globale dell'attività economica verso l'Asia orientale: una politica monetaria elastica volta a sostenere le priorità dello stimolo,<sup>59</sup> e una collaborazione tra istituzioni politiche e banche locali hanno permesso al Paese di sorpassare gli Stati Uniti. Molti hanno così iniziato ad individuare nella Cina la “principale economia mondiale”.<sup>60</sup>

Oggi la relazione tra le due superpotenze continua ad essere tesa. Nel marzo 2018 infatti è nata una disputa commerciale tra America e Cina, ossia un conflitto economico derivante dall'elevato protezionismo voluto da Trump ed attuato tramite l'imposizione di dazi doganali sui prodotti cinesi. L'obiettivo è quello di proteggere i beni e i servizi americani, e, al contempo, contenere lo sviluppo economico cinese. Infatti rendendo più costosi i prodotti importati, la domanda dei consumatori americani si riverserà maggiormente sul mercato interno facendo aumentare la produzione (con impatti positivi sull'occupazione e sulla crescita economica), e d'altra parte non avvantaggerà il competitor nel saldo della sua bilancia commerciale e nell'espansione della sua economia interna. Questo piano ha visto una serie di contromisure reciproche: Trump è partito con tariffe al 10% e

---

<sup>58</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 270

<sup>59</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 278

<sup>60</sup> Tooze A., *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Le scie – Mondadori, 2018, p. 281

25% su 200 miliardi di merci cinesi, a cui Xi Jinping ha risposto con altre del 25% su 60 miliardi di merci importate dagli USA, che hanno di nuovo portato il presidente americano ad alzarne molte al 30%. E sicuramente non sarà finita qua.

Così facendo tuttavia a rimetterci non è solo la Cina, ma anche tutti gli altri Paesi con cui avvengono scambi frequenti, come l'Unione Europea, il Canada e il Messico. Non a caso infatti si prevede un crollo significativo dell'export verso gli USA ed una nuova recessione per l'intera economia europea.

Ma l'aspetto più importante di tutta la questione è che la guerra commerciale rischia di diventare uno scontro valutario.<sup>61</sup> Il cambio dollaro/yuan si è già svalutato da 6.3 a 6.9, di conseguenza tutte le merci cinesi esportate negli USA stanno acquistando competitività. E l'impatto si sta riversando anche nei titoli di Stato americani di cui la Cina è il secondo detentore dopo la FED: a difesa del cambio, il continente asiatico vende le obbligazioni federali al fine di ottenere dollari da rivendere per acquistare yuan. L'America, che almeno per il momento sembra la più svantaggiata, potrebbe reagire chiedendo alla Fed di abbassare i tassi di interesse per far sì che il dollaro non si apprezzi troppo, soprattutto considerando la nuova manovra di QE lanciata dalla BCE che rappresenta uno stimolo monetario per l'Area euro.

---

<sup>61</sup>IlSole24Ore:<https://www.ilsole24ore.com/art/cina-usa-perche-guerra-commerciale-rischia-diventare-scontro-valutario-ACnyDle>

L'incertezza, oltre ad allarmare le banche centrali, ha iniziato a pesare anche sui mercati.<sup>62</sup> Il sorpasso dei rendimenti dei titoli a breve scadenza su i rendimenti di quelli a lunga scadenza fa capire come gli investitori non siano ottimisti circa le future condizioni macroeconomiche, e come anzi si aspettino un peggioramento di esse, soprattutto nel breve termine. Per questo si sono abbassate anche le aspettative di inflazione: tra il 2024 ed il 2029 si prevede un livello prossimo al 1.13%, più basso rispetto all'attuale 1.20% per l'UE.

Solo una pace commerciale potrebbe risollevarla la situazione per tutti i protagonisti del panorama mondiale, ma questa per ora non sembra vicina.

---

<sup>62</sup>IlSole24Ore:<https://www.ilsole24ore.com/art/cina-usa-perche-guerra-commerciale-rischia-diventare-scontro-valutario-ACnyDle>

## CONCLUSIONI

Giunti alla conclusione è possibile comprendere quanto lo scenario globale nel giro di dodici anni sia stato turbato e modificato irreversibilmente.

La crescita economica, intesa come l'aumento del PIL, ha avuto velocità diverse per i vari Stati: America, Cina e Germania sono riuscite nel giro di qualche anno a tornare ai livelli pre-crisi, mentre il resto dell'Europa ha necessitato di molto più tempo a causa della seconda recessione. La stessa gerarchia la si ritrova nella spesa per gli investimenti, con la differenza tuttavia che in questo caso non si è assistito ovunque ad una vera ripresa dei valori antecedenti alla crisi. Anche la concessione dei crediti a famiglie e imprese ha subito una diminuzione, coinvolgendo tutti i Paesi, anche per l'imposizione, con Basilea III, di regole patrimoniali più stringenti per gli istituti finanziari. Meno investimenti e meno crediti hanno comportato quindi un rallentamento della produttività, che continua a crescere ma con un ritmo più lento. E la conseguenza diretta è l'impatto sull'occupazione e sul livello dei salari, che a loro volta compromettono il benessere economico della popolazione. L'Italia sotto tali aspetti è sicuramente in una posizione svantaggiata rispetto a Gran Bretagna, Germania e Stati Uniti. Per di più sembra essersi arrestata anche la spinta alla globalizzazione, vale a dire la creazione di un mercato unico globale libero, a

causa del ritorno di varie forme di protezionismo e della guerra commerciale tra USA e Cina, che ha visto un calo dell'export sia per le due superpotenze che per l'Europa. Mario Draghi, nel discorso pronunciato il 23 settembre alla BCE, ha sottolineato come la debolezza del commercio internazionale stia creando un ambiente di persistenti incertezze che contribuiscono in gran parte al rallentamento dell'economia nell'Area euro.

In sintesi ora, con il generale declino dell'Europa e la rapida ascesa dell'Asia, a dominare i nuovi equilibri globali e la finanza internazionale sono gli Stati Uniti e i Paesi Asiatici.

L'Europa avrebbe bisogno di nuovi stimoli per accelerare i ritmi della ripresa economica e tornare a conquistare una posizione più alta nella gerarchia mondiale. La BCE, nel tentativo di concretizzare questa necessità, ha varato un secondo programma di Quantitative Easing, come accennato nell'ultimo capitolo. Tuttavia molti economisti sono scettici riguardo l'effettivo aiuto che questa mossa potrebbe generare. Innanzitutto i costi che tale manovra solitamente richiede al sistema sono maggiori dei benefici che realmente consente di apportare. In più la massa di liquidità offerta al mercato, che va ad accrescere la base monetaria disponibile, non sempre riesce a far ripartire l'economia reale come si prospetta, a causa della bassa offerta di credito da parte delle banche, ormai restie a concedere finanziamenti. Altro effetto sfavorevole si potrebbe avere dai tassi negativi imposti sui depositi che sono un elemento di disturbo per le aziende di credito, in

quanto non permettono loro di fare profitti; e un minor capitale significa nuovamente una diminuzione dei crediti.

Lo stesso presidente della BCE ha annunciato che si stanno prendendo in considerazione nuove idee che dovranno essere discusse dal Consiglio Direttivo e successivamente testate, al fine di affrontare in maniera migliore i pressanti problemi contemporanei. L'immissione di denaro da parte della Banca centrale nel sistema bancario privato tramite l'acquisto di titoli infatti non è più sufficiente. Secondo Draghi è necessario che anche i governi facciano la loro parte, attuando politiche fiscali espansive (in supporto alle politiche monetarie espansive), laddove abbiano la possibilità di farlo. D'altronde è una competenza del governo e non della banca centrale la distribuzione del denaro da un soggetto all'altro che permetta di ridurre le diseguaglianze. Tuttavia Draghi è alla fine del suo mandato quindi questa idea potrebbe rimanere tale e non essere concretizzata dalla futura direttrice Christine Lagarde.

Altro aiuto per l'Eurozona potrebbe giungere dalla creazione degli Eurobonds, cioè obbligazioni del debito pubblico di tutti i Paesi facenti parte dell'eurozona, la cui emissione verrebbe gestita da un'agenzia dell'UE appositamente creata e la cui solvibilità verrebbe garantita congiuntamente da tutti i membri. Questo ipotetico meccanismo consentirebbe dunque di trasformare il rischio individuale di ciascun Paese in frazioni di rischio collettivo, risolvere i problemi di finanziamento e di costo -soprattutto per i paesi periferici- grazie ai bassi

rendimenti (vicini a quelli dei bund tedeschi) con i quali sarebbero venduti tali titoli, e portare benefici in tema di stabilità e di resistenza dei mercati ai possibili attacchi speculativi. Tuttavia, mentre i paesi “deboli” sono a favore perché appunto spenderebbero meno per pagare gli interessi e quindi potrebbero ottenere un grande vantaggio economico, i paesi “forti” sono decisamente contrari, non volendosi accollare l’onere dei debiti altrui e pagare perciò più di ora. Oltretutto potrebbe verificarsi il rischio di azzardo morale, inteso come una forma di opportunismo in cui uno Stato, esentato dalle eventuali conseguenze economiche negative grazie alla protezione degli Eurobond, potrebbe attuare politiche di bilancio e fiscali meno rigorose che a loro volta innescerebbero fenomeni inflazionistici. Ed in più l’attuazione degli Eurobond richiede una riforma dei Trattati europei e dei compiti della BCE, oltre che un’uniformazione degli standard di rigore delle politiche fiscali nazionali, vale a dire tutte difficoltà tecniche oggettive che insieme ai contrasti di interessi rendono complicata anche questa soluzione.

Quale sarà il futuro globale è dunque un’incognita. La stabilità dipende dalle scelte che verranno effettuate e dalla tempistica di esse. Quel che è certo però è che i rischi di nuove crisi non sono affatto scongiurati.

## BIBLIOGRAFIA

Alessandrini P. (2015). *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, Bologna: Il Mulino, seconda edizione.

Canullo G., Dornbusch R., Fischer S., Pettenati P., Startz R., (2016). *Macroeconomia*, McGraw Hill Education, undicesima edizione.

Nadotti L., Porzio C., Previati D. (2011). *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw Hill Education, terza edizione.

Tooze A. (2018). *Lo schianto. 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Milano: Le scie – Mondadori.



## SITOGRAFIA

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

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

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

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

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>

[https://europa.eu/european-union/index\\_it](https://europa.eu/european-union/index_it)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

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

## RINGRAZIAMENTI

Il mio grazie più grande va ai miei genitori, senza i quali oggi non sarei qui. Mi hanno sempre supportata, credendo in me più di quanto lo abbia fatto io stessa e dandomi la forza di superare anche i momenti più difficili. E soprattutto, mi hanno supportata nei tanti (troppi) attimi di nervosismo e ansia. Sono stati i primi a gioire con me per i piccoli traguardi man mano raggiunti, e vedere ogni volta la felicità e l'orgoglio nei loro occhi è stato un qualcosa di unico. Non potrei essere a loro più grata, sono dei genitori fantastici che non cambierei mai per nulla al mondo. Quindi, mamma e papà, tutto questo è dedicato a voi, che per me avete fatto e fareste di tutto.

Un grazie infinito va in generale a tutta la mia famiglia, specialmente a nonno Livio, nonna Caterina, nonna Marisa e zio Giancarlo, che sin da piccola mi hanno riempita d'amore e non mi hanno fatto mai mancare nulla. Siete parti importanti di me.

Ringrazio immensamente la mia relatrice, la Prof.ssa Giulia Bettin, per tutta la sua disponibilità e gentilezza. Nonostante i tempi stretti, ha sacrificato ore e dedicato impegno alla correzione della tesi, al fine di permettermi di laurearmi nella sessione di ottobre. È quindi anche grazie a lei che oggi sono qui. Le sono veramente e profondamente riconoscente.

Un grazie speciale va poi alle mie compagne di università Laura, Beatrice, Sarah e Mery, con le quali ho condiviso questi anni di lezioni, studio, stress, ansie e preoccupazioni, ma anche tante risate, gioie, divertimento ed avventure. Senza di voi non sarebbe stato lo stesso.

Ringrazio di cuore pure le mie coinquiline Marta, Lucia, Alessandra, Elisa e Laura per tutti i momenti stupendi che mi avete fatto vivere. Siete state la mia seconda famiglia.

Un altro enorme grazie è per le mie nuove compagne della magistrale, Elisa, Angelica e Cassandra, che mi sono state vicine negli ultimi giorni (i più pesanti), sopportandomi ed aiutandomi con consigli e appunti.

Ed infine, vorrei ringraziare tutti coloro che non ho nominato esplicitamente ma che hanno contribuito, ognuno a suo modo, a farmi passare i tre/quattro anni più belli della mia vita.