



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea in Sviluppo Economico e dell'Impresa – Imprenditorialità e Finanza

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

“Crisi del 2007-2008: gli effetti della finanza sull'economia reale”

Relatore

Prof. Marcella Lucchetta

Laureando

Sara Volpato

Matricola 838778

Anno Accademico

2014 / 2015

INDICE

Introduzione

1.1)	Significato della parola “crisi”	4
1.2)	Crisi come opportunità per imparare dagli errori	5
1.3)	L’origine della crisi	5

Capitolo 1 Cause della crisi del 2007-2008

1.1)	I prezzi delle case e i mutui subprime	8
1.2)	Il ruolo delle banche	10
1.3)	Leverage	12
1.4)	Complessità – originate to distribute	13
1.5)	Il ruolo delle siv e aig nella crisi	14
1.6)	Liquidità	16
1.7)	Analisi sui dati di mercato	17
1.8)	L’illusione della sovranità del ce: La contabilità creativa	25
1.9)	L’illusoria presunzione della piramide aziendale: la vertigine della gerarchia	28

Capitolo 2 Conseguenze della crisi del 2007-2008

2.1)	L’uso e i limiti della politica	31
2.2)	Iniziale risposta della politica	33
2.3)	Limiti della politica monetaria: liquidity trap	36
2.4)	Il limite della politica fiscale: un debito notevole	38
2.5)	Una ripresa lenta	39

Capitolo 3 Quantificazione del rischio sistemico

3.1)	Quantificare il rischio sistemico	43
3.2)	Cause e conseguenze della crisi di finanziamento di liquidità – il limite dei flussi di cassa	49
3.3)	Le cause dei problemi di finanziamento nei singoli istituti	51
3.4)	Dinamiche sistemiche della crisi di finanziamento di liquidità	53
3.5)	Rischio di liquidità per le singole banche-l’approccio “zona a rischio”	55

Capitolo 4 Le crisi nella storia

4.1)	La crisi del ‘29	60
4.2)	La storia di due depressioni	64
4.3)	La crisi giapponese: un presagio di quella americana	70

Capitolo 5 Il problema della sottostima dei rischi

5.1)	Tutto sotto controllo	74
5.2)	La banca-ombra	78
5.3)	Sottostima dei rischi	81
5.4)	Le conseguenze della sottostima dei rischi	83
5.5)	L’internazionalizzazione della crisi	85
5.6)	Effetti sull’economia reale	86
5.7)	Il ruolo dell’Europa nella crisi	87

Capitolo 6 La vigilanza finanziaria in Europa

6.1)	Il sistema finanziario globale e la credenza dell'autocorrezione e dell'autoregolazione.....	89
6.2)	I fallimenti della crisi.....	91
6.3)	Proposta di soluzioni per superare ulteriori crolli sistemici e la crisi.....	92
6.4)	Larosiere e Lamfalussy a confronto. regolamentazione, politiche e supervisione in UE.....	95
6.5)	Vigilanza micro e macro nell'UE. I pareri della commissione per l'assegnazione della vigilanza micro al sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (esfs) e di quella macro al consiglio europeo per il rischio sistemico (esrb)...	101
6.6)	Tre linee d'azione supplementari dopo il rapporto vigilanza e risoluzione: imprese finanziarie importanti a livello sistemico in Europa.....	108
6.7)	La necessità di un approccio cooperativo europeo e il problema degli attivi "tossici": pulire i bilanci delle banche.....	109
6.8)	Aprire il processo di cartolarizzazione.....	112
6.9)	Conclusioni sulla vigilanza.....	113

Capitolo 7 L'analisi di Hofstede

7.1)	L'Italia e gli usa secondo Hofstede.....	125
7.2)	L'Italia.....	125
7.3)	Usa.....	129

Capitolo 8 Rapporto Banca d'Italia sull'Italia e sull'UE

8.1)	Il contesto internazionale nel 2014 secondo banca d'Italia.....	132
------	---	-----

Capitolo 9 Analisi del caso italiano

9.1)	L'economia italiana nel 2014-2015 secondo banca d'Italia.....	134
------	---	-----

Capitolo 10 Conclusioni.....	146
------------------------------	-----

Bibliografia.....	153
-------------------	-----

Introduzione

SIGNIFICATO DELLA PAROLA “CRISI”

Prima di illustrare il fenomeno della crisi del 2008, si vuole far conoscere al lettore il significato assunto dalla parola “crisi” in modo da capire più a fondo anche l’origine di tale parola. La parola “crisi” è caratterizzata da due diverse origini semantiche: dal greco κρίσις (*krisis*) e significa “separazione”; dal latino *crisis* e significa “scelta, decisione”. Tale parola in origine veniva utilizzata nel settore agricolo con riferimento all’attività di trebbiatura, durante la quale si raccoglie il grano e si separa la granella del frumento dalla pula e dalla paglia. Da qui si capisce che i primi significati erano quelli di “separare” (la granella dalla pula e dalla paglia) e di “scegliere” (le parti migliori del grano). Successivamente questa parola è stata applicata anche in campo medico per indicare inizialmente la fase di uscita del paziente dalla malattia, quindi con un significato positivo. Solo nel ‘900 assumerà una connotazione negativa, stando ad indicare la “fase critica” tipica del paziente durante la lotta del suo corpo contro il morbo contratto. Secondo il dizionario di Salvatore Battaglia la parola crisi indicava anche che esistevano degli effetti “turbolenti” sia sul soggetto, sia nella società. Secondo Devoto e Oli il primo significato che assume la parola “crisi” consiste in un improvviso cambiamento di vita di una collettività, che può avere effetti duraturi e gravi e che è dovuto a profondi mutamenti strutturali e organici della società. Applicato all’economia il significato di tale parola assume la seguente connotazione più negativa, indicando l’improvviso trasferimento da una fase di espansione ad una di depressione. Così la parola crisi è passata dall’aver un significato più “concreto”, legato al mondo dell’agricoltura, ad uno più astratto, indicando un “cambiamento”, un “punto di transizione da una fase positiva ad una negativa”, un “turbamento”, uno “sconvolgimento” di un certo *status quo*.

CRISI COME OPPORTUNITÀ PER IMPARARE DAGLI ERRORI

Con riferimento alla crisi del 2008 tale parola indica proprio un passaggio da una condizione positiva (forse fin troppo) ad una negativa. Il periodo precedente al 2008, infatti, è stato caratterizzato da una fase di forte sviluppo, un periodo cosiddetto “d’oro” grazie alla creazione di una sovrastruttura finanziaria che ha concesso di gonfiare i bilanci degli enti che lavoravano nel settore della finanza. Il settore finanziario, però, era completamente svincolato dalla domanda e offerta dell’economia reale. Come sostiene Willem H. Buiter (2008) lo sviluppo finanziario s’era interamente separato dallo sviluppo economico: le attese di futuri profitti di capitale facevano aumentare le quotazioni, ma con rendimenti slegati da quelli dell’attività produttiva.

L’origine della crisi può essere riconducibile a vari soggetti come la politica che ha concesso troppo liberismo tramite l’emanazione di determinate norme, le agenzie di rating, gli organi di vigilanza, gli speculatori che compravano le case negli USA ad un prezzo per poi rivenderlo ad un altro superiore data la congiuntura del mercato immobiliare in quel momento, ma soprattutto quello che ha più responsabilità all’interno di questo fenomeno, che ha provocato forti danni alle economie a livello globale, è il settore finanziario. In tale documento verranno analizzate le cause di tale fenomeno, le conseguenze e le possibili soluzioni nella speranza che tale evento storico, che ha colpito tutte le persone, in particolare i soggetti appartenenti alle classi più deboli della società, sia d’insegnamento per le scelte che verranno adottate in futuro.

L’ORIGINE DELLA CRISI

A partire dagli anni '90 l’economia mondiale è stata caratterizzata da una crescita esponenziale, durante la quale sono emersi nuovi paesi emergenti all’interno del contesto economico come Asia e America Latina. In quel periodo si continuava a registrare un’inflazione bassa e un’alta occupazione. Nonostante ciò, vi furono due crisi finanziarie di piccola dimensione, i cui effetti, però, rimasero circoscritti alle zone colpite e le conseguenze sull’economia

reale rimasero contenute. Tali crisi riguardarono prima alcuni paesi asiatici, la Russia e un fondo di investimento, poi anche la caduta del mercato azionario a causa di speculazioni avvenute negli anni precedenti. Pure gli anni successivi al 2002 sono stati ricordati come un periodo d'oro di crescita dell'economia e del sistema capitalistico. La bassa inflazione dell'epoca trovava giustificazione dalle politiche monetarie adottate; sviluppo della finanza con bassi tassi di interesse e abbondante liquidità; eccessiva disponibilità nel conferire crediti sia ad uso finanziario, sia per uso reale; volatilità bassa delle attività reali e finanziarie, quindi riduzione dei rischi. Per tali motivi c'è chi all'epoca sostenne addirittura che le crisi ormai erano superate. Tuttavia nel 2007 si capì che le attività finanziarie collegate al credito fondiario avrebbero subito un forte deprezzamento a causa delle insolvenze dei mutui subprime concessi dal governo statunitense. Questo shock, che si pensava rimanesse limitato in USA, in realtà ebbe effetti a livello globale a causa del sistema che era stato creato dalla finanza. Di conseguenza, vi fu un crollo del prezzo dei prodotti finanziari privi oramai di mercato, un calo della fiducia fra le varie banche, blocco degli investimenti, aumento dei tassi di mercato, crollo delle borse, perdite subite dalle banche, aumento della volatilità. Sia negli USA, sia nel Regno Unito sono fallite molte banche o sono state salvate dai rispettivi stati.

Con la crisi del 2008 l'economia finanziaria ha avuto effetti sull'economia reale: prima restando circoscritta negli Stati Uniti, poi espandendosi nei mondi industrializzati e infine a livello globale. Lo sviluppo finanziario è utile a livello economico, però se perde contatto con la realtà e diventa fine a se stesso per le sue operazioni ed innovazioni, si ha una crisi che fa venir meno non solo profitti di carta, ma anche ricchezza reale. Le conseguenze sono state un rallentamento della crescita, che ha provocato una recessione: nel 2009 la produzione mondiale è crollata e pure il commercio, con conseguente aumento della disoccupazione. Per cercare di limitare i danni è stato necessario intervenire con una politica macroeconomica ad hoc, anche se comunque la ripresa sarà molto lenta e per anni si sentiranno gli effetti di tale crisi. Nella storia vi sono state molte crisi che hanno avuto tra loro dei tratti comuni, ma anche di differenziazione. L'origine di quella del 2008 ha come peculiarità

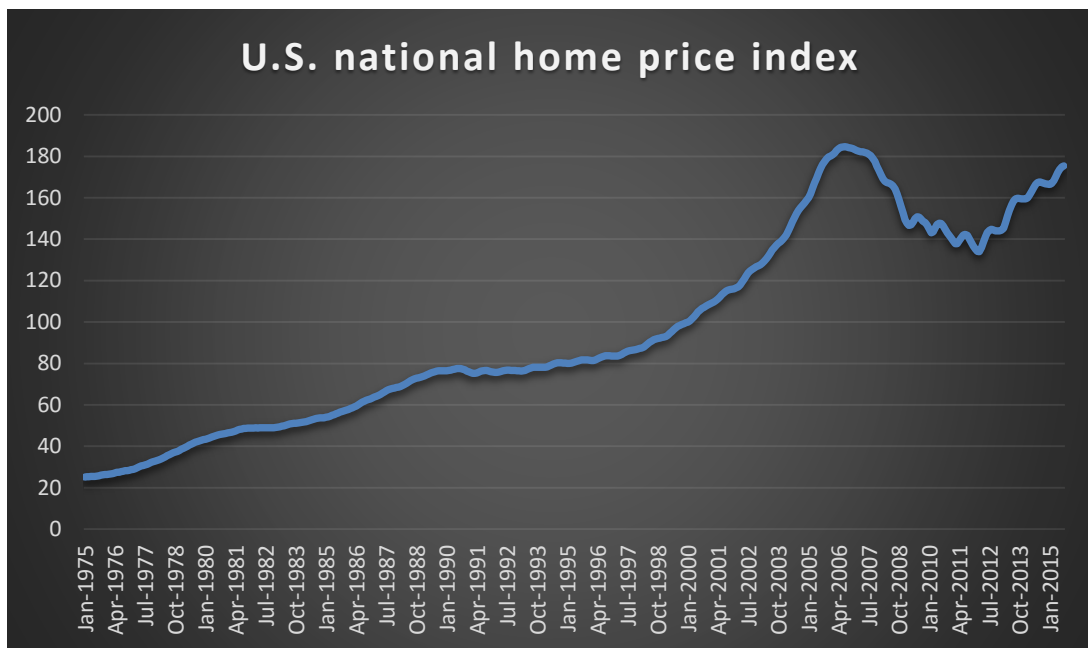
principali la nascita dell'innovazione finanziaria, la deregolamentazione e squilibri macroeconomici a livello globale. Tutto ciò ha reso il sistema fortemente fragile e instabile.

Come sostiene Charles P. Kindleberger in *Manias, Panics and crashes. A history of financial crises*, le crisi sono accomunate da determinate caratteristiche: errata percezione del rischio che dà origine ad una bolla speculativa, l'espansione del credito, aumento del grado di indebitamento e innovazioni finanziarie. La massa di investitori, che fino a poco tempo prima era ignara del rischio che stava correndo, improvvisamente cerca di scappare da investimenti troppo rischiosi, di conseguenza crollano i prezzi di certe categorie di strumenti finanziari, il credito si contrae a causa del venir meno della fiducia ed infine il bilancio delle banche si contrae di molto rispetto al periodo precedente in cui invece era in espansione. Alcuni intermediari a causa della loro illiquidità possono risultare insolventi, provocando un contagio sui mercati finanziari. Le crisi economiche comportano nella fase finale una contrazione nella concessione di crediti e un deprezzamento del prezzo delle attività reali collegate a quelle finanziarie. Quella del 2008 in particolare è stata caratterizzata da un'eccessiva espansione del credito, quindi dell'indebitamento, dovuta principalmente a tre fattori: innovazione finanziaria nel trasferimento del rischio di credito, squilibri macroeconomici mondiali e sostegno della teoria economica all'ideologia prevalente.

1) Cause della crisi del 2007-2008

I PREZZI DELLE CASE E I MUTUI SUBPRIME

Come si può notare dal grafico, l'andamento del P delle case ha subito un aumento del prezzo negli anni 2000 e ha avuto una diminuzione drastica nel 2006.



Source: S&P Dow Jones indices McGraw Hill Financial

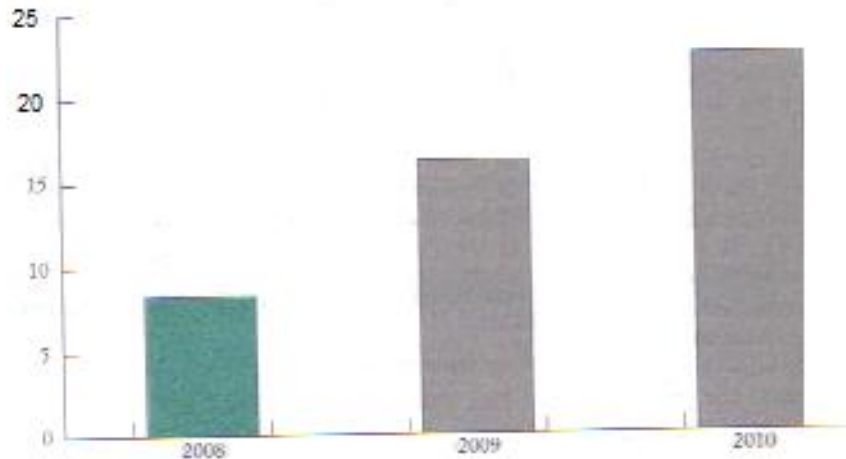
Dopo lo scoppio della crisi ovviamente questo aumento del prezzo delle case non era giustificato, ma prima alcuni economisti lo giustificavano dando le seguenti motivazioni:

1. Negli anni 2000 esistevano dei tassi di interessi bassi dei mutui, di conseguenza molta gente prendeva a prestito per comprarsi la casa, quindi con l'aumento della domanda salì anche il prezzo.
2. Di norma i crediti concessi dalle banche alle famiglie e alle imprese rimangono nell'attivo dei loro bilanci (*originate to hold*). La banca monitora prima la solvibilità del debitore, *ex post* l'uso del credito erogato e accumula tutte le informazioni possibili sul cliente (*relationship banking*). Nell'erogazione, però, di tali mutui queste solite regole vennero improvvisamente abbandonate, così i mutui venivano dati a persone

rischiose con basso reddito e basse prospettive di solvibilità (*originate to distribute o Otd*). Questi esistenti dagli anni 1995 circa e diffusi negli anni 2000 si chiamavano “mutui subprime”. Entro il 2006 il 20% di tutti i mutui americani erano subprime. All’epoca tutto ciò era visto positivamente, perché più persone potevano comprarsi la casa e se il prezzo delle case avesse continuato ad aumentare, il valore dei mutui sarebbe diminuito nel tempo relativamente al prezzo della casa. Le persone erano convinte che il prezzo delle case non diminuisse, perché non era diminuito neanche durante la recessione del 2000-2001.

Invece nel 2006 il prezzo delle case diminuì e quando successe, le persone che avevano un mutuo si trovarono col valore del mutuo maggiore del valore della casa, quindi il mutuo era “underwater”. A volte il mutuo era anche rischioso, perché le persone non sapevano neanche che all’inizio aveva un tasso di interesse basso e che poi però i pagamenti sarebbero aumentati nel tempo, quindi molti non riuscirono a ripagare le rate del mutuo. Di conseguenza, anche le banche si trovarono in difficoltà con grosse perdite. Le perdite ammontavano a \$300 miliardi, cioè il 2% del PIL americano, quindi l’America avrebbe potuto risolvere il problema, ma purtroppo gli effetti si ampliarono a livello mondiale. Inoltre, nel periodo pre-crisi si ebbe un aumento esponenziale del consumo da parte degli americani, facendo così azzerare il loro risparmio; d’altra parte la Cina continuava ad esportare e a risparmiare. Di conseguenza, gli USA si trovarono con un forte disavanzo, che superarono il 6% del PIL, mentre la Cina con un avanzo commerciale.

Proprietari immobiliari con capitali negativi (ossia con mutui di valore superiore a quello della proprietà immobiliare)



IL RUOLO DELLE BANCHE

Le banche hanno il ruolo di intermediari finanziari, quindi ricevono fondi da chi risparmia e usano quei fondi per fare prestiti a chi prende a prestito. Nel bilancio di una banca abbiamo, per esempio, 100 di attività, 80 di passività e 20 di capitale. I proprietari della banca possono aver investito 20 dei loro fondi, preso a prestito 80 e comprato attività, beni per 100. Le passività possono essere depositi o prestiti da altre banche o investitori. Le attività possono essere riserve (soldi della banca centrale), prestiti ai consumatori, alle famiglie, alle banche, mutui, ecc. Se non esistesse capitale, le attività diminuissero di valore e le passività rimanessero le stesse, le passività eccederebbero le attività, quindi la banca andrebbe in bancarotta. È necessario pertanto che la banca possieda capitale per limitare il rischio di bancarotta.

Le cose possono andare male quando il valore delle attività diminuisce così tanto che il capitale che la banca possiede non è in grado di coprire queste perdite. Nel nostro esempio ciò succede se il valore delle attività va sotto gli 80 (cioè le attività < passività), perché si hanno, per esempio, più depositi, prestiti

da altre banche rispetto a quanti riserve, mutui e prestiti si abbiano. Quindi, la banca diventerà insolvente.

BILANCIO BANCA INSOLVENTE	
Attività (riserve, cioè soldi della banca centrale, mutui, prestiti) 70	Passività (depositi o prestiti da altre banche o investitori) 80
	Capitale 20

Le cose possono andare male anche nel caso in cui gli investitori vogliono i loro soldi indietro. Se la banche riesce a vendere le sue attività, riuscirà ad ottenere i fondi e a pagare gli investitori. Ma può essere difficile vendere le attività velocemente: richiamare indietro i prestiti è difficile; alcuni titoli possono essere difficili da vendere. In questo caso si parla di illiquidità, quindi la banca è solvente, ma illiquida. Più liquide sono le passività, meno liquide le attività, più probabilmente la banca si troverà in difficoltà.


BILANCIO di una banca che presenta una crisi di liquidità	
Attività ILLIQUIDE (riserve, cioè soldi della banca centrale, mutui, prestiti) 100	Passività LIQUIDE (depositi o prestiti da altre banche o investitori) 80
	Capitale 20

La crisi del 2008 fu una combinazione di questi fenomeni: le banche avevano troppo poco capitale, poi sia i depositi, sia i titoli emessi dalle banche erano molto liquidi, le attività molto illiquide.

LEVERAGE

Un altro modo perché le banche vadano in bancarotta è prendere troppo rischio aumentando il leverage che è dato dal rapporto fra attività e capitale. Prendiamo, ad esempio, due banche che hanno uguale attività per 100, ma diverse passività, la banca "A" 80 e la "B" 95, e capitale, rispettivamente 20 e 5.

BANCA A		BANCA B	
Attività (riserve, cioè soldi della banca centrale, mutui, prestiti) 100	Passività (depositi o prestiti da altre banche o investitori) 80	Attività (riserve, cioè soldi della banca centrale, mutui, prestiti) 100	Passività (depositi o prestiti da altre banche o investitori) 95
	Capitale 20		Capitale 5



LEVERAGE	
BANCA A	BANCA B
$100/20= 5$	$100/5=20$

"A" ha un leverage pari a 5, "B" ha un leverage pari a 20. Se capita che in entrambe le banche i clienti non pagano i prestiti per 10, le attività si riducono a 90, di conseguenza il capitale in "A" diviene $90-80=10$, in "B" $90-95=-5$, quindi

siccome in “B” le passività sono maggiori delle attività, andrà in bancarotta. Più alto è il leverage, maggiore è il rendimento della banca, ma anche il rischio. Le banche durante la crisi hanno deciso di prendere più rischio per tre motivi:

1. Quando i tempi sono buoni, le banche, come le persone, sottostimano i rischi dei tempi cattivi;
2. Venivano dati incentivi a managers se avevano alti rendimenti senza tener conto del rischio;
3. Le banche non rispettano la regolamentazione che imponeva loro di avere un capital ratio minimo, che è dato dal rapporto fra capitale e attività, creando nuove strutture finanziarie, le SIVs.

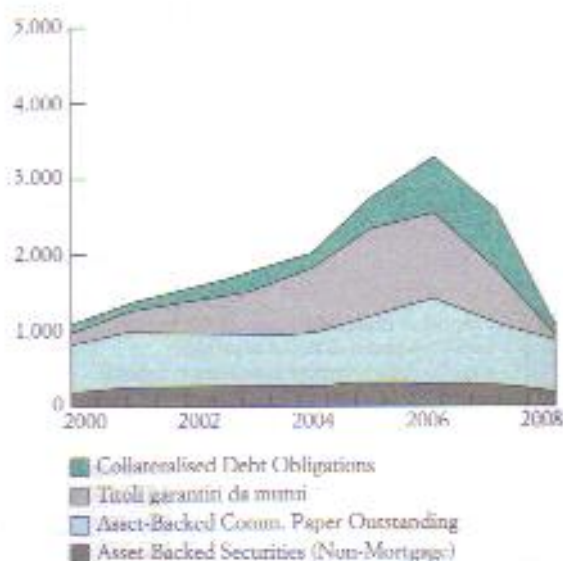
COMPLESSITÀ – ORIGINATE TO DISTRIBUTE

Fra gli anni 1990 e 2000 vi fu la crescita della sottoscrizione di nuovi titoli. Questo fenomeno era dovuto al fatto che la banca deteneva prestiti e mutui locali era più assoggettata al rischio di ripercussioni negative in caso di un andamento negativo del mercato locale. Di conseguenza, era ritenuto più giusto diversificare il proprio portafoglio di mutui. Le banche, anziché tenere i crediti negli attivi dei loro bilanci, li cedono con le garanzie del debitore e con gli annessi rischi ad un’entità fuori bilancio (originate to distribute).

Il fenomeno cosiddetto della “securitization” o “cartolarizzazione” è la creazione di titoli basati su insieme di attività (ad esempio, prestiti, mutui).

I mortgage-based security o MBS, per esempio, sono dei titoli il cui rendimento è collegato ad un insieme di mutui. Il vantaggio è che gli investitori che non vogliono tenere dei semplici mutui, sono disposti a comprare questi titoli. Ciò comporta un aumento nell’offerta di fondi dagli investitori che comporta una diminuzione del costo dei prestiti. Poi venivano emessi diversi titoli a seconda del rischio che si voleva prendere: i titoli senior venivano remunerati per primi agli investitori e consentiva loro di avere poco rischio; i titoli junior, invece, remuneravano gli investitori dopo che erano stati pagati i titoli senior, quindi in questo caso il rischio intrapreso era più alto.

La crescita della cartolarizzazione (in mld di \$) Emissioni annue per tipo di titolo



Altri titoli nuovi erano i “collateralized debt obligations” o CDOs. Tutti questi titoli sembravano una buona idea, perché permetteva di attrarre più investitori che prestavano soldi alle famiglie o alle aziende e di

diversificare il rischio. Il problema, che le agenzie di rating non avevano valutato, è che era estremamente difficile stimare il valore degli MBSs o peggio degli MBSs negli CDOs quando i mutui non venivano più ripagati. Questi titoli, di conseguenza, vennero chiamati titoli tossici.

IL RUOLO DELLE SIV E AIG NELLA CRISI

Le SIV sono le “structured investment vehicle”, ossia banche virtuali create dalle attuali banche. Nei loro bilanci negli attivi hanno titoli, nei passivi hanno i prestiti degli investitori.

BILANCIO structured investment vehicle o SIV	
Attività (Titoli)	Passività (Prestiti degli investitori)

Le SIV hanno come garanzia le attuali banche per assicurare gli investitori. La prima fu creata nel 1988 da Citigroup e si espanse negli anni 2000. Le banche crearono le SIV, perché così potevano aumentare il leverage senza che comparisse nel loro bilancio e non rispettare i minimi imposti dalla legge che imponeva loro di avere un certo leverage in modo da avere abbastanza capitale da limitare il rischio di bancarotta. Aumentando il leverage, le banche aumentavano i loro profitti. Il nuovo modello pareva consentire una distribuzione più efficiente del rischio, perché veniva frammentato e trasferito dalle banche a queste pluralità di investitori non bancari. Ne dovrebbe discendere una miglior stabilità finanziaria, poiché le banche sarebbero meno esposte a quei rischi sistemici derivanti dal verificarsi di eventi estremi, ciascuna specializzandosi sui rischi idiosincratici del sistema. Ma quando i prezzi delle case diminuirono e non furono più ripagati, i titoli tenuti dalle SIVs diminuirono di valore. Gli investitori non diedero più soldi alle SIVs per la paura che fossero insolventi. Le banche che avevano creato le SIVs avrebbero dovuto pagare gli investitori, ma avevano poco capitale per farlo. Così emerse che le banche avevano creato un sistema bancario ombra e che il leverage delle banche era troppo alto rispetto a quello percepito. Piccole perdite potevano portare alla bancarotta. Nel 2008 le SIV vennero chiuse e le loro attività e passività vennero trasferite alle banche che le avevano create. AIG sta per "American International Group" ed è una compagnia di assicurazione che negli anni 2000 ha avuto la brillante idea di vendere non solo assicurazioni normali, ma anche assicurazioni contro il rischio di default, chiamate "Credit Default Swaps" o CDSs. Così se una banca aveva paura di fallire, si comprava un CDSs. AIG faceva pagare le banche un prezzo che supponeva riflettesse la probabilità di fallimento. Per le banche era un affare interessante, perché, comprando l'assicurazione, i titoli diventavano meno rischiosi e quindi diminuivano il capitale che la banca doveva detenere. AIG, non essendo una banca, non doveva avere capitale come garanzia. Quando il prezzo delle case iniziò a diminuire e i mutui a non essere più ripagati, AIG doveva mantenere le sue promesse, ma non aveva i fondi per farlo. Senza il pagamento dell'assicurazione le banche realizzarono che le loro attività erano più rischiose di quanto previsto e non avevano il capitale per

sostenere le perdite. Di conseguenza, il governo americano decise di pagare i CDSs all'AIG. Se non fosse intervenuto, il fallimento di AIG avrebbe portato alla bancarotta di molte banche. A fine 2009 il governo americano pagò \$180 miliardi ad AIG, che utilizzò per pagare le banche. Da allora, AIG sta rimborsando periodicamente il prestito fatto dal governo americano.

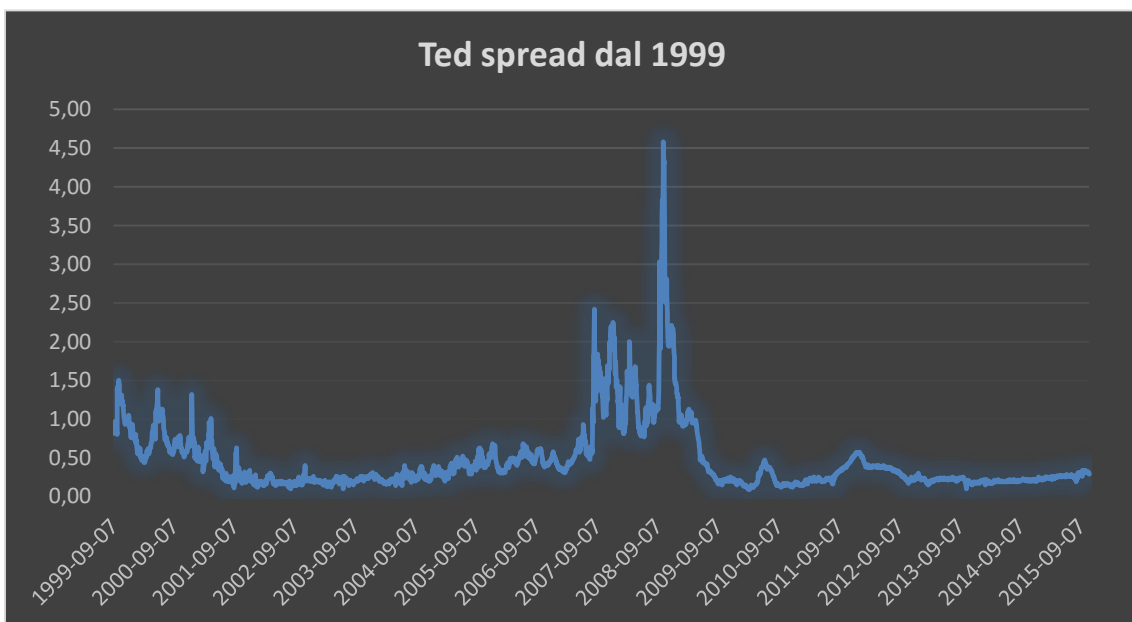
LIQUIDITÀ

Fra il 1990 e il 2000, inoltre, le banche iniziarono a finanziare gli acquisti delle attività non solo con i depositi, ma anche con i prestiti ricevuti da altre banche. Questo fenomeno ha preso il nome di "Wholesale funding" o finanziamento all'ingrosso e con ingrosso ovviamente si intendono le banche prestatrici. Le SIV erano finanziate tramite questo meccanismo. Allora tale modus operandi pareva una buona idea, poiché dava alle banche più flessibilità nell'ottenere fondi per fare prestiti o per comprare attività. Ma se le banche prestatrici o gli investitori erano impauriti dalle attività comprate dalle altre banche e bloccavano il finanziamento, queste si ritrovavano a corto di fondi e dovevano vendere le proprie attività, che spesso erano complesse e difficili da vendere, di conseguenza le svalutavano pur di venderle. Tale fenomeno prende il nome di "svendite aggressive".

ANALISI SUI DATI DI MERCATO

Di seguito si illustreranno i risultati di un'analisi che è stata condotta basandosi su dati provenienti dai più importanti istituti finanziari, come la Fed, the World Bank, Ecb, volta a far conoscere ai lettori l'importanza di alcuni indicatori economici all'interno di una crisi finanziaria.

Primo oggetto di studio è l'analisi dell'andamento del Ted spread nel tempo, i cui dati sono stati raccolti dal sito della Fed. Prima, però, verrà fatta una breve spiegazione sull'utilizzo di tale tasso. Quando il prezzo delle case diminuì e la gente non ripagò più i soldi dei mutui, un leverage alto implicava una forte diminuzione del capitale delle banche. Ciò li costrinse a vendere attività, che, però, erano difficili da valutare, quindi le vendevano a prezzi bassi. Di conseguenza, diminuì il valore delle attività presenti in bilancio o in quello in altre banche, portando ad una riduzione del capital ratio e, quindi, ad ulteriori svendite. La complessità dei titoli come MBSs e CDOs e dei veri bilanci delle banche (banche e le loro SIVs) rese molto difficile valutare la solvenza della banca e il loro rischio di bancarotta. Quindi, gli investitori smisero di prestare loro soldi, i "wholesale funding" si fermarono, provocando ulteriori svendite e diminuzione dei prezzi. Anche le banche non prestavano alle altre com'è



Source: Federal Reserve Bank of St Louis

dimostrato dall'andamento del Ted spread. Esso è dato dalla differenza fra tasso free risk e il tasso a cui le banche sono disposte a prestare alle altre (tasso Libor). Se le banche ritengono non sia rischioso prestare denaro alle altre, lo spread è uguale a 0. Infatti, come si può notare dal grafico sottostante, fino al 2007 il differenziale era circa uguale a 0, ma a metà 2007 iniziò ad aumentare vertiginosamente, perché nel 2008 Lehman Brothers dichiarò la bancarotta. Di conseguenza, nessuna banca si fidava più a prestare alle altre e neanche alle persone. Così divenne una crisi macroeconomica. Il Ted spread tornò ad avere un andamento stabile solo a partire dal 2012.

Secondo oggetto di studio è l'analisi dell'andamento del GDP americano nel tempo (in italiano PIL) confrontato con quello di uno dei più importanti indici azionario americani, il Dow Jones, i cui dati sono stati raccolti dal sito della World Bank.

Il PIL o GDP indica il valore complessivo dei servizi e beni finali prodotti in un paese in un certo periodo di tempo. Di solito viene utilizzato tale indicatore per rappresentare il benessere di un paese o il valore della ricchezza. La parola "prodotto" indica il valore dei beni finali prodotti, mentre "interno" al fatto che ci si riferisce al valore finale dei servizi e dei beni prodotti all'interno di un determinato paese. Nel PIL vanno inclusi i profitti delle imprese straniere in Italia, mentre quelli realizzati all'estero dalle imprese italiane appartengono al PIL dello stato di riferimento e nel PNL italiano. Infine con "lordo" si intende al lordo dell'ammortamento.

Per il calcolo del PIL esistono tre metodi:

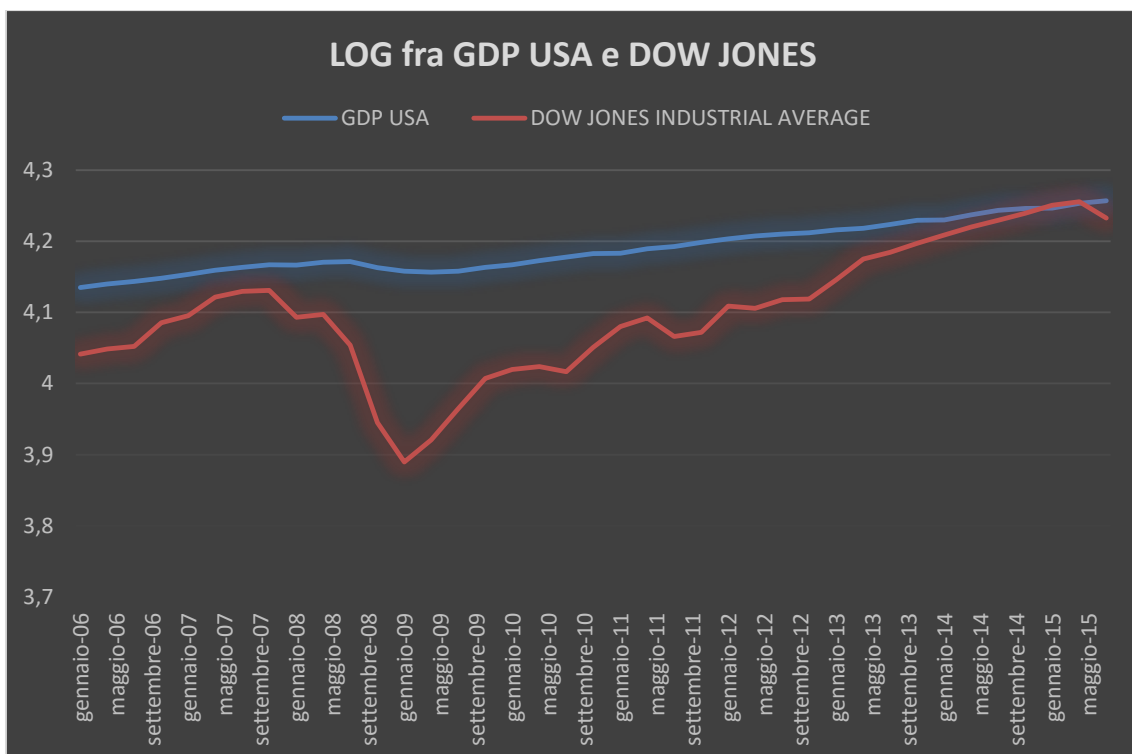
1. Metodo della spesa= consumi + spesa pubblica + esportazioni nette + investimenti
2. Metodo del valore aggiunto= ricavo derivante dalla vendita - acquisto dei semilavorati e delle materie prime utilizzati nel processo produttivo.
3. Metodo dei redditi= Redditi da Capitale + Retribuzioni.

Poi esiste una differenza fra PIL reale e PIL nominale. Il primo indica il valore reale della produzione di servizi e di beni senza prendere in considerazione l'inflazione e tenendo conto della produzione in base all'effettivo potere di

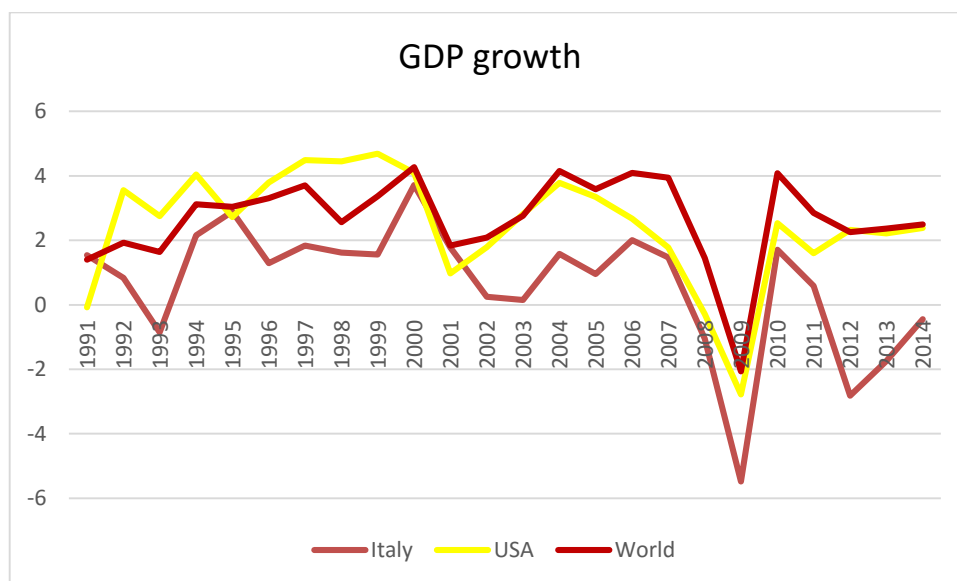
acquisto della collettività. Il secondo, invece, analizza il valore finale della produzione ai prezzi di un determinato periodo, includendo, quindi, anche l'inflazione.

Se il PIL aumenta in un paese, i mercati finanziari ne traggono beneficio, perché implica un aumento dei profitti aziendali e pertanto dei prezzi dei titoli. Se, però, il PIL cresce troppo, i titoli azionari possono avere delle ripercussioni a causa dell'aumento dell'inflazione. Di conseguenza, il PIL è un indicatore economico molto importante per rappresentare lo scenario macroeconomico di uno stato, quindi viene tenuto sotto controllo dagli esperti finanziari.

Come si evince dal grafico, si può osservare che dal gennaio 2008 iniziò ad esserci una riduzione del PIL e anche un forte crollo del Dow Jones, il più famoso indice azionario della borsa di New York. Tale indice cominciò ad aumentare già da maggio 2009, ma solo a partire dal gennaio 2013 riuscì a tornare ai valori del periodo pre-crisi.

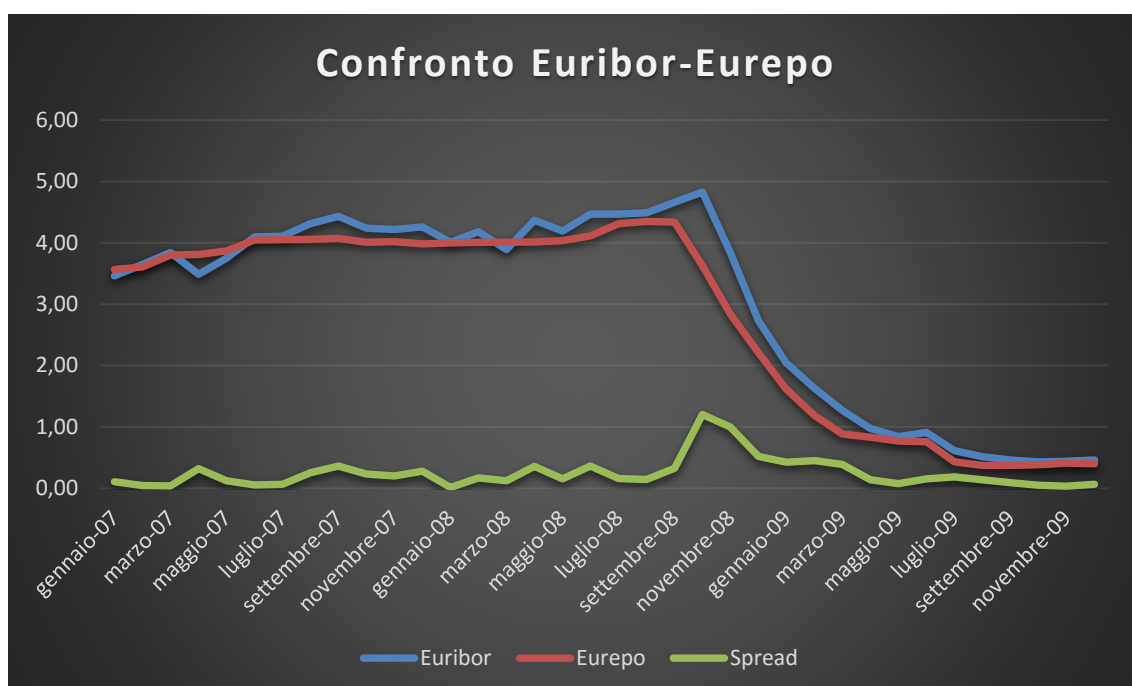


Se si va a vedere, invece, il tasso di crescita del PIL a livello mondiale, in Italia e negli USA, si può osservare dal grafico seguente tratto dalla World Bank che per tutti i paesi a partire dal 2007 vi è stato un crollo fino a toccare livelli minimi nel 2009, in particolare l'Italia. Solo fra 2009 e 2010 il tasso di crescita del PIL è tornato ad aumentare anche grazie agli interventi di politica macroeconomica all'interno degli stati. Dal 2010 al 2012, però, è diminuito ancora soprattutto in Italia raggiungendo quasi -6%.

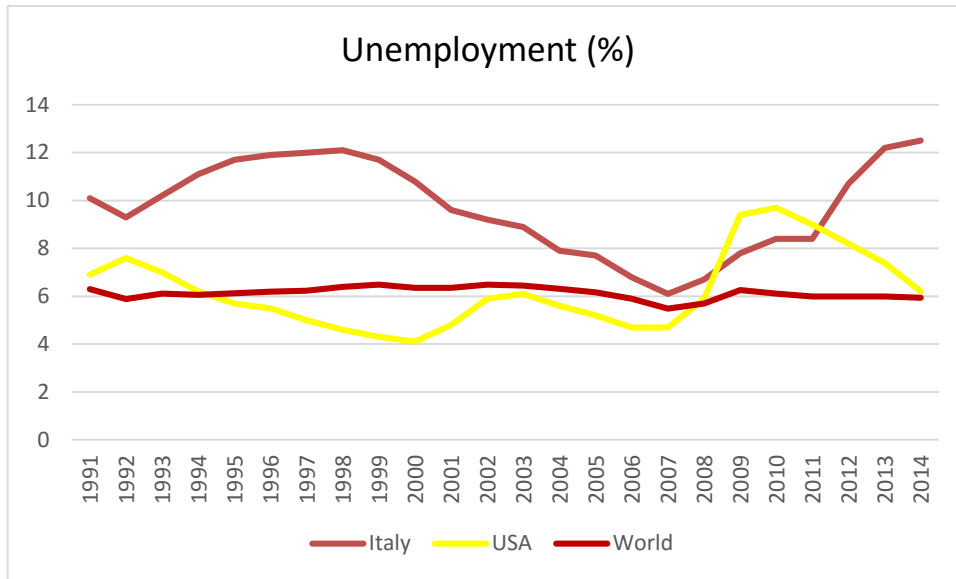


Terzo oggetto di studio è l'analisi dell'andamento dei tassi EURIBOR ed EUREPO, i cui dati sono stati raccolti dal sito dell'ECB. Il primo sta per "Euro Interbank Offered Rate" e indica il tasso medio di interesse con cui i più grandi istituti bancari europei svolgono le transazioni interbancarie di scambio di denaro nell'area euro. L'Euribor è di notevole importanza, in quanto viene utilizzato come valore di riferimento per decidere che tassi applicare a vari prodotti finanziari, come forward, future, swap, ma anche ai depositi di risparmio e a mutui. Il secondo, invece, si riferisce al tasso di interesse che viene applicato ai prestiti in euro garantiti da titoli di Stato. Il suo calcolo deriva da una media delle quotazioni giornaliere di un gruppo di banche con elevato merito creditizio che viene scelto periodicamente dalle European Banking Federation. Quando la crisi dei mutui subprime colpì l'area euro nell'agosto 2007, i costi per le banche per ottenere prestiti non garantiti nel breve termine, aumentò improvvisamente. Dopo la seconda settimana dell'agosto 2007, in particolare

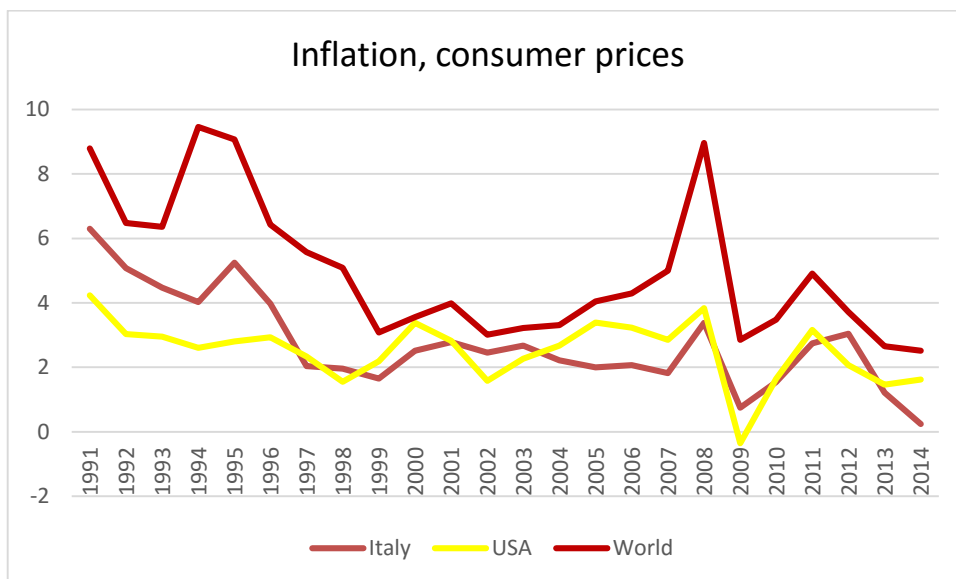
dopo il fallimento di Lehman Brothers, il divario fra il tasso EUREPO e EURIBOR aumentò enormemente. Lo spread fra questi due tassi è utilizzato per misurare i pericoli di scarsa liquidità del mercato e di insolvenze. Come si può notare dal grafico, tale spread fra rendimenti dei contratti interbancari non garantiti e garantiti, continuò ad aumentare fino all'ottobre 2008 in tutta la zona euro oltre che in America. Tale incremento perdurò fino all'ottobre 2008, anno in cui raggiunse il suo massimo e anno dopo il quale la Bce decise di intervenire tramite una politica espansiva, facendo ridurre il REPO attraverso forti iniezioni di liquidità.



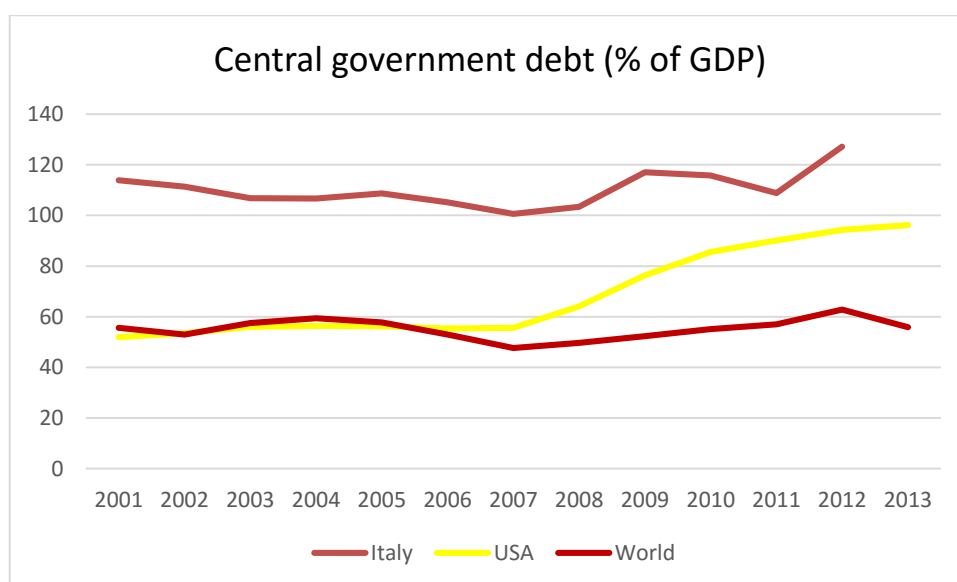
Ora, anche se tale paragrafo appartiene al capitolo riguardante le cause della crisi, di seguito si farà un piccolo excursus andando ad analizzare anche le conseguenze della crisi attraverso l'analisi dei dati raccolti. Quarto oggetto di studio, quindi, è il tasso di disoccupazione. Come emerge dal grafico i cui dati sono stati raccolti dalla World Bank, a partire dal 2007 il tasso di disoccupazione ha subito un aumento nel mondo, in Italia, ma in particolare negli Stati Uniti passando dal 4% a quasi il 10% nel 2009-2010. In America dal 2010 al 2014 vi è stato una diminuzione del tasso di disoccupazione fino al 6%, mentre l'Italia è passata dall'8% circa del 2011 al 12% del 2014.



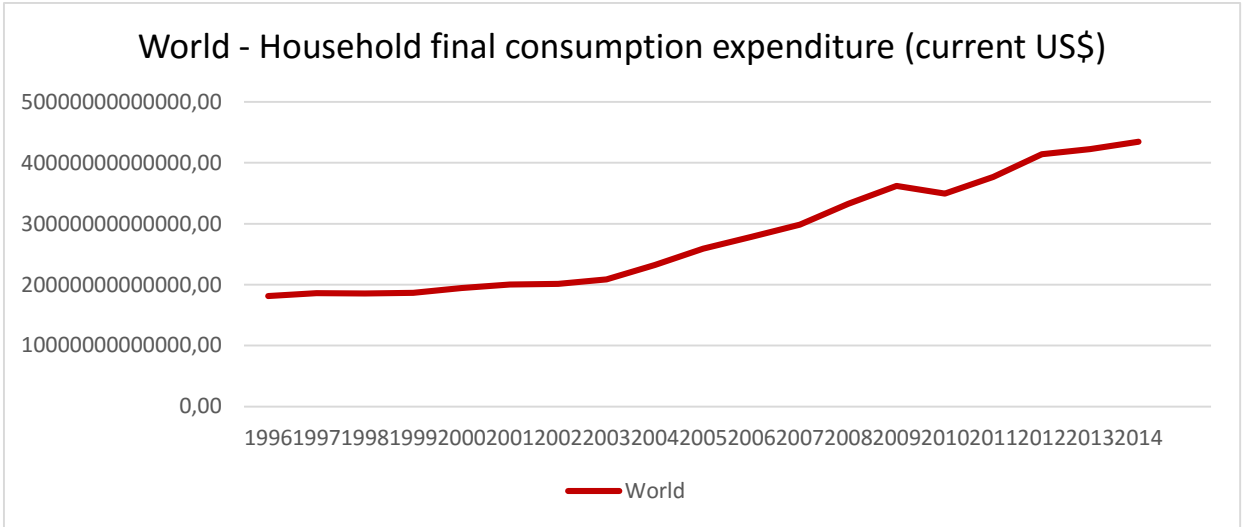
Quinto oggetto di studio è il tasso di inflazione valutata a prezzi di consumo in Italia, negli USA e nel mondo. Come si può osservare dal grafico i cui dati sono stati tratti dalla World Bank, prima del 2008 vi è stata una crescita dell'inflazione, ma dal 2008 al 2009 ha raggiunto livelli minimi per poi aumentare in Italia e in USA al 3% nel 2011. Nel mondo invece nel 2011 ammontava al 5%. In Italia è scesa ancora negli anni fino ad arrivare nel 2014 allo 0% circa.



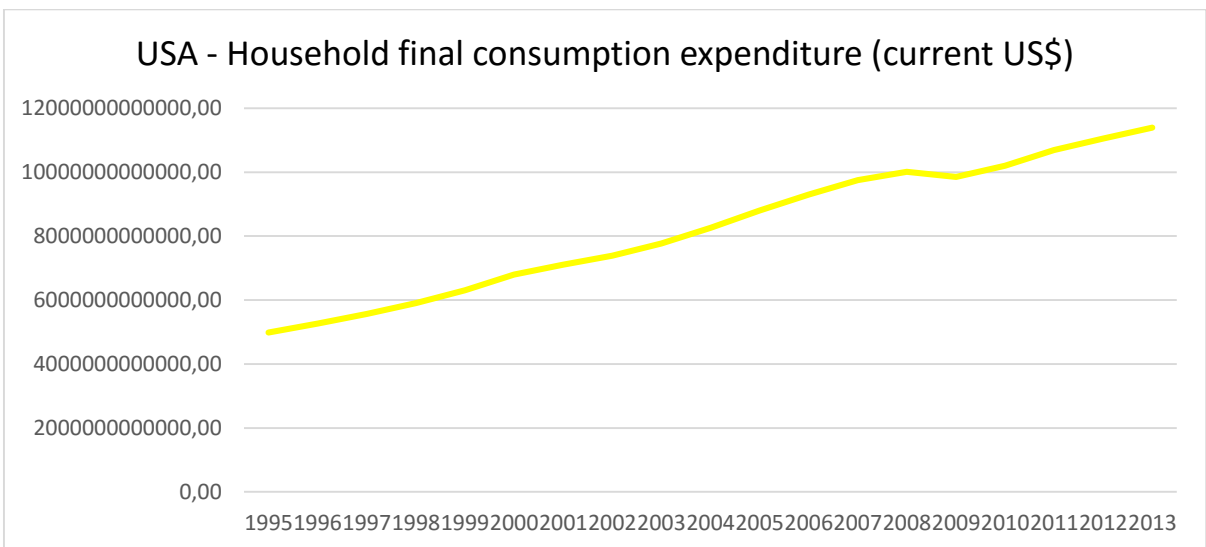
Sesto oggetto di studio è la percentuale di debito per paese in proporzione al proprio PIL. Dal grafico tratto dai dati della World Bank si può notare che dal 2007 vi è stato un aumento del debito in tutti i paesi del mondo, in Italia e negli Stati Uniti. Tuttavia la crescita del debito ha avuto andamenti differenti a seconda dei casi: in America, difatti, si ha avuto una continua crescita dal 2007 con un valore di 56% al 2013 con un valore del 96%; in Italia, invece, già nel 2007 il debito era pari al 101% del PIL, ha continuato a crescere fino al 2009 toccando un valore di 117% per poi scendere fino al 2011 al 109% e aumentare nel 2012 al 127%; infine nel mondo è passato dal 48% nel 2007 al 63% nel 2012, per poi diminuire nel 2013 al 56%.



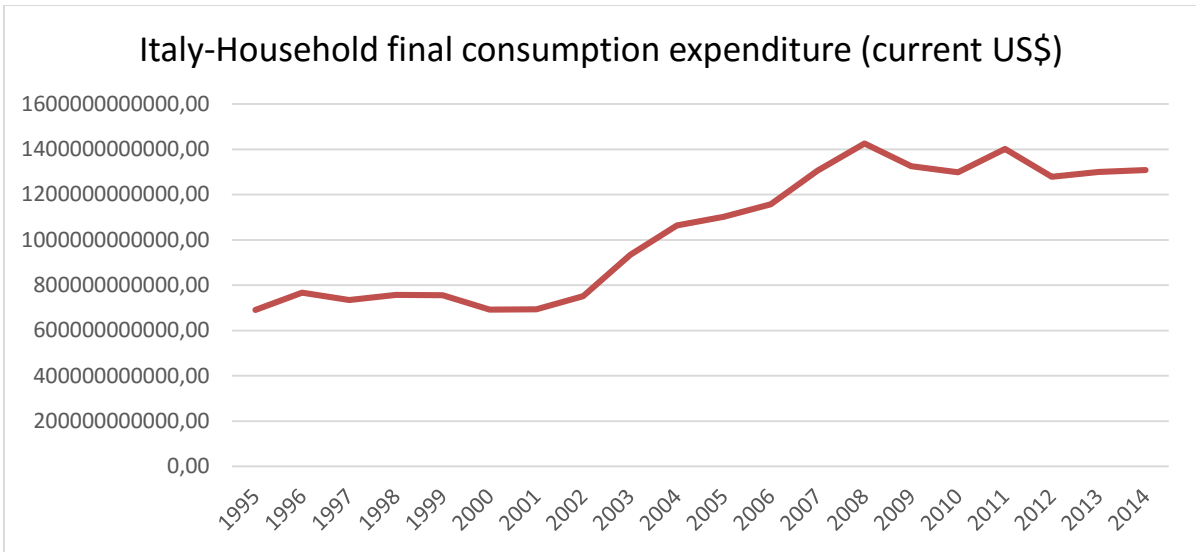
Settimo oggetto di studio è la spesa dei consumi a livello domestico. Come si evince dalla figura tratta sempre dal sito della World Bank, si può notare nel mondo un aumento della spesa sui consumi che caratterizza l'intervallo fra il 1996 e il 2009. Tuttavia fra il 2009 e il 2010 vi è stato un lieve calo dovuto alla crisi, poi, però, dopo tale anno ha cominciato a riaumentare fino al 2014.



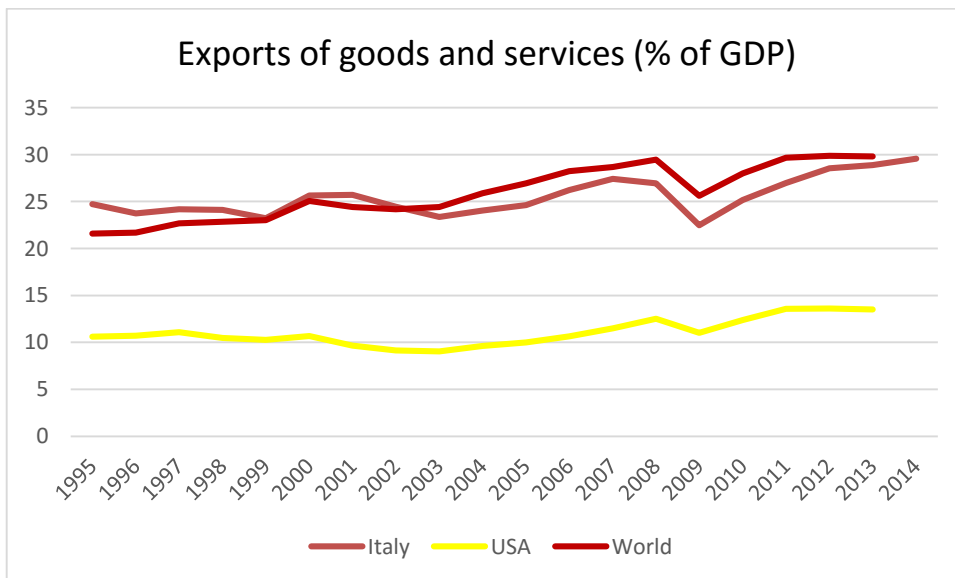
L'America sin dal 1995 è sempre stata caratterizzata da una crescita costante sui consumi fino al 2008, anno in cui ha subito un lieve arresto per un anno. Dopo il 2009, tuttavia, è continuata la crescita dei consumi fino al 2013 : simbolo del fatto che nonostante la crisi, gli americani si confermano dei forti consumatori.



Successivamente ci si focalizza sul caso Italia che è stata caratterizzata da un aumento costante dei consumi nell'intervallo di tempo fra gli anni 2000 e il 2008. Da tale anno, però, al 2010 ha subito un arresto a causa della crisi. Dal 2010 al 2011 vi è stata una breve ripresa per poi diminuire fino al 2012.



Ottavo oggetto di studio è l'esportazione di beni e servizi rispetto al PIL nel mondo, in Italia e negli USA. Come si evince dal grafico i cui dati sono tratti dalla World Bank, l'Italia ha iniziato ad avere una crescita dell'export a partire dal 2013 con un livello del 24% fino ad arrivare nel 2007 ad un livello del 27%, mentre l'America dal 2003 è partita da un valore di 9% fino ad arrivare nel 2008 a 12,5%. Tutti i paesi hanno subito un crollo dal 2008 al 2009: l'Italia è arrivata al 22,5%, mentre l'America all'11% e al livello mondiale s'è passati da 29,5% a 25,6%. Dal 2009 in poi in tutti i paesi vi è stata una crescita, in particolare in Italia e nel mondo, mentre più lieve negli USA.



L'ILLUSIONE DELLA SOVRANITÀ DEL CE: LA CONTABILITÀ CREATIVA

La crisi ha dimostrato che il modo di valutare i valori aziendali non era adeguato. In precedenza l'obiettivo era valutare la capacità di creazione del valore dell'impresa per rappresentarla a livello contabile rapidamente e per massimizzare il valore delle azioni. Non veniva tenuto conto, però, che questa valutazione rapida comportava dei maggiori rischi nel medio-lungo termine.

Questo metodo ha portato a preferire le grandezze flusso rispetto a quelle stock, privilegiando il conto economico rispetto allo stato patrimoniale. Di conseguenza, la ricchezza aziendale al *fair value* è andata a sostituire quella del costo storico.

Utilizzando il *fair value*, è aumentata la variabilità dei redditi di patrimonio netto e di periodo. Nel conto economico vi sono gli strumenti finanziari e i derivati tenuti per essere negoziati nel breve termine.

Per avere una maggior redditività è stato concesso un aumento della volatilità del valore del capitale e dei risultati economici.

Sono stati introdotti fenomeni distorsivi nella gestione del portafoglio di attività, dando la possibilità di utilizzare differenti criteri di valutazione, al costo storico o al *fair value*.

Anziché utilizzare la valutazione tenendo conto del profilo di rischio-rendimento del titolo, è stata utilizzata per cogliere i vantaggi del ciclo economico espansivo. Considerazioni di tipo contabile sono stati l'incentivo per gli operatori a concludere transazioni. L'asimmetria dei criteri di valutazione utilizzate su poste di bilancio tra loro correlate ha accentuato la distorsione nella rappresentazione dei dati contabili.

Attraverso l'utilizzo del *fair value* come criterio di valutazione nella fase espansiva del ciclo, in bilancio sono stati rilevati maggiori utili, comportando un apprezzamento del valore del titolo e l'ottenimento di livelli di capitalizzazione inaspettati.

Di conseguenza, questo approccio ha distorto l'adeguatezza e la rappresentatività dei requisiti patrimoniali quando nella fase del ciclo successiva

i portafogli contabilizzati al *fair value* sono stati colpiti in una spirale negativa dalla crisi finanziaria.

Tenere come metodo di valutazione contabile il *fair value*, ma soprattutto come punto di riferimento la struttura dei requisiti di capitale, ha comportato un moltiplicatore delle cause della crisi finanziaria, comportando pesanti conseguenze a livello sistemico e facendo aumentare la velocità e la misura di diffusione della crisi finanziaria sui mercati.

A causa dell'espandersi delle aspettative di default e a causa dell'illiquidità di una vasta quantità di derivati, investitori ed emittenti, hanno dovuto registrare a conto economico molte perdite, applicando i principi internazionali, per modificare il valore delle attività finanziarie e per rivalutare le stime del rischio di credito.

Quando la crisi finanziaria ha iniziato a diffondersi, sono sorti forti dubbi sulla corretta determinazione del *fair value* a causa della progressiva illiquidità di molti segmenti dei mercati finanziari.

La più affidabile misurazione del valore è stata individuata dai principi contabili nei prezzi esprimibili da un mercato "attivo".

Secondo la definizione di *fair value* si nega di considerare come appropriati i valori che potrebbero affiorare in caso di liquidazione ed è stata sottolineata la questione determinante di tale valore nel caso di insolita illiquidità dei mercati.

Quando sussisteva indisponibilità e inattendibilità del valore di mercato per calcolare il *fair value* di un'attività finanziaria, altri indicatori sono stati utilizzati secondo una gerarchia di criteri di attendibilità delle metodologie e delle informazioni usate per la valutazione. A volte vi è stata la necessità di rivolgersi ai valori di mercato osservabili per strumenti finanziari comparabili rispetto al valore della quotazione su mercati attivi. Sono stati molto utilizzati metodi di valutazione basati su modelli di stima dei rapporti di correlazione tra le più importanti grandezze economico-finanziarie e sulle assunzioni del management rispetto all'andamento del mercato.

L'utilizzo della gerarchia degli input per la stima del *fair value* ha sottostimato il rischio dell'inidoneità del *mark to model* (che consiste nel prezzare una posizione o un portafoglio ai prezzi stabiliti dal mercato finanziario) ad

approssimare il *mark to market* (cioè il valore di uno strumento finanziario viene aggiustato in funzione dei prezzi di mercato), riferendosi in particolare agli strumenti finanziari negoziati nei mercati *over the counter* (fuori dai mercati regolamentati). L'aumento delle asimmetrie informative, che ha moltiplicato il rischio di comportamenti opportunistici del management aziendale attraverso l'utilizzo di informazioni private, è stato causato dall'aumento delle valutazioni sugli *asset* basate su assunzioni e aspettative dei manager (*mark to model*).

L'ILLUSORIA PRESUNZIONE DELLA PIRAMIDE AZIENDALE: LA VERTIGINE DELLA GERARCHIA

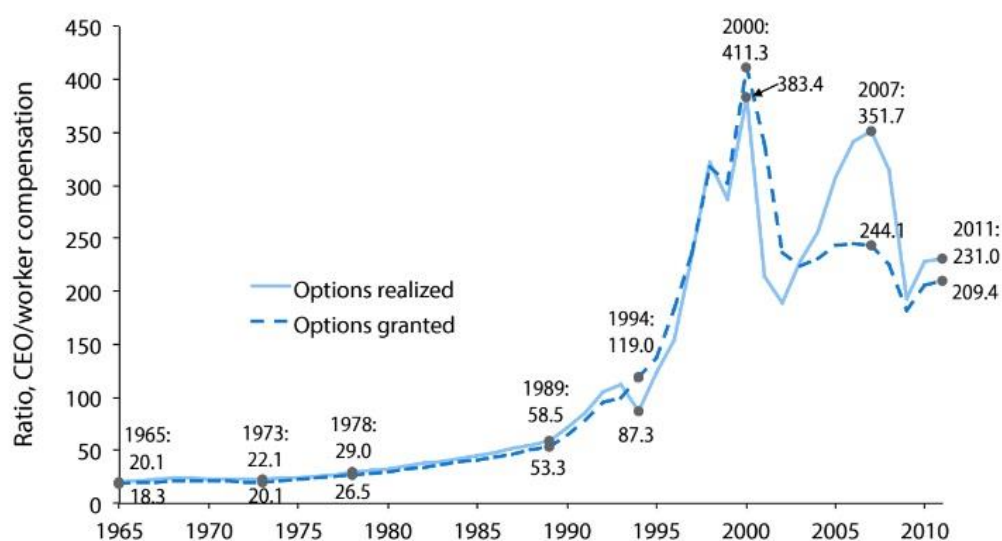
Con la crisi è emersa un'area critica nella *corporate governance* degli intermediari finanziari, specialmente per quanto riguarda la gestione del rischio e i piani di remunerazione del top management.

L'obiettivo principale di un bravo team management dovrebbe essere quello di assicurare buoni livelli di sviluppo aziendale e di redditività, garantendo anche la continuità aziendale nel lungo periodo.

Tuttavia sono stati utilizzati piani di incentivazione e di remunerazione che hanno portato a comportamenti di *moral hazard*, lasciando da parte gli obiettivi principali di continuità aziendale e di redditività almeno nel medio termine.

La remunerazione del top management era sproporzionata rispetto a quella degli *stakeholder* interni. Nella seguente figura è rappresentato tale crescente divario fra la remunerazione dei lavoratori addetti alla produzione e i compensi del CEO (Chief Executive Officer), comprensivi di bonus, di piani di "stock granting" e di "stock option" oltre che degli altri meccanismi di incentivazione a lungo termine. Negli ultimi quindici anni si possono osservare valori patologici.

CEO-to-worker compensation ratio (options granted and options realized), 1965–2011



Note: "Options granted" compensation series data include salaries, bonuses, restricted stock grants, options granted, and long-term incentive payouts for CEOs at the top 350 U.S. firms ranked by sales. "Options realized" compensation series data include salaries, bonuses, restricted stock grants, options exercised, and long-term incentive payouts for CEOs at the top 350 firms ranked by sales.

Source: Authors' analysis of data from Compustat ExecuComp database, Bureau of Labor Statistics Current Employment Statistics, and Bureau of Economic Analysis National Income and Product Accounts

Un'altra fonte di problemi di garanzia è stata rappresentata dalla distorsione nei meccanismi di incentivazione che hanno portato ad un'alta esposizione al rischio con una sottostima degli effetti di questi comportamenti sulla stabilità del sistema.

La gestione dell'impresa s'è rilevata inadeguata per l'esasperato perseguimento della massimizzazione della creazione del valore, mettendo in secondo piano l'orizzonte temporale di riferimento e il rischio assunto.

Gli strumenti finanziari sono stati spesso venduti con il fine di aumentare il volume di titoli intermediati e le commissioni, piuttosto che con la finalità di comprensione dei bisogni dei propri clienti.

Per quanto riguarda i mutui *subprime*, la banca erogatrice, poiché riceveva commissioni in base ai volumi, ha ottenuto la concessione dei mutui concessi senza un'attenta valutazione sulla solvibilità della controparte. Successivamente i titoli cartolarizzati sono stati negoziati dagli intermediari

finanziari, dato per presupposto che i prezzi fossero verosimili in base ai giudizi espressi dalle agenzie di rating.

Una cosa gravissima che è successa durante la crisi è stata proprio lo smarrimento di responsabilità del risk management, che è una delle funzioni più importanti del governo aziendale, a causa della complessità degli strumenti finanziari e della catena di deleghe nel monitoraggio del credito.

I meccanismi di valutazione del rischio si sono rivelati inefficaci, poiché sono stati effettuati gli stress test, basandosi su un metodo storico che ha portato a sottovalutare la minaccia di un elevato ricorso alla leva finanziaria e il rischio di liquidità. Se fosse stato utilizzato il metodo degli scenari, probabilmente si avrebbe potuto stimare più attentamente l'impatto sulle grandezze aziendali di un crollo dei prezzi degli *asset* finanziari e degli immobili.

Con l'analisi degli scenari si intende un metodo di previsione economica e di analisi volta al medio-lungo periodo che consiste nell'ipotizzare delle possibili alternative future per un insieme di fattori finanziari o economici, assegnare una probabilità ad ognuna ed infine dedurre delle conclusioni per il futuro dal gruppo delle informazioni raccolte.

Si sono verificati ulteriori scostamenti nella struttura del board delle maggiori banche secondo quanto è emerso dalle comparazioni internazionali.

Nelle banche d'investimento erano presenti consiglieri indipendenti, tuttavia il fatto che questi rimanessero per molti anni all'interno dell'azienda andava contro il profilo di indipendenza degli amministratori.

Nelle più importanti banche internazionali è stata segnalata un'inidonea presenza di corrette professionalità in ambito finanziario, portando a determinare una sbagliata comprensione del livello di esposizione al rischio e dei nuovi complessi strumenti finanziari da parte degli organi di vertice.

Fattore che avrebbe dovuto far suscitare qualche dubbio è l'età dei componenti del *board*, un po' troppo "matura". Se i componenti sono troppo maturi o d'età avanzata, non hanno come fine ultimo la continuità aziendale, perché magari forse fra qualche anno andranno in pensione.

2) Conseguenze della crisi del 2007-2008

L'USO E I LIMITI DELLA POLITICA

Le conseguenze della crisi sono l'aumento dei tassi di interesse a cui aziende e famiglie possono prendere a prestito, di conseguenza diminuisce il consumo quindi l'output. Le misure finanziarie, monetarie e fiscali adottate sono la diminuzione del tasso di interesse circa uguale a zero da parte delle banche centrali col rischio di liquidity trap e l'espansione fiscale da parte dei governi. Gli effetti sono stati una riduzione dell'output e, quindi, un aumento del debito.

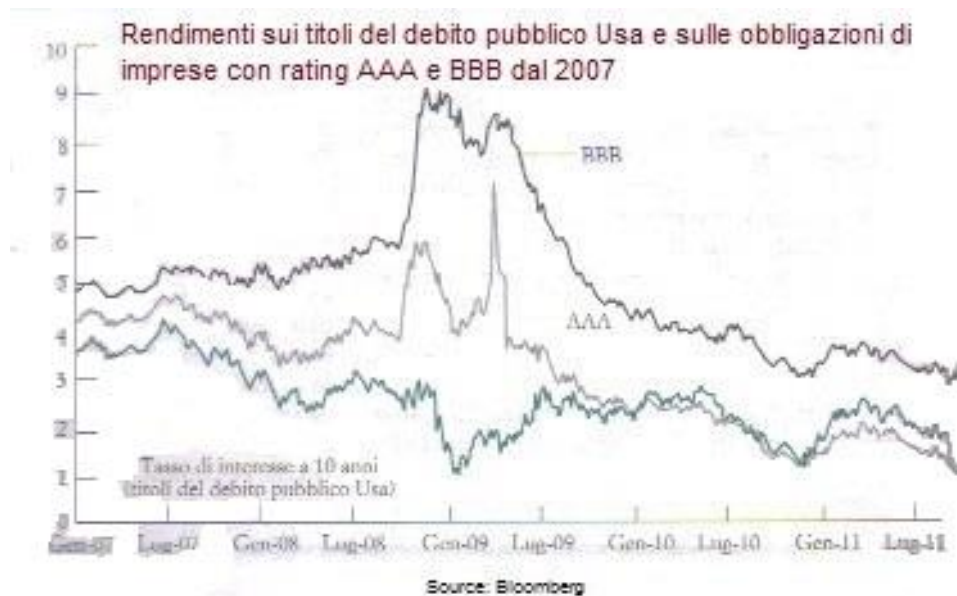
Si analizzano di seguito i primi due effetti della crisi: l'aumento dei tassi di interesse a cui le persone potevano prendere a prestito e la diminuzione della fiducia.

- In condizioni normali i tassi di interesse a cui possono prendere a prestito le aziende con la tripla A, cioè considerate le più sicure, sono vicini al tasso free risk degli stati, e quelli delle aziende con la tripla B, considerate meno sicure, possono prendere a prestito con un tasso di interesse circa pari all'1% rispetto alle aziende triple A. Tuttavia a metà 2007 il tasso free-risk rimase basso, ma quello delle aziende AAA e BBB aumentò fortemente, così divenne estremamente costoso per le aziende prendere a prestito. Le aziende più piccole, che dipendevano dalle banche, si videro proibire i prestiti.
- Confusione e paura per ciò che stava succedendo nel mondo finanziario portò ad una caduta della fiducia sia delle aziende, sia dei consumatori. In particolare a causa del calo della fiducia dei consumatori vi fu un calo dei consumi.

Di seguito sono rappresentati due grafici: uno rappresenta l'indice di fiducia dei consumatori e delle imprese USA fra 2007 e 2010, mentre il secondo indica i rendimenti sui titoli del debito pubblico USA e sulle obbligazioni di imprese con rating AAA e BBB dal 2007. Nel primo grafico si può notare che dal luglio 2007 al gennaio 2009 vi è stato un calo di aspettative sia da parte delle imprese, sia da parte dei consumatori. Successivamente fino a luglio 2011 è tornato un aumento delle aspettative per entrambi, anche se con alti e bassi.



Nel secondo si può osservare come prima del gennaio 2009 per le obbligazioni di imprese con rating AAA e BBB vi sia stato un forte aumento e un leggero aumento per i titoli del debito pubblico. Successivamente, però, vi è stato un forte crollo per tutti e tre questi strumenti finanziari.



INIZIALE RISPOSTA DELLA POLITICA

L'aumento del tasso di interesse dei prestiti, la diminuzione del prezzo delle azioni e della fiducia portarono ad una diminuzione della domanda dei beni di consumo.



Quindi, vi fu uno spostamento verso il basso della curva IS nel modello IS-LM. Le misure adottate dal governo per migliorare la situazione furono le seguenti:

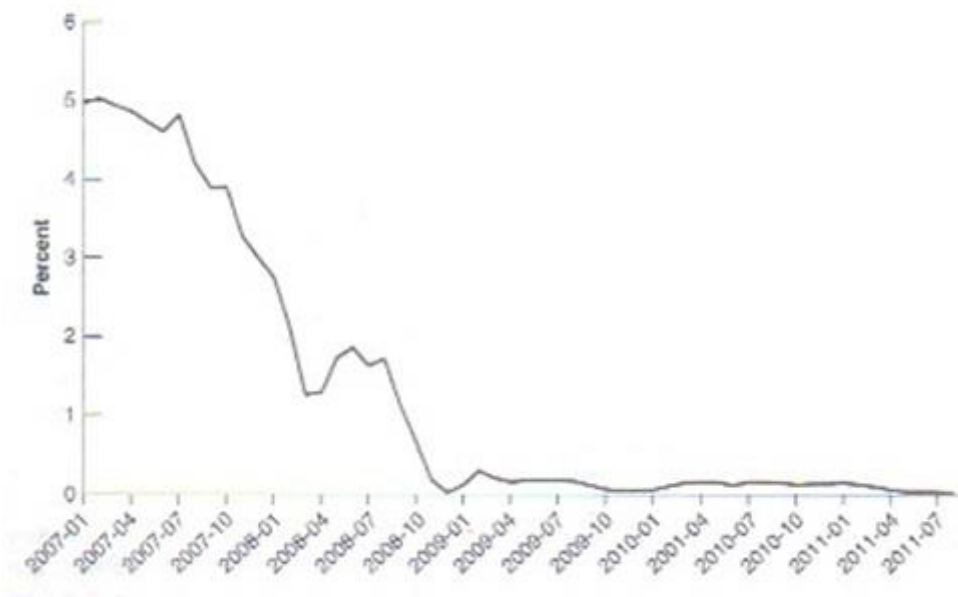
- Per evitare la corsa agli sportelli bancari l'assicurazione per i depositi federali fu aumentata da \$100.000 a \$250.000 per conto. La maggior parte dei finanziamenti fra banche proveniva non dai depositi, ma dall'emissione di debito a breve termine verso gli investitori. Per permettere alle banche di finanziarsi fra loro il governo federale ha stabilito un programma che garantiva il debito emesso dalle banche.
- La Federal Reserve fornì un'enorme liquidità al sistema finanziario. Infatti, se gli investitori avessero voluto i loro soldi indietro, le banche avrebbero dovuto vendere le loro attività a prezzi stracciati e questo avrebbe significato andare in bancarotta per le banche. Per evitare ciò la Federal Reserve mise a disposizione liquidità per rendere più facile fare prestiti dalla Fed. Aumentò l'insieme di attività che le istituzioni finanziarie potevano usare come "garanzia" quando prendevano a prestito dalla Fed (con garanzia si intende le attività garantite da chi prende a prestito quando si prende a prestito da un prestatore). Queste

facilitazioni consentirono alle banche e agli istituti finanziari di pagare indietro i soldi agli investitori senza dover vendere le loro attività. Diminuirono gli incentivi degli investitori per chiedere i loro finanziamenti, mentre queste facilitazioni diminuirono il rischio che le banche andassero in bancarotta. Il governo introdusse un programma chiamato “Troubled asset relief program” o TARP con l’obiettivo di ripulire il sistema bancario. L’obiettivo iniziale del programma di \$700 miliardi, presentato nell’ottobre 2008, era rimuovere le attività complesse dai bilanci delle banche, quindi diminuire l’incertezza, rassicurare gli investitori, rendere più semplice accedere alle condizioni di ogni banca. Il ministero del Tesoro affrontò gli stessi problemi come investitore privato. Tuttavia siccome ci voleva tanto tempo, poi era difficile valutare queste attività complesse delle banche ed eventualmente trovare un prezzo per convertirli in buoni ordinari del Tesoro, l’obiettivo iniziale venne abbandonato. Il nuovo obiettivo, così, divenne aumentare le attività delle banche. Ciò fu fatto dal governo che acquisì azioni e quindi fornì fondi alla maggioranza delle più grandi banche americane. Aumentando il capital ratio, quindi diminuendo il leverage, l’obiettivo del programma fu evitare la bancarotta delle banche e nel tempo farle tornare normali. A fine settembre 2009 la spesa totale per il programma TARP fu di \$360 miliardi di cui \$200 miliardi furono spesi attraverso l’acquisto di azioni nelle banche. Si prevede che il costo finale del programma TARP sia basso, anche forse uguale a 0.

- Tutte queste misure puntavano a fornire liquidità alle istituzioni finanziarie evitando la loro bancarotta e consentendo loro di funzionare di nuovo. Preoccupati che alcuni mercati fossero lenti a recuperare, la Fed intervenì comprando titoli privati in questi mercati. Dando importanza al settore immobiliare, comprò i mortgage-backed securities. Le politiche fiscali e monetarie vennero utilizzate molto. Dal 2006 il T-bill iniziò a diminuire e quando la Fed si accorse che la domanda stava diminuendo, lo svalutò ancora, così nel dicembre 2008 raggiunse un livello uguale a 0. Il governo americano applicò una politica fiscale riducendo le tasse e

aumentando le spese. Quando Obama nel 2009 entrò in carica, disegnò un programma fiscale che avrebbe aumentato la domanda e fatto diminuire la recessione. Questo programma fiscale, chiamato “American recovery and investment act” passò nel febbraio 2009. Vale \$780 miliardi e consiste nella riduzione delle tasse e in un aumento delle spese tra il 2009 e il 2010. Il deficit americano aumentò dall’1,7% del PIL nel 2007 al 9% nel 2010. L’aumento era un effetto della crisi, come la diminuzione in output portò ad una diminuzione nei ricavi delle tasse e ad un aumento di programmi di trasferimento come i sussidi di disoccupazione. La combinazione di misure finanziarie, fiscali e monetarie non servirono abbastanza per impedire la diminuzione dell’output.

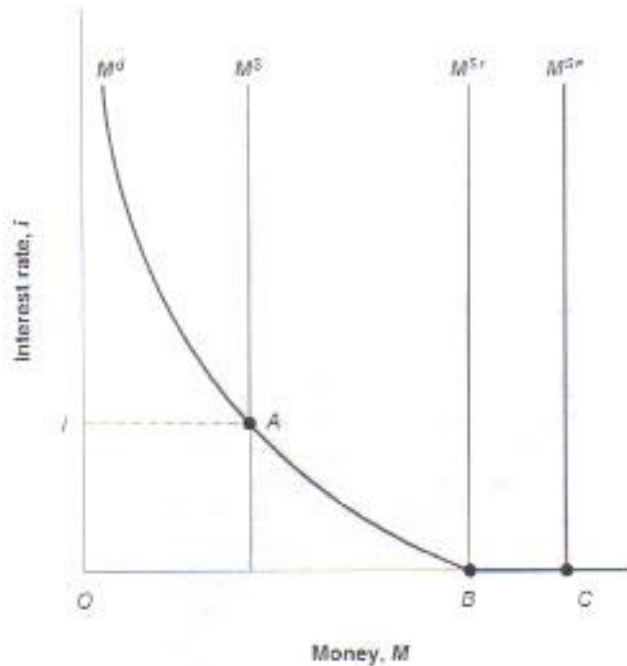
Andamento del tasso dei titoli del Tesoro americano, 2007-2011



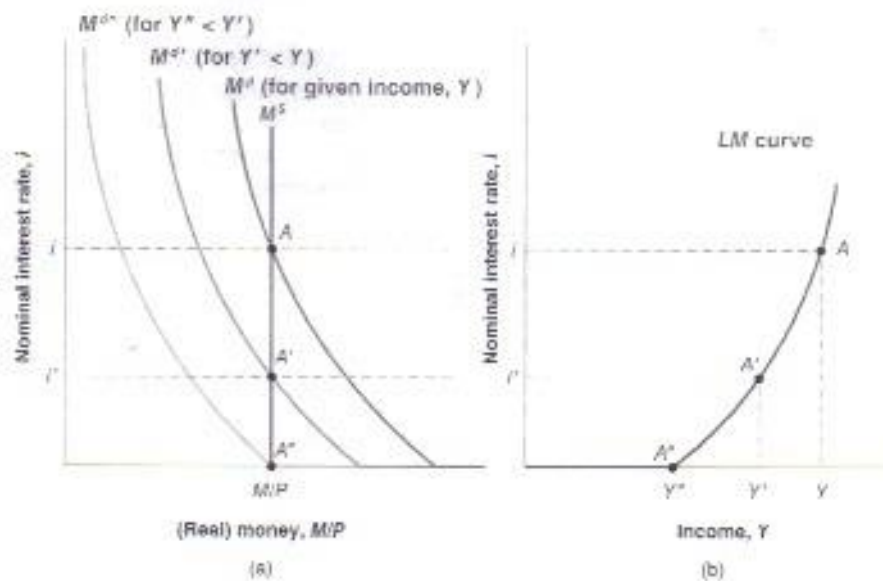
Source: Series TB3MS Federal Reserve Economic Data (FRED)

LIMITI DELLA POLITICA MONETARIA: LIQUIDITY TRAP

Dal dicembre 2008 la Fed ha mantenuto il tasso di interesse del T-Bill circa pari a 0. Ma se fosse stato pari a 0, le persone sarebbero diventati indifferenti fra il possedere obbligazioni ed avere denaro se il tasso di interesse è basso, vi è una maggior domanda di denaro e una minor domanda di obbligazioni.



Come si può notare dalla figura, un aumento dell'offerta di moneta porta ad una diminuzione del tasso di interesse, quindi M^S si sposta verso destra in $M^{S'}$. Ma se si parte da $M^{S'}$, quindi il tasso di interesse è pari a 0, un aumento dell'offerta di moneta non fa aumentare il tasso di interesse che rimane sempre 0. $M^{S'}$ dunque si sposta in $M^{S''}$ provocando solo un aumento dell'offerta di moneta senza avere effetti sul tasso di interesse. Una politica monetaria espansiva, nel caso ci trovassimo in $M^{S'}$, così, risulta del tutto inefficace. Keynes, che fu il primo a scoprire tale fenomeno, direbbe che siamo in una trappola di liquidità in cui le persone sono disposte ad avere più denaro ad uguale tasso di interesse. La liquidity trap si può dimostrare anche con la curva LM che mette in relazione il tasso di interesse con il reddito nei mercati finanziari.

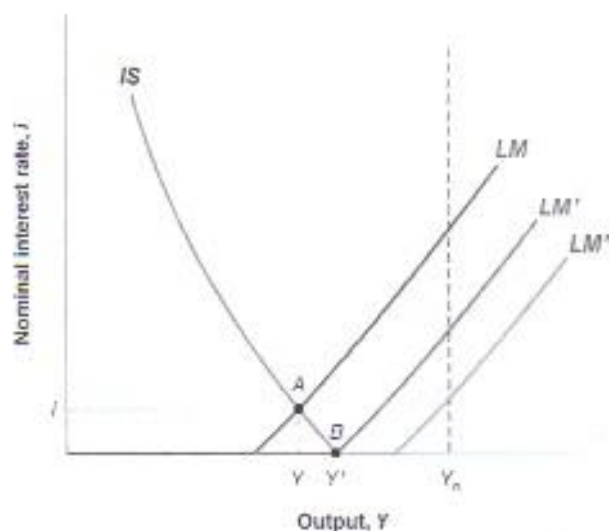


Nel grafico vi sono tre curve di domanda di denaro che corrispondono ad un diverso reddito:

- La curva M^d è quella con maggior reddito e l'equilibrio è nel punto A con tasso di interesse i .
- $M^{d'}$ ha un reddito minore di M^d e l'equilibrio è in B dove il tasso di interesse è minore di quello in A .
- In $M^{d''}$ il reddito è minore di quello in $M^{d'}$ e il tasso di interesse è pari a 0 . L'equilibrio è in C . Se il reddito diminuisce ancor più del valore in C , il tasso di interesse rimane sempre 0 . Quindi, come si nota dalla curva LM per valori superiori a Y'' , il tasso di interesse aumenta; per valori inferiori a Y'' , il tasso di interesse rimane sempre pari a 0 .

Si può anche illustrare il fenomeno della trappola della liquidità tramite il modello IS-LM. La politica monetaria espansiva può far aumentare l'output, ma ha il limite della trappola della liquidità. Come si può notare nella figura sottostante, se il governo adotta una politica monetaria espansiva, la curva LM si sposta verso destra da A a B , fa diminuire il tasso di interesse, ma aumenta l'output. Ma se si parte da B e si adotta ancora una politica monetaria espansiva, l'output rimane sempre quello che era in B e tale politica risulta inefficace. Quindi, quando il tasso di interesse è pari a 0 , l'economia cade in una liquidity trap: la banca centrale può aumentare la liquidità aumentando

l'offerta di moneta, ma tale liquidità cade in una trappola: le persone possono richiedere più denaro ad un tasso di interesse pari a 0. Pertanto la politica monetaria non può fare più nulla per far aumentare l'output.



Nella realtà esistono molti tipi di obbligazioni e molti tassi di interesse. Molti di questi tassi di interesse sono più alti dei buoni ordinari del tesoro (T-bills). Quindi, si può utilizzare questa politica monetaria non convenzionale: anziché comprare buoni del tesoro ordinari, la Fed può comprare altri tipi di obbligazioni; per esempio, mutui-prestiti fatte dalle banche alle famiglie o obbligazioni del tesoro-obbligazioni del governo che promettono un pagamento in 10 o 20 anni. Facendo così, si può diminuire il tasso di interesse su queste obbligazioni o mutui e questi interessi bassi aiutano ad aumentare la domanda. Questa politica prende il nome di “quantitative easing” o “credit easing”. La Fed l'ha usata molto durante la crisi, ma gli effetti sono spesso esigui, perché quando l'economia è in una trappola di liquidità, l'obiettivo della politica monetaria di avere effetti sulla domanda e sull'output è molto limitata.

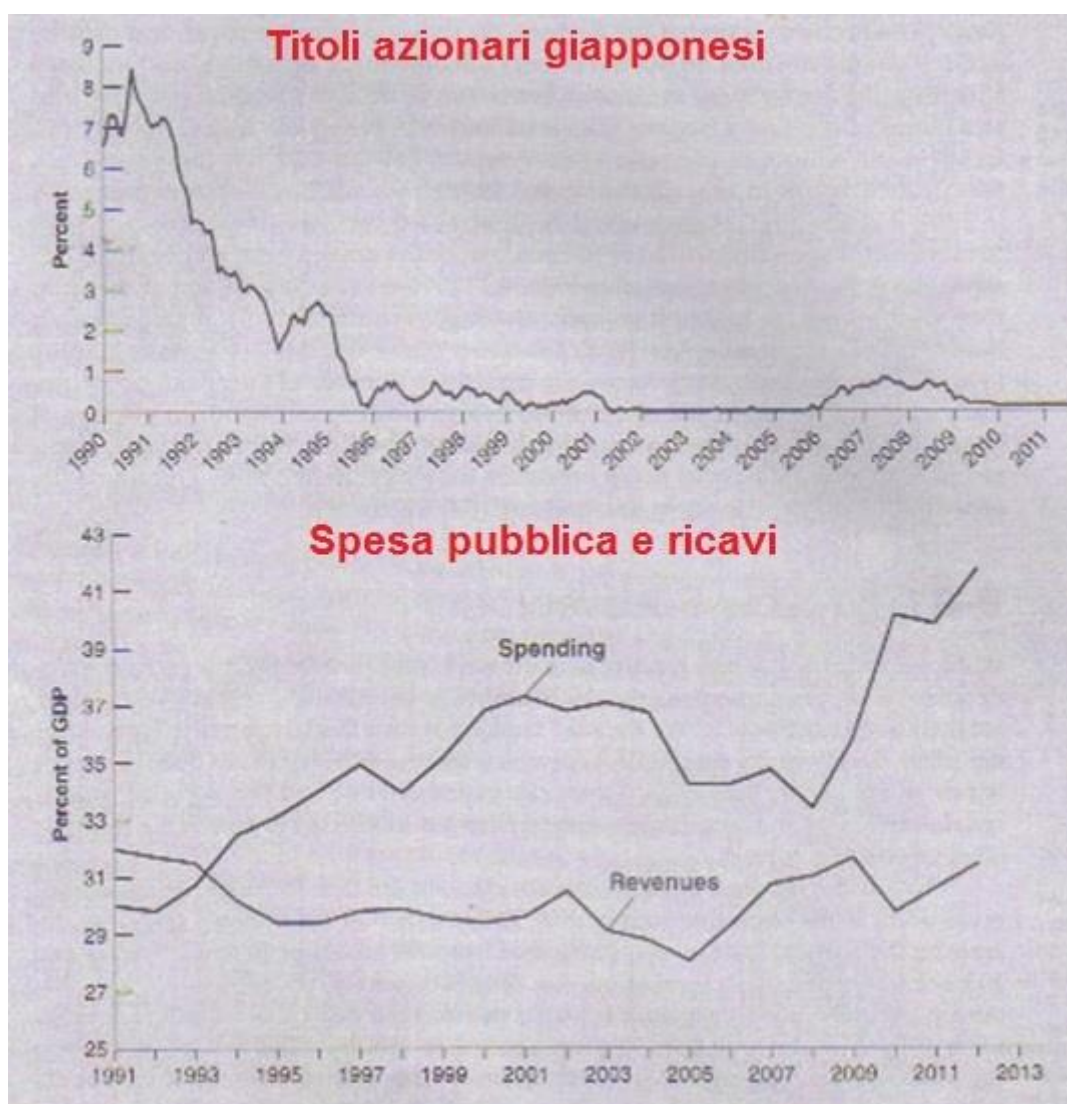
IL LIMITE DELLA POLITICA FISCALE:

UN DEBITO NOTEVOLE

Non solo la politica monetaria, ma anche quella fiscale ha dei limiti. Il problema è che se la domanda di beni non si riprende nel tempo da sola, se le persone e le aziende non diventano più ottimiste e aumentano il consumo, il governo deve continuare ad aumentare il deficit per sostenere la grande domanda e l'output.

L'aumento continuo del deficit non fa che aumentare il debito. Nei paesi avanzati il debito sul PIL è aumentato dal 46% nel 2006 al 70% nel 2011 e negli USA dal 2% nel 2006 al 72% nel 2011. Un debito alto implica che prima o poi le tasse dovranno aumentare, o la spesa pubblica dovrà diminuire, o il governo non sarà più in grado di ripagare il debito. Queste preoccupazioni portano ad un aumento del tasso di interesse sulle obbligazioni del governo. Tutto ciò limita il contributo della politica fiscale alla ripresa.

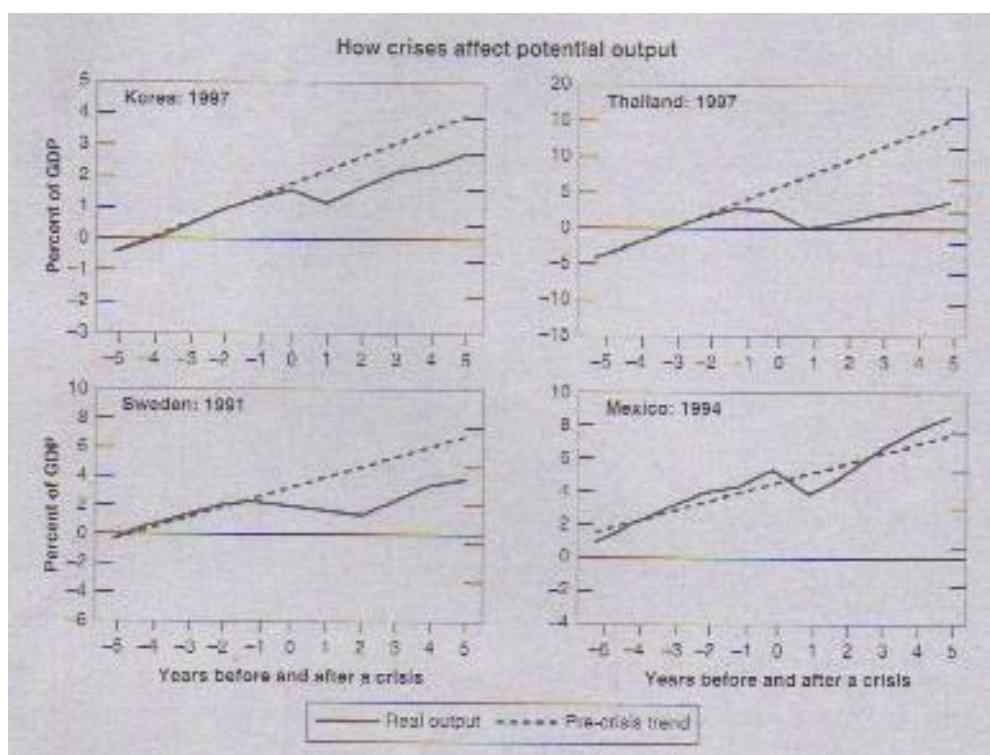
UNA RIPRESA LENTA



Source: One-Year government bond rate, DLX, International Monetary Fund database and IMF World Economic Outlook database

Se si guarda a ciò che è successo al Giappone, si prevede che anche negli USA la ripresa sarà lenta. Negli anni 1990 vi era stato un boom del mercato azionario giapponese, ma improvvisamente crollò. La diminuzione del prezzo delle azioni portò ad un declino dei consumi e, in risposta al calo dei consumi, la banca centrale tagliò i tassi di interesse. Dal 1990, come si può notare in figura, i tassi nel tempo diminuirono fino a raggiungere circa l'1%. Dato il poco spazio per usare la politica monetaria, si decise di utilizzare quella fiscale per sostenere la domanda. Nel grafico si può notare che un aumento della spesa pubblica dal 1990 non è stata compensata da un aumento proporzionale dei ricavi. Il risultato è stato un aumento del debito sul PIL dal 13% del 1991 al 120% nel 2011. Neanche il tasso di crescita del PIL ha subito aumenti, perché dal 4,4% del 1980 è passato all'1,4% del 1990 fino allo 0,9% del 2000. Quindi, ci vorrà molto tempo perché il Giappone si riprenda.

Esistono molte teorie sul fatto che la ripresa negli USA sarà lenta. Alcuni guardano l'offerta aggregata e sostengono che le banche hanno fatto diminuire il livello naturale di output, quindi sarebbe difficile tornare a livelli dell'output pre-crisi

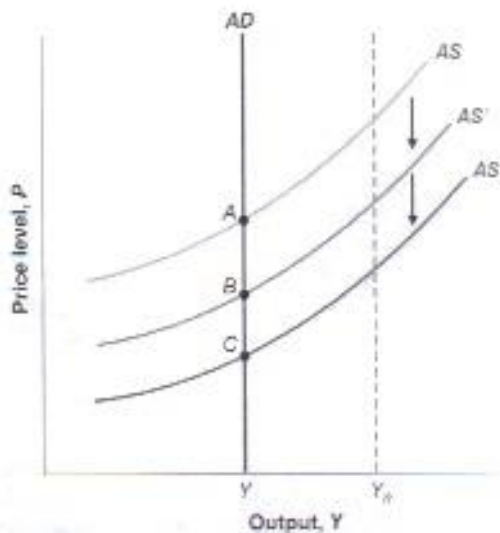


Source: International Monetary Fund World Economic Outlook

Per sostenere ciò ci sono molti esempi del passato a dimostrare tale tesi, cioè che le crisi bancarie in genere portano ad una diminuzione dell'output non solo nel breve periodo. Dei ricercatori dell'IMF analizzarono 88 crisi bancarie fra il 1970 e il 2002 utilizzando l'econometria guardando come si muoveva il PIL post-crisi. Giunsero a due conclusioni: le crisi finanziarie portano ad una diminuzione dell'output anche nel medio-periodo; poi esistono molte differenze a seconda dei paesi, perché alcuni ritornano all'andamento dell'output che avevano prima della crisi, mentre altri soffrono una gran diminuzione. I ricercatori hanno analizzato la crisi bancaria in quattro paesi: Messico nel 1994, Korea nel 1997, Svezia nel 1991 e Thailandia nel 1997. In Korea, Svezia e Thailandia vi fu una grossa diminuzione dell'output rispetto all'andamento pre-crisi, quindi il PIL cinque anni dopo la crisi era molto più basso di quello che ci sarebbe stato senza. In media le conseguenze della crisi portano ad un aumento della disoccupazione di $1/3$ e una riduzione dell'output di $2/3$. Questo dimostra che il sistema bancario gioca un ruolo importante nell'economia. Se la banca non è in grado di allocare i soldi alle persone giuste, come succede in periodi di crisi bancarie, l'economia è meno produttiva.

Per altri economisti dire che l'economia non ritorni a livelli pre-crisi negli USA non è sufficiente per spiegare la lenta ripresa dalla crisi. La disoccupazione nel 2011 era al 9%. Pre-crisi si stima che il tasso naturale di disoccupazione fosse del 6%. È improbabile che un aumento della disoccupazione sia interamente dovuto ad un aumento naturale del tasso di disoccupazione. Quindi, si osserva un tasso di disoccupazione lontano dal tasso naturale e, di conseguenza, un livello di output lontano da quello naturale. Dunque per questi economisti la domanda aggregata è il problema. Nelle crisi tipiche la politica monetaria e fiscale può essere usata per portare il livello di output a quello naturale. Nella crisi corrente, invece, giocano un ruolo limitato. Inoltre, in precedenza della liquidity trap non solo la politica monetaria non funziona, ma il processo di aggiustamento che porta l'output a livello naturale nel medio periodo fallisce. Di solito una diminuzione dell'output sotto il livello naturale porta ad una diminuzione del prezzo. Questo porta ad un aumento dello stock di moneta che provoca una diminuzione del tasso di interesse. La diminuzione del tasso di

interesse porta ad un aumento dei consumi, che quindi porta ad un aumento dell'output. Il processo continua fintantoché l'output non torna al suo livello naturale. Il processo può essere fatto tramite una politica monetaria espansiva o tramite una politica fiscale che aumenta la domanda. Ma se siamo in una liquidity trap, l'aumento della moneta non ha effetto sui tassi di interesse che rimangono uguali a 0. Così non solo la politica monetaria non ha effetto sui consumi, ma anche il meccanismo di aggiustamento che fa tornare l'output al suo livello naturale nel modello AS-AD non funziona: la diminuzione del prezzo porta ad un aumento della moneta, ma non ad una diminuzione del tasso di interesse e quindi neanche ad un aumento del consumo.



Di solito con l'aumento della spesa pubblica o la diminuzione delle tasse, aumenta la domanda. Ma nella liquidity trap la domanda aggregata non dipende dallo stock di moneta. Quando si ha la liquidity trap, la domanda aggregata dipende solo dalla spesa pubblica e dalle tasse e non dalla moneta, quindi è verticale. Quando l'output diminuisce, l'offerta aggregata o AS si sposta verso il

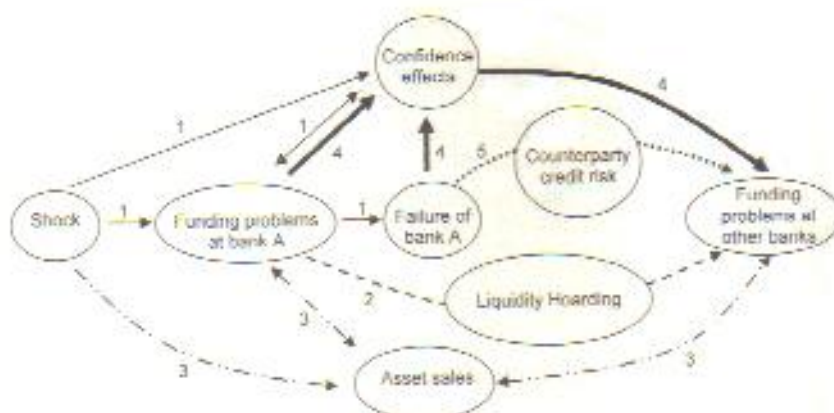
basso (come si vede in figura), quindi il prezzo diminuisce, ma questo non porta ad un aumento in output. Si spera che l'economia americana torni alla normalità e che la domanda aggregata si riprenda. Il danno alle banche si dovrebbe riparare. Il costo basso delle case e la popolazione che cresce possono portare ad un aumento dei prezzi e degli investimenti nelle case. Bassi consumi di beni durevoli oggi portano ad un aumento dei consumi domani: le macchine, per esempio, quando si rompono, vanno rimpiazzate. Questo meccanismo si chiama pent-up demand: la domanda che non viene richiesta oggi viene rinchiusa e aumentata la domanda in futuro.

3) Quantificazione del rischio sistemico

QUANTIFICARE IL RISCHIO SISTEMICO

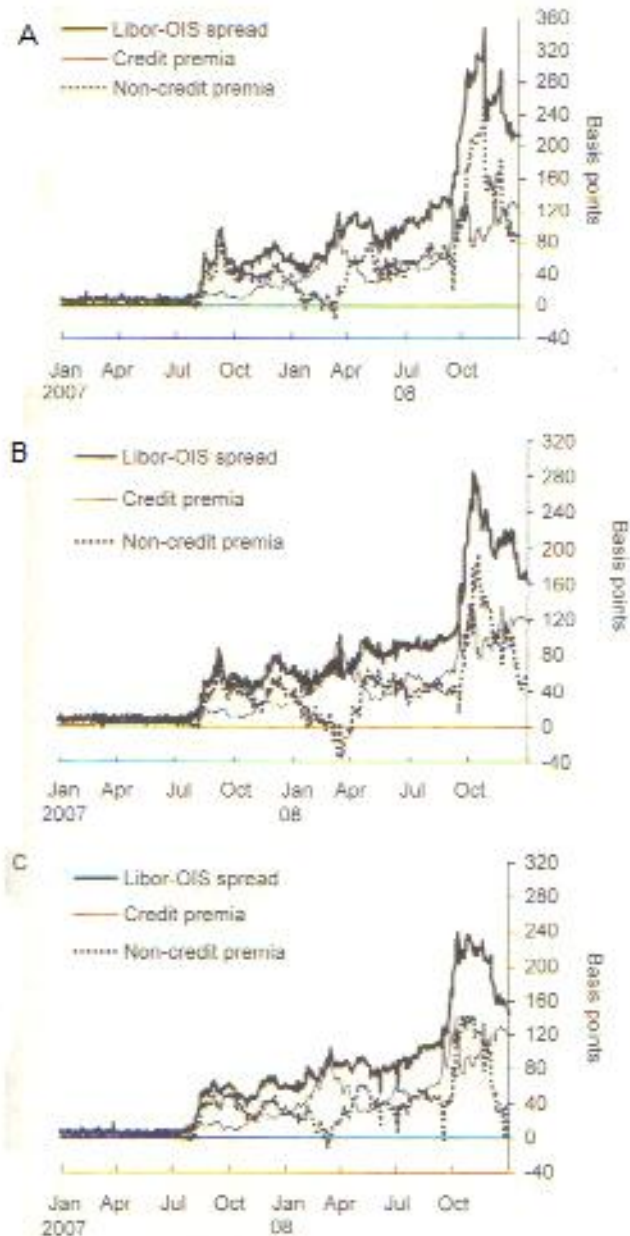
La crisi finanziaria globale è servita a sottolineare il ruolo centrale assunto dal rischio di liquidità nelle banche. Di seguito verranno dimostrati i fattori scatenanti e le dinamiche sistemiche del rischio di liquidità durante i periodi di instabilità finanziaria e verranno illustrati questi effetti con un modello quantitativo. Anche se il fallimento di un'istituzione finanziaria può riflettere un problema di solvibilità, si manifesta spesso tramite una cristallizzazione del finanziamento del rischio di liquidità. In un mondo con perfetta informazione e mercati di capitale, le banche fallirebbero solo se i loro principi sottostanti li rendessero insolventi. In questo mondo "perfetto", le valutazioni a disposizione sono appropriate, poi esaminare le attività e le passività determinerebbe la condizione delle banche, e le banche solventi sarebbero sempre capaci di finanziare qualunque domanda di liquidità prendendo a prestito, per esempio, da altre istituzioni. Nella realtà, asimmetrie informative e un mercato di capitali imperfetto significano che le banche hanno difficoltà ad ottenere finanziamenti se ci sono preoccupazioni sulla sua solvibilità, a prescindere che queste preoccupazioni siano verificate. In queste crisi di finanziamento, il limite di solvibilità ne determina la sopravvivenza non a lungo; ciò che conta è se le banche hanno sufficienti flussi di entrata, inclusi i guadagni dalle vendite di beni e i nuovi prestiti per coprire tutti i loro flussi in uscita. Quindi, i limiti di flussi di cassa diventano critici. L'obiettivo di limiti di flussi di cassa rende possibile valutare come le azioni difensive delle banche durante una crisi di finanziamento di liquidità possano avere effetti sul resto del sistema finanziario. Nella figura sottostante è illustrato il meccanismo di trasmissione.

FUNDING CRISIS IN A SYSTEM WIDE-CONTEXT



Si assume che la crisi inizi con uno shock negativo che porta problemi di finanziamento ad una banca (la banca A). La natura dello shock può essere varia. Dopo che il problema di finanziamento emerge, la fiducia nella banca A improvvisamente crolla o a livello endogeno o per via delle preoccupazioni relative allo shock. Nel tentativo di prevenire una crisi di liquidità, la banca in causa può intraprendere un'azione difensiva con possibili effetti sul sistema. Per esempio, può accumulare liquidità. Inizialmente è probabile che inizi ad accumulare liquidità diminuendo i tempi di scadenza dei prestiti che fornisce alle altre banche. Questo è vantaggioso per la banca A, perché i prestiti a breve termine si possono realizzare più velocemente e quindi possono essere usati come riserva finanziaria per potenziali shock di liquidità. La banca presa in considerazione in extremis può anche tagliare completamente i prestiti, aumentando la liquidità direttamente. Entrambe queste azioni possono intensificare o creare problemi di finanziamento alle altre banche che facevano affidamento sulla banca A per il finanziamento. La banca in sofferenza può anche vendere le proprie attività, che comporta un abbassamento dei prezzi nel mercato, potenzialmente causando sofferenza anche nelle altre banche a causa delle perdite mark-to-market o richieste di margine. Inoltre, i problemi di finanziamento possono espandersi tramite il contagio sulla fiducia, per cui i partecipanti del mercato decidono di correre dalle loro banche solo perché sembrano simili alla banca A e, in caso di fallimento della banca, attraverso il contagio del mercato interbancario tramite il rischio di credito della controparte.

DECOMPOSITION OF THE STERLING (A), DOLLAR (B) AND EURO (C) 12-MONTHS INTERBANK SPREAD



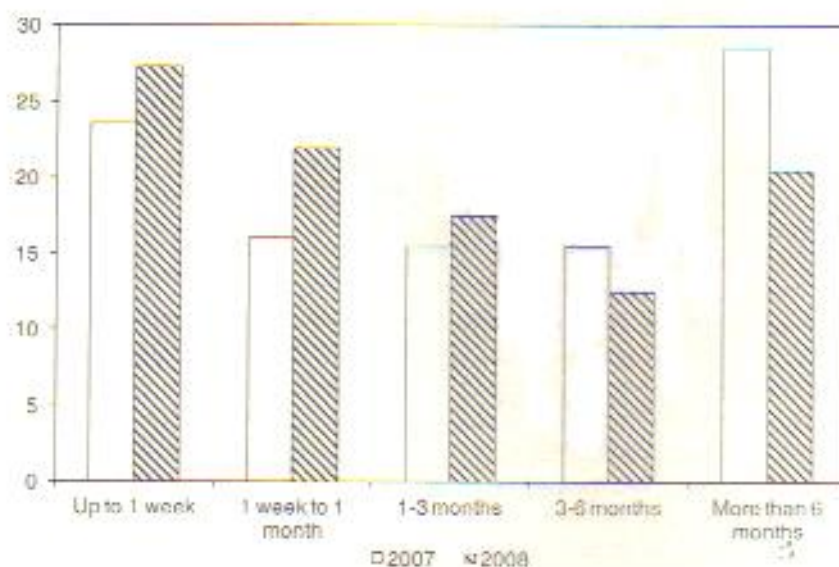
Source: British Bankers' Association, Bloomberg, Markit Group Limited, and Bank of England calculations

Ciò che si vuole dimostrare è fornire un quadro quantitativo mostrando come gli shock ai principi possano interagire col rischio di finanziamento di liquidità e generare potenzialmente un contagio che si può espandere in tutto il sistema

finanziario. Si potrebbe costruire una struttura previsionale per prevedere le crisi di finanziamento e la loro espansione, tuttavia è difficile stimare la natura stocastica dei limiti dei flussi di cassa a causa della natura binaria, non lineare del rischio di liquidità e perché le crisi di liquidità nei paesi sviluppati sono degli eventi rari, quindi i dati sono limitati. Si intende, quindi, utilizzare un approccio pragmatico e ci si basa su un insieme di fonti, incluso il comportamento osservato durante la crisi. Ciò comporta il vantaggio che fornisce un quadro flessibile che cattura un vasto insieme di caratteristiche e canali di contagio di interesse. Questa flessibilità aiuta a rendere il modello più rilevante per la valutazione del rischio funzionale, come può fornire un punto di riferimento per la valutazione del rischio sistemico dato un insieme di shock di solvibilità e di liquidità. Tale approccio suddivide il problema in due fasi. In primo luogo, si introduce un approccio “zona a rischio” per capire come gli shock abbiano effetto sul rischio di liquidità delle banche. Con tale approccio si assume che un certo mercato di finanziamento chiuda se la zona a rischio supera una determinata soglia. La zona a rischio sintetizza i vari indicatori di solvibilità della banca e le condizioni di liquidità. Questi includono la somiglianza della banca con le altre banche in sofferenza e le disparità sulle scadenze a breve termine fra banche – siccome il secondo indicatore peggiora se le banche perdono l’accesso ai mercati di finanziamento a lungo termine, la struttura cattura l’effetto “valanga”, per cui le banche sono più esposte al rischio di liquidità, in quanto l’ammontare delle passività a breve termine che devono rifinanziare in ogni periodo aumenta nel tempo. In secondo luogo, si combina l’approccio a “zona di rischio” con semplici reazioni comportamentali per valutare come le crisi di liquidità si possano propagare sul sistema. In particolare, si dimostra come l’accumulazione di liquidità e la vendita delle attività a prezzi ribassati possa migliorare la posizione di liquidità di una banca alle spese delle altre. Per ultimo, utilizzando il RAMSI - modello di valutazione del rischio per le istituzioni sistemiche – si creeranno delle distribuzioni illustrative delle redditività delle banche per mostrare come il rischio di liquidità e l’associato contagio possano aggravare il rischio sistemico generale e amplificare la sofferenza durante le crisi finanziarie. In particolare, si dimostrerà come gli effetti di liquidità possano

generare grosse code anche quando gli shock sottostanti ai fondamenti sono gaussiani. I meccanismi di feedback incorporati nel modello giocano un ruolo importante nella corrente/passata crisi finanziaria. Per esempio, il peggioramento della posizione di liquidità associata con un effetto “valanga” fu evidente in Giappone nel 1990. E in questa crisi i prestiti interbancari collassarono sin dall’inizio. I differenziali fra i tassi interbancari per periodo di prestito e i tassi attesi nei maggior mercati di finanziamento aumentarono spaventosamente nell’agosto 2007 prima di raggiungere il culmine nel settembre 2008 seguendo il collasso di Lehman Brothers. Durante tutto questo periodo le banche riducevano il loro finanziamento a lungo termine agli altri, costringendo alcune istituzioni a cedere grandi porzioni dei loro bilanci a breve termine. Nella figura sottostante è rappresentato l’effetto “valanga” fra il 2007 e il 2008.

SNOWBALLING IN UNSECURED MARKETS



Source : European Central Bank

Allo stesso tempo la quantità di prestiti interbancari diminuì fortemente e ci fu un aumento delle riserve mantenute dalle banche, indicativo della liquidità accumulata a livello sistemico. In principio i collassi nei prestiti interbancari avrebbero potuto sorgere o perché le banche erano preoccupate per il rischio di

credito della controparte, o per i loro futuri bisogni di liquidità. All'inizio della crisi le banche stavano accumulando liquidità come misura precauzionale, così i soldi erano disponibili per finanziare linee di liquidità verso veicoli fuori bilancio che erano impegnati a salvare, o come risposta endogena all'accumulazione di liquidità da altri partecipanti al mercato. È chiaro che la riduzione nei prezzi dei beni dopo l'estate 2007 generò una perdita mark-to-market che intensificò i problemi di finanziamento nel sistema, in particolare per quelle istituzioni che dipendevano dal mercato pronti contro termine (repo market), che erano costretti ad aver più garanzie per mantenere lo stesso livello di finanziamento. Mentre è difficile identificare il ruolo diretto delle vendite a prezzi scontati nel contribuire alla riduzione dei prezzi delle attività, è evidente che molte attività stavano portando ad un grande sconto sulla liquidità. Infine il contagio di fiducia e le perdite del credito della controparte uscirono allo scoperto col fallimento di Lehman Brothers. Il primo fu evidente nelle serie di difficoltà avute dai titoli americani sulle case nei giorni seguenti, inclusi quelli che avevano considerato come relativamente sicuri. Le perdite della controparte contribuì anche all'impatto sistemico del suo fallimento, con la paura di un'ulteriore ondata di perdite tramite i derivati sul credito essendo una delle ragioni del successivo salvataggio dell'AIG (American International Group). Ci sono stati molti contributi importanti nella letteratura teorica che hanno analizzato come il rischio di liquidità possa avere effetti sul sistema bancario. Ma articoli empirici in questo settore sono rari. Uno di questi pochi è di Van Den End, che simula l'effetto del finanziamento e il rischio di liquidità del mercato per il mercato bancario olandese. Il modello si costruisce sui modelli di rischio di liquidità per le banche, li integra a livello sistemico, poi consente la reazione delle banche, come prescritto dalle regole del pollice. Ma l'articolo analizza solo lo shock ai fondamentali e non parla del rischio sistemico globale. Poi la banca nazionale austriaca e Elsinger, Lehar, Summer utilizza modelli di rischio di credito e di mercato basati sui bilanci con un modello di network per valutare la probabilità di default della banca austriaca. Alessandri introdusse il RAMSI che è un modello esauriente dei bilanci delle più grandi banche inglesi, che mostra differenti punti sul conto economico delle banche attraverso moduli che

riguardano il rischio di macro-credito, tasso di guadagno netto, guadagno senza l'interesse e le spese operative. Aikman incorporò un modello semplificato della struttura a zona di rischio (precedentemente spiegata). Ma in quel modello il contagio può verificarsi solo in caso di fallimento delle banche a causa di contagio della fiducia, fallimento dell'esposizione interbancaria (rischio della controparte), o delle vendite a prezzi ribassati, che fanno diminuire il prezzo delle attività fino ad arrivare al fallimento. In particolare non hanno preso in considerazione l'effetto valanga, i limiti di flussi di cassa delle banche incorporate, le reazioni comportamentali come l'accumulazione di liquidità e le svendite prima del fallimento. Tutti questi fattori sono fondamentali per capire le implicazioni sistemiche delle crisi di finanziamento di liquidità.

CAUSE E CONSEGUENZE DELLA CRISI DI FINANZIAMENTO

DI LIQUIDITÀ – IL LIMITE DEI FLUSSI DI CASSA

La crisi di liquidità sorge, perché i flussi di entrata e di uscita non sono sincronizzati. Ciò non importerebbe se gli agenti potessero emettere contratti finanziari a terze parti impegnando i loro futuri profitti come garanzia. Ma date le asimmetrie informative e altre frizioni, questo non è possibile nella realtà. Quindi, il tempo fra flussi di entrata e di uscita è fattore cruciale del rischio di finanziamento di liquidità e una banca è liquida se è capace di liquidare le proprie obbligazioni con immediatezza. Si ha questo caso se in ogni periodo i flussi in uscita sono più piccoli dei flussi in entrata e dello stock di denaro tenuto, assieme ai soldi raccolti tramite la vendita delle attività:

$$\text{Passività} + \text{Attività} \leq \text{Utile netto} + \text{Passività} + \text{Attività} + \text{Valore dei beni venduti} \Rightarrow$$

$$WL \text{ due} + RL \text{ due} + WA \text{ new,ro} + RA \text{ new,ro} \leq$$

$$\text{Utile netto} + WL \text{ due} + RL \text{ due} + WA \text{ new,ro} + RA \text{ new,ro} + LA + \sum p * ILA$$

WL sono le passività all'ingrosso; WA sono le attività all'ingrosso; RL sono le passività al dettaglio; RA sono le attività al dettaglio; LA sono gli utili dalla

vendita di attività liquide come denaro o titoli di stato; ILA sono il volume di beni illiquidi venduti o usati come garanzie per ottenere sicuri finanziamenti; p è il prezzo di mercato di beni illiquidi che sono sotto il loro valore di mercato e forse zero nel breve periodo; due , new e ro si riferiscono alle obbligazioni che sono nuovamente emesse, comprate o cedute.

Si notano molti problemi. Valutare il rischio di liquidità tramite il limite di flussi cassa è comune nella pratica e forma anche la base di elementi di regolazione di nuova liquidità. Tuttavia la letteratura tende a modellare il rischio di finanziamento di liquidità diversamente. In secondo luogo, il limite di flussi è scritto in termini di scadenza contrattuale, in quanto queste sono gli ultimi fattori di rischio di finanziamento di liquidità nelle crisi. Ma in tempi normali il limite può essere pensato in termini di scadenze comportamentali che possono differire da quelli contrattuali. Per esempio, molti depositi al dettaglio sono disponibili su richiesta. In condizioni normali una banca può aspettarsi che la maggioranza dei prestiti sia girata continuamente, così le passività al dettaglio dovute possono essere all'incirca paragonate alle passività al dettaglio cedute. Ma in tempi di sofferenza, i depositanti possono decidere di ritirarsi, così la scadenza comportamentale può collassare più vicina a quella contrattuale. In terzo luogo, nell'equazione sono state fatte delle assunzioni semplificatorie. Per esempio, i reclami imprevisti sono uno dei fattori del rischio di finanziamento di liquidità. In particolare le aziende fanno grande affidamento sulle linee di credito. Allo stesso modo le banche negoziano impreviste linee di credito con altre banche. Non si includono punti fuori bilancio separatamente, perché una volta guadagnati sono parte delle attività e passività. I contratti pronti contro termine sono un'importante fonte di gestione del rischio di liquidità per le banche. Anche se tecnicamente differenti, si vogliono trattare come parte della categoria dei beni venduti, perché in entrambi i casi il prezzo di mercato determina enormemente il valore che può essere aumentato dal bene sottostante, che può essere o no liquido. Le transazioni con la banca centrale sono incluse nei contratti pronti contro termine. Queste capitano regolarmente, anche in condizioni normali, quando la banca ottiene liquidità dalla banca centrale durante un'operazione di apertura al mercato.

Oltre a questo, differenti mercati di finanziamento si suddividono in ulteriori submercati come i prestiti interbancari, obbligazioni non garantite, cartolarizzazione dei crediti, titoli di credito e così via. E vi è una distinzione fra mercato di finanziamento domestico o straniero. Questi mercati separati possono avere differenti caratteristiche che li rende più o meno suscettibili all'illiquidità. Non tutti i fattori rilevanti alle dinamiche del mercato di finanziamento possono essere facilmente incorporate all'interno dello stesso modello di rischio sistemico. Ma ce ne sono due che si giudicano abbastanza importanti da essere suddivisi separatamente. In primo luogo, si ritengono differenti i finanziamenti al dettaglio, i mercati garantiti e non garantiti. In secondo luogo, si vuole suddividere i finanziamenti non garantiti di breve e lungo periodo. Infine i flussi in uscita uguaglieranno sempre i flussi in entrata. Se le banche non sono capaci di soddisfare i limiti dei flussi, sarà illiquida e fallirà. Se le banche hanno eccessiva liquidità, possono venderla al mercato, per esempio, come attività all'ingrosso, o depositarla alla banca centrale. A priori comunque le banche sono incerte se i limiti di cassa saranno soddisfatti in tutti i periodi (cioè affrontano il rischio di finanziamento di liquidità). La parte destra dell'equazione mostra che il rischio è influenzato dall'abilità delle banche di raccogliere liquidità da diverse fonti a diversi prezzi, che cambieranno anche nel tempo. Dall'equazione si evince che il disaccordo sulla scadenza fra attività e passività è il fattore chiave di rischio di liquidità. Di conseguenza, ceteris paribus una banca con una gran quantità di passività a breve termine affronterà molto di più il rischio di finanziamento di liquidità.

LE CAUSE DEI PROBLEMI DI FINANZIAMENTO NEI SINGOLI ISTITUTI

In normali condizioni di mercato, le banche sono in grado di soddisfare i loro limiti di flussi di cassa in ogni periodo, perché riescono sempre ad ottenere nuovi finanziamenti all'ingrosso o vendere beni in un mercato liquido. Ma questo può non essere il caso in una crisi. Per capire le dinamiche della crisi meglio, bisogna analizzare le cause scatenanti i problemi di finanziamento per

un singolo istituto prima di vedere come le crisi di finanziamento possano espandersi attraverso il sistema. Molti modelli teorici possono essere creati in termini di limiti di flussi di cassa. Per esempio, Diamond e Dybvig assumono che ci sia solo un unico progetto di investimento illiquido (ILA) che paga un certo alto profitto nel secondo periodo, ma un basso profitto p se liquidato anticipatamente nel periodo uno. La banca è interamente finanziata dalle domande di deposito (RL_{due}). È risaputo che ad una parte dei depositanti importa solo il consumo nel periodo uno, mentre gli altri agenti sono pazienti e preparati ad aspettare fino al secondo periodo, nonostante possano prelevare nel primo periodo se lo volessero. Per soddisfare prima i prelievi dei depositanti, la banca investe una frazione dei suoi depositi in attività liquide (LA). Per semplicità la banca non deve pagare costi e il pagamento degli interessi sono contenuti nelle passività dei depositanti (cioè utile netto=0). Dato che tutti i limiti di flussi di cassa nel primo periodo sono assunti uguali a zero, l'equazione diventa: $RL_{early/due} + RL_{late/due} \leq RL_{late/ro} + LA + p \cdot ILA$

In condizioni normali gli ultimi depositanti ritirano a seconda della domanda di depositi ($RL_{late/due} = RL_{late/ro}$) e le banche possono incontrare i loro limiti di flussi di cassa, in quanto l'investimento in attività di breve periodo è sufficiente per pagare indietro prima i depositanti. Ma se i depositanti non sono disposti a cedere e iniziano una corsa alla banca, la banca è costretta a vendere le sue attività illiquide a p , che è sotto il valore di mercato delle attività. Data la solidità della banca, le corse alle banche non dovrebbero accadere. Ma se gli utili sono bassi quando tutti gli ultimi depositanti corrono, un equilibrio esiste se è ottimo per tutti gli agenti correre. Questo genera la possibilità di multipli equilibri, per cui i fondamentali non possono determinare pienamente i risultati e la fiducia ha un ruolo importante.

Questo modello cattura le caratteristiche chiave delle crisi di liquidità. In primo luogo, la scadenza contrattuale conta in una crisi di liquidità in quanto la scadenza "comportamentale" degli ultimi depositanti crolla in condizioni di sofferenza da due periodi alla scadenza contrattuale di un periodo. In secondo luogo, il finanziamento e la liquidità di mercato sono strettamente interrelati. Se i beni della banca fossero liquidi, così che p eguaglia il suo valore di mercato, la

banca potrebbe vendere le sue attività per soddisfare la domanda di liquidità inaspettata e non sarebbe più illiquida, ma solvente. In terzo luogo, la fiducia e le opinioni riguardo alla solidità di un'istituzione e il comportamento degli altri giocano un ruolo importante nella cristallizzazione del rischio di finanziamento di liquidità. Il risultato che gli effetti della fiducia possano condurre ad un auto-soddisfacente corsa alle banche non è realistica: capitano le corse quando ci sono forti dubbi riguardo la solvenza di una banca o la banca ha posizione di liquidità veramente debole. La crisi di liquidità può capitare quando i fondamenti della banca sono deboli anche se la banca è illiquida, ma solvente.

DINAMICHE SISTEMICHE DELLA CRISI DI FINANZIAMENTO DI LIQUIDITÀ

L'obiettivo è capire le dinamiche sistemiche delle crisi di liquidità. Nella figura 1 era già stato mostrato come le crisi di liquidità si possano espandere a livello sistemico.

Il contagio per fiducia può essere interpretato tramite i fondamentali, per cui una crisi di liquidità in un istituzione rivela alcune informazioni sulla probabilità di insolvenza delle altre banche con simili investimenti. Alternativamente può semplicemente riflettere il panico, per cui gli investitori decidono di correre a simili banche per sentimento. Gli effetti della fiducia a livello sistemico possono portare ad accumulazione di liquidità. Per esempio, Caballero e Krishnamurthy mostrano che l'incertezza può essere causata da un piccolo shock, che non è necessariamente un problema di liquidità della banca, ma può essere una retrocessione di un importante concorrente nel mercato. Anticipando i bisogni di finanziamento potenziali nel futuro, le banche iniziano ad accumulare liquidità.

Le possibili conseguenze dell'accumulazione di liquidità possono essere evidenti considerando i limiti di flussi di cassa. Per esempio, se una banca in sofferenza accumula liquidità, il limite di cassa della controparte sarà tagliato o messo ad un maggiore rischio futuro tramite la riduzione di WL. Ciò può intensificare i problemi di finanziamento per le istituzioni che sono già in

sofferenza. E le piccole banche trovano difficile accedere ad altre forme di finanziamento anche se non sono in sofferenza: in verità, la potenziale perdita di una maggior fonte di finanziamento per le piccole banche regionali americane fu una delle ragioni del salvataggio della Continental Illinois nel 1984. Questo tipo di canale di “contagio di finanziamento”, specialmente se associato a player chiave nella rete interbancaria, può causare un collasso nel mercato bancario in cui tutte le banche smettono di prestare alle altre. Il nodo fra le vendite disperate e la caduta dei prezzi sono stati per primi evidenziati da Fisher (1933). Dopo il fallimento della gestione del capitale a lungo termine e la crisi di liquidità di Lehman Brothers, quest’idea fu formalizzata. Le perdite mark-to-market associate ad una caduta dei prezzi delle attività possono sollevare problemi di solvenza per le istituzioni più esposte. Poi esiste una spirale negativa fra la svendita delle attività e l’aumento del rischio di liquidità. Questa spirale, per esempio, inizia se una banca è a corto di liquidità, non può ottenerla nel mercato interbancario e deve vendere le attività. Se i mercati dei beni contengono frizioni, enormi svendite delle attività inducono ad una caduta dei prezzi e quindi del valore delle garanzie. Di conseguenza, questo comporta che la banca deve aumentare i margini, aumentando i flussi di cassa in uscita. Per rimanere liquida la banca deve vendere ancora attività, facendo diminuire ancor di più i prezzi di mercato. Il modello può essere rielaborato anche in termini di limiti di flussi di cassa: margini maggiori sono equivalenti a maggiori domande di liquidità, mentre allo stesso tempo minori sono i prezzi delle attività, minori sono le liquidità disponibili.

Il contagio tramite il mercato interbancario attraverso il rischio di credito della controparte può indebolire la solvenza e quindi la posizione di finanziamento delle altre banche. Ma è anche evidente dai limiti di flussi di cassa che una perdita del WA può portare ad un problema di finanziamento diretto nel breve termine in una banca anche se rimane solvente.

È importante notare che quando i fondi sono prelevati in una banca, devono essere sostituiti da qualche altra parte. Quindi, se i fondi non finiscono come aumento delle riserve nella banca centrale, alcune banche sono probabilmente rafforzate dal risultato della crisi di finanziamento con un aumento del WL e del

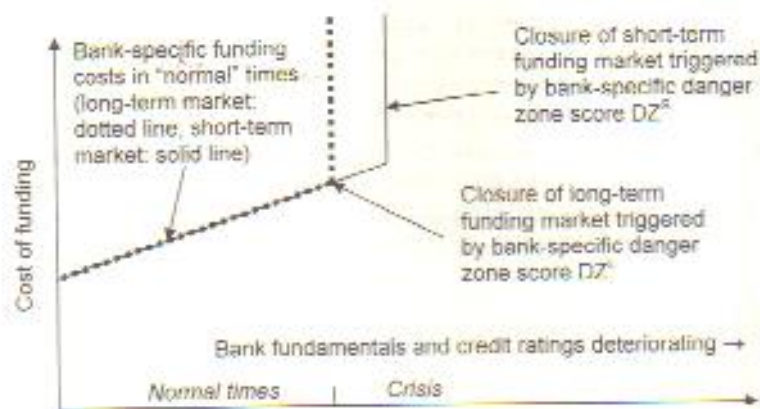
RL. Infatti, è stato manifestato questo effetto nel settore bancario americano, specialmente nelle grandi istituzioni. Comunque, la forza di questo effetto controbilanciamento dipende dal tipo di crisi: in una crisi causata da uno shock idiosincratico in una istituzione, ci si aspetta che sia poco forte; se la maggioranza del sistema bancario è in sofferenza, le riserve della banca centrale può darsi che finiscano di aumentare com'è successo in una certa misura durante questa crisi finanziaria. Inoltre, questi effetti di redistribuzione possono capitare solo se i fondi sono prelevati - non aiutano se c'è un accorciamento sistemico della scadenza interbancaria sui prestiti nel sistema. Quindi, per ragioni di semplicità non sarà tenuto conto di tale effetto nel nostro modello.

RISCHIO DI LIQUIDITÀ PER LE SINGOLE BANCHE- **L'APPROCCIO "ZONA A RISCHIO"**

Stimare il rischio di liquidità quantitativamente in una singola banca è una sfida. Per fare ciò verrà utilizzato un approccio "zona a rischio", in cui si assume che certi mercati di finanziamento chiudono se la solvenza delle banche e le condizioni di liquidità – rinchiusi in una "zona a rischio" – oltrepassano determinate soglie. Si prende un alto livello di limite di flussi di cassa e non si considerano tutti i diversi mercati per liquidità. Ma si differenzia per mercati al dettaglio, all'ingrosso non garantiti nel breve termine e nel lungo. La chiusura di mercati di finanziamento garantiti non gioca un ruolo esplicito, perché si assume che le banche saranno sempre capaci di aumentare le stesse somme di denaro disponendo delle garanzie al prezzo di mercato prevalente. In realtà, comunque, improvvise chiusure dei mercati di finanziamento garantiti possono rendere impossibile vendere tutte le garanzie ad un prezzo sufficientemente alto da incrociare immediatamente le esigenze di finanziamento.

Nella figura sottostante si considerano tempi normali e tempi di crisi per ogni mercato di finanziamento.

A STYLIZED VIEW OF FUNDING LIQUIDITY RISK FOR AN INDIVIDUAL BANK

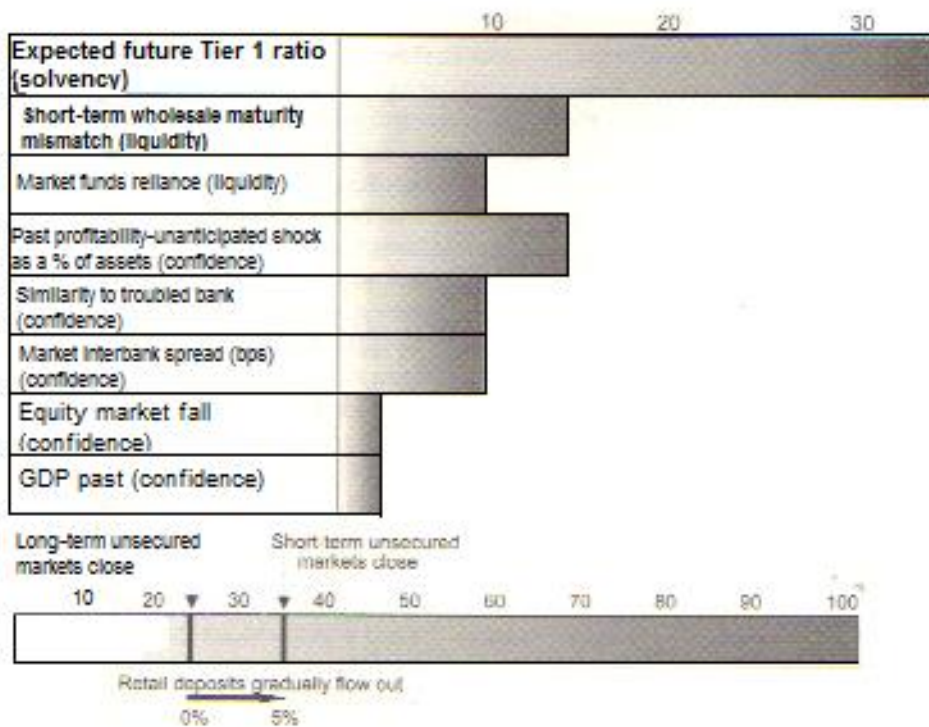


In tempi normali, il finanziamento è disponibile in tutti i mercati. Ma le banche con fondamenti più deboli devono pagare costi più alti. I mercati interbancari di solito non differenziano pienamente fra diverse banche. In tempi normali i costi di finanziamento uguagliano il tasso di mercato più il premio per il rischio, che aumenta quando la classificazione diminuisce. Una volta che il rischio di liquidità si cristallizza, il processo in mercati diversi non è spontaneamente lineare e può capitare a differenti classificazioni e costi di finanziamento. Una volta che i fondamenti (contenuti nella zona di rischio) cadono sotto una certa soglia, le banche devono affrontare infiniti costi per accedere al mercato rilevante (quindi, il mercato è chiuso per questa banca). Comunque le crisi ci hanno dimostrato che differenti mercati di finanziamento chiudono in tempi diversi. Per esempio, può essere razionale per i prestatori fornire finanziamento di breve termine anche se non sono disposti a concedere finanziamenti a lungo termine. Dato ciò, si assume che un punteggio superiore rispetto a quello della zona a rischio porterà ad una chiusura dei mercati all'ingrosso di lungo periodo, mentre i mercati all'ingrosso di breve periodo rimangono aperti finché le banche infrangono il punteggio della zona a rischio.

Quindi, non esiste un'unica causa scatenante una crisi di liquidità. Per supportare tale teoria si vuole aggiungere una sintesi della politica di liquidità delle banche e i piani di emergenza e un esempio di un caso di studio sulle crisi di finanziamento di liquidità di questa e delle scorse crisi. Come si nota in figura,

otto indicatori possono approssimare le tre grandi aree che teoria e pratica dichiarano importanti: 1) preoccupazione riguardo la solvenza futura, 2) una debole posizione di liquidità/ struttura di finanziamento, 3) effetti di fiducia per specifica istituzione e sul mercato globale, generate da preoccupazioni di solvenza o debolezze nelle posizioni di liquidità. Le preoccupazioni di solvenza si riflettono in base al livello di capital ratio futuro, basato su misure governative. Una posizione di liquidità debole e una struttura di finanziamento sono rappresentate da due misure. In primo luogo, il disaccordo della scadenza all'ingrosso a breve termine compara le passività all'ingrosso di breve termine con le attività di breve termine all'ingrosso. In secondo luogo, la vulnerabilità di finanziamento a lungo termine è rappresentata da un indicatore che misura la dipendenza dai fondi di mercato e ha qualche somiglianza con l'indice di finanziamento usato come strumento politico in Nuova Zelanda. Questi metodi di misura assumono che i fondi dalle controparti all'ingrosso e dai mercati siano più volatili dei depositi. Le preoccupazioni sulla fiducia sono rappresentate da

Dangers zone - basic structure



vari metodi di misura: shock inaspettati alla profittabilità (diverso dalle preoccupazioni di solvenza che sono nel lungo periodo)); la possibilità di contagio di fiducia, che è definita tramite una valutazione di quanto simili siano le istituzioni alle altre banche in difficoltà; e tre metodi di misura che guardano ai prezzi di mercato e ai dati economici reali (il costo di finanziamento bancario, la dimensione di movimenti recenti nel mercato di capitali e la misura di movimenti nel PIL).

Si nota che l'approccio "zona a rischio" dà subito dei risultati. In particolare, la chiusura dei mercati di finanziamento a lungo termine per un'istituzione: 1) può peggiorare la posizione di liquidità di una banca attraverso l'effetto valanga, per cui le banche diventano molto dipendenti dai finanziamenti a breve termine; 2) può colpire banche simili tramite un puro canale di fiducia. La figura, inoltre, rappresenta lo schema di aggregazione e le soglie alle quali i mercati di finanziamento non garantiti di breve e lungo termine si assumono chiudano le banche. Si dà uguale peso alle principali tre cause della crisi di finanziamento (solvenza, liquidità e fiducia). La corsa (alle banche) può essere causata o da punteggi estremi nelle tre aree, o da una combinazione di punteggi moderati nelle tre differenti aree.

Trovare opzioni di finanziamento diventa difficile se la posizione delle banche peggiora. Se si ha un punteggio di 25 nella zona di rischio, i mercati di finanziamento non garantiti a lungo termine chiudono alle banche. Qui si assume che la banca inizi ad avere flussi di depositi in uscita al dettaglio (0,5% per ogni punto nella zona di rischio sopra il 25), che riflette il comportamento di un investitore ben informato piuttosto che rappresentare una corsa generalizzata. Ora si fa riferimento alla prima fase di chiusura del mercato di finanziamento. Non esiste alcun fallimento durante questa fase dato che le banche sono in grado di rifinanziarsi nei mercati di finanziamento non garantiti a breve termine e si assume che le banche abbiano accesso ad un'infinita offerta di finanziamento a breve termine non garantito. Una volta che il punteggio della zona a rischio raggiunge i 35 punti, i mercati di finanziamento a breve chiudono alle banche, e le banche entrano nella fase due di chiusura dei finanziamenti

del mercato. Ma anche un punteggio molto alto nella zona a rischio non può essere di per se stesso causa del fallimento della banca – ciò capita solo se il capitale della banca cade sotto un minimo normativo o se non è capace di rispettare i suoi limiti di flussi di cassa.

4) Le crisi nella storia

LA CRISI DEL '29

Si vuole spiegare le dinamiche che hanno provocato la crisi del '29, perché molto spesso la storia purtroppo si ripete, perché le persone ignorano il passato, invece bisognerebbe richiamarlo per fare luce meglio anche sul presente, in particolare sulla crisi che si sta ancora vivendo, e per evitare, quindi, anche degli errori futuri.



La fine della prima guerra mondiale s'era conclusa con una forte punizione inflitta all'impero austriaco e tedesco, lo sfaldamento dell'impero turco e russo, negazione di indipendenza da parte di piccoli stati. La fase di transizione dalla guerra alla pace fu caratterizzata da un'altissima inflazione, che si tramutò in iperinflazione (come, per esempio, in Germania); una situazione finanziaria grave per molti paesi; uno squilibrio tra la domanda di

pace e la produzione di guerra; la nascita di nuove spinte totalitarie e di nuove ideologie e dall'emergere della supremazia economica statunitense che non era stata colpita direttamente dall'evento bellico; la nascita del taylorismo, del fordismo, e della produzione di massa. Tra le due guerre e prima della grande depressione in Europa vi è un'alta spinta della domanda e un forte bisogno di risollevarmento, però tale crescita della domanda comincia a rallentare nel 1920, portando ad una crisi di sovrapproduzione che affligge l'Europa e anche gli Stati Uniti: la crisi del '29. Le cause che hanno portato a tale tipo di crisi sono dupplici.

In primo luogo, all'origine di tale collasso economico vi è la forte e crescente squilibrio nell'economia internazionale, causato dalla differenza di sviluppo tra Stati Uniti ed il resto del mondo. Inoltre, l'eccessiva produzione raggiunto dal sistema industriale non trovava un'adeguata domanda da soddisfare. Nonostante vi fosse stato un aumento del benessere, esso non era abbastanza per poter accogliere una così alta offerta di beni durevoli come quella degli anni '20. Quindi, le prime cause sono la sovrapproduzione e la saturazione dei mercati. Un'altra è data dal fatto che nei mercati si stava diffondendo una nuova pratica: quella della speculazione. Infatti, in quel periodo il valore nominale delle azioni non corrispondeva con il valore reale.

Poi in quel periodo negli Stati Uniti, che si erano fortemente sviluppati sia durante la guerra, sia *post-bellum*, si aveva la sensazione che la crescita non potesse finire mai, provocando euforia nei consumatori e nei produttori. Le imprese finanziarie e industriali continuavano ad aumentare il valore delle loro quotazioni borsistiche. In quel periodo si pensava che la fase espansiva e la domanda di mercato americana non potesse mai fermarsi dal suo processo di crescita. Successivamente si determinano i seguenti fenomeni che sono sintomo di un'imminente crisi economica: gli investitori acquistano irrazionalmente titoli sopravvalutati rispetto al reale valore; frenetica ricerca di vantaggi finanziari per gli investitori; sovrastima del valore delle azioni delle imprese; capitalizzazione eccessiva delle imprese causata maggiormente dall'incontrollata euforia della borsa rispetto alla reale crescita di ogni singola azienda. Infine l'incapacità di riuscire a crescere dell'economia statunitense a livello degli anni precedenti e il ristagno delle economie europee porta al collasso sistemico.

L'incapacità di riuscire a crescere porta ad avere dei dubbi sulla corrispondenza fra il valore nominale e il valore reale delle imprese, che provoca una massiccia vendita di titoli azionari. Inizia il crack finanziario che raggiunge il culmine facendo ribassare il valore dei titoli, che nel 1926 valevano 100, a 34 nel 1932. Gli effetti della crisi finanziaria si ripercuotono nell'economia reale, causando il default di tantissime imprese, l'aumento della disoccupazione a livello esponenziale (12 milioni nel 1932, pari al 25% della popolazione attiva),

chiusura di attività produttive, caduta dei consumi e dei risparmi, riduzione del 20% del commercio internazionale, contagio della crisi in Europa, che subisce degli effetti di quanto avvenuto oltreoceano.

Inizialmente la politica ha risposto in maniera scorretta, perché per fare fronte al disastro essa ha fatto affidamento sulle classiche ricette del pensiero economico liberale, che consistono nel portare i bilanci in ordine, tagliando le spese, aumentando le imposte e deflazionando. Il presidente degli Stati Uniti del tempo, Hoover, e dei più importanti paesi europei hanno adottato la strategia appena illustrata, peggiorando la situazione, anziché risollevarla. Tali scelte politiche, infatti, hanno portato ad ulteriore austerità e deflazione. Quello che, invece, si sarebbe dovuto fare era rilanciare la domanda. Un cambiamento di strategia politica si ha quando viene eletto nel 1932 come presidente degli Stati Uniti Roosevelt che introduce il New Deal, un piano di riforme sociali ed economiche volte a risollevarre l'economia americana dalla crisi in cui era caduta. Secondo lui lo stato svolge un ruolo importante all'interno dell'economia, senza, però, andare ad agire sul valore economico e sociale della proprietà privata. Grazie ai suggerimenti di Keynes Roosevelt decide di rilanciare la domanda tramite il supporto dello stato. Questo meccanismo si ha, perché tramite un aumento della spesa pubblica e degli investimenti, si genera lavoro, quindi gli individui vengono assunti e le imprese iniziano a produrre. Dunque, le persone, avendo uno stipendio, iniziano a comprare e a consumare, mentre le imprese iniziano a vendere. Lo stato pertanto gioca un ruolo attivo all'interno del mercato, diventando motore dell'economia della crescita.

Il New Deal interviene in tutti gli ambiti dell'economia statunitense, incluso l'ambito speculativo-finanziario. Per quanto riguarda quest'ultimo ambito, quello finanziario, viene dato maggior potere agli organi di vigilanza in modo da controllare e limitare l'esagerata speculazione finanziaria e l'acquisto di titoli aventi un alto rischio. Per quanto riguarda, invece, il settore agricolo viene applicato l'Agricultural Adjustment Act e vengono dati dei sussidi agli agricoltori a patto, però, che vi sia un limite delle superfici coltivate. Per quanto riguarda il settore industriale, viene introdotto il NIRA, National Industrial Recovery Act con l'obiettivo di far aumentare i prezzi e di stimolare l'economia. Inoltre, lo Stato

concede dei sussidi ai disoccupati che cerca di impiegare in attività di pubblica utilità. Così tramite il New Deal nel 1933-34 vengono svolte attività di interesse pubblico volte alla costruzione di scuole, parchi pubblici, ospedali, aeroporti, strade, ecc. per cercare di far lavorare le persone e di dare loro un reddito.

Il New Deal ebbe effetti positivi sull'economia americana, anche se permase alcune delle conseguenze della crisi del '29. Infatti, la disoccupazione rimane ancora alta e il debito pubblico continua ad aumentare. Solamente con la seconda guerra mondiale e l'alta domanda bellica conseguente il sistema economico americano si riprese definitivamente con l'ottenimento di una situazione di pieno impiego in ambito occupazionale.

Dopo la crisi negli anni '30 in Europa vi sono 18 paesi con governi autoritari e nazionalisti. Tale fenomeno è stato fermentato dalla crisi post-bellica, dall'arresto del commercio internazionale e dalle pesanti richieste di riparazione di guerra chieste agli sconfitti. Italia e Germania, dove sono sorti rispettivamente il fascismo e il nazismo, sono state colpite dal ritiro dei capitali statunitensi per via della crisi del '29, causando forti ripercussioni negative sulle economie nazionali. Nei due paesi fu attivato un programma di lavori pubblici volto alla costruzione di opere pubbliche, ma ciò portò ad una forte detrazione dei consumi.

In Russia nel 1917 vi è la Rivoluzione russa con l'avvento del comunismo. Durante quel periodo le imprese vengono nazionalizzate, il capitalismo privato viene vietato e la produzione agricola viene collettivizzata. Negli anni 1928-1929 viene attivato il primo programma di pianificazione dopo un periodo di crollo della produzione industriale.

La seconda guerra mondiale avvenuta fra il 1939 e il 1945 ha portato distruzione, morte, disoccupazione e una forte inflazione, ma non negli Stati Uniti. Essi, infatti, hanno aumentato il loro potere sia dopo esser entrati in guerra, sia quando erano neutrali. Ciò è dovuto all'aumento della capacità produttiva statunitense che era libera di investire e crescere non essendo direttamente coinvolta con quanto avveniva in Europa o in oriente.

Finita la guerra gli americani producevano prodotti per il resto del mondo, così a fine anni '40 la produzione di beni statunitensi ammonta a quasi la metà dei

beni manifatturieri mondiali. Essi capiscono, inoltre, che se non aiutano gli altri paesi, ciò avrà un effetto recessivo sull'economia statunitense, così vengono dati all'Europa \$13 miliardi. Solo i Russi non accettano gli aiuti americani, anche se in una prima fase erano stati accettati. Di conseguenza, in Europa vi sono due blocchi di paesi: alcuni alleati con la Russia; altri, invece, con l'America.

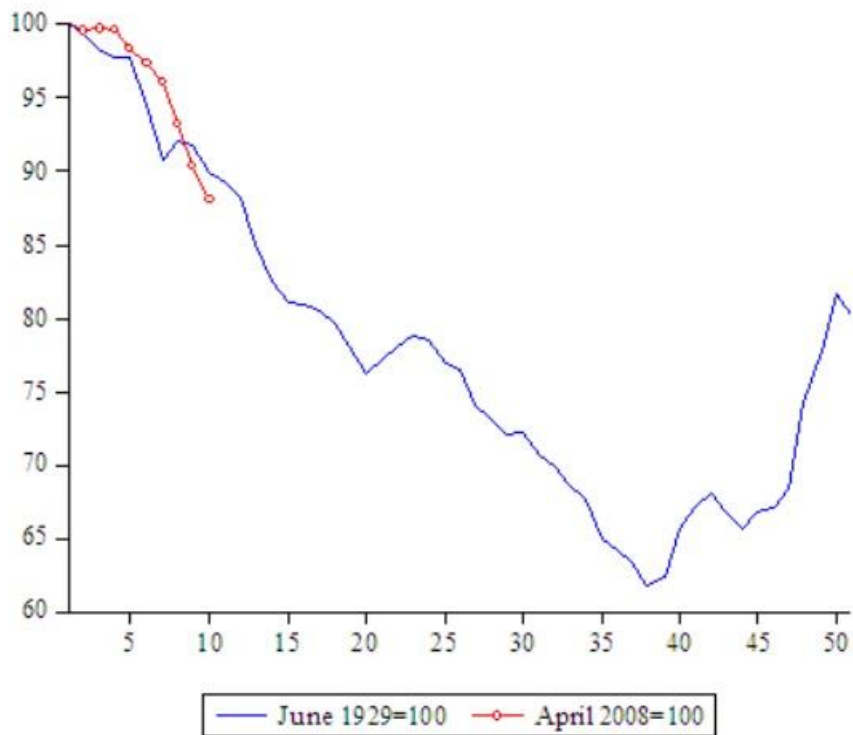
LA STORIA DI DUE DEPRESSIONI

Alcuni sostengono che la crisi del 2007-2008 sia meno forte di quella del '29. Ma due economisti, Barry Eichengreen, Kevin H. O'Rourke, hanno dimostrato che, invece, gli effetti sono gli stessi e anzi la produzione industriale a livello globale, il commercio e il mercato azionario stanno crollando più velocemente ora che non nel '29.

La grande depressione del '29 è stata un fenomeno globale. Anche se è originata negli USA, fu trasmessa a livello globale dai flussi commerciali, dai flussi di capitale e dai prezzi delle commodity. Paesi diversi furono colpiti diversamente. Al di fuori degli Stati Uniti gli eventi hanno provocato un impatto più violento con conseguenze gravi per la produzione manifatturiera, l'export e i prezzi dell'equity. Come si può osservare dal grafico, il declino della produzione industriale negli ultimi nove mesi del 2008 è stato almeno tanto duro quanto negli ultimi nove mese del 1929. Qui vi è un'illustrazione il quadro globale presenti una prospettiva allarmante.

Mentre la caduta del mercato azionario ha caratterizzato il 1929, il mercato azionario globale nel 2008 è caduto più velocemente che nel 1929 com'è evidenziato dalla seguente figura.

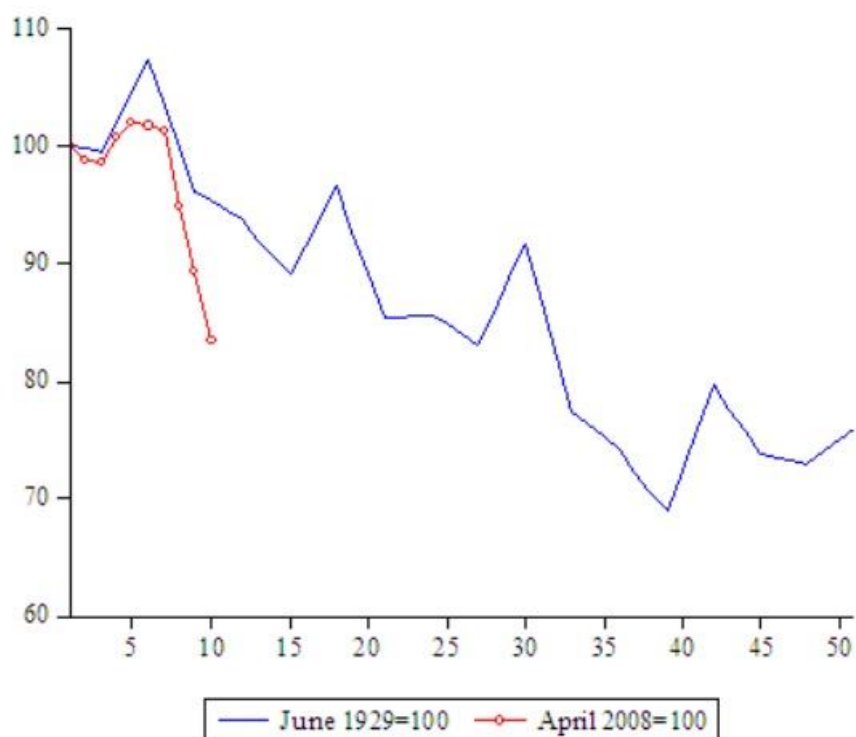
World Industrial Output, Now vs Then



Source: Eichengreen and O'Rourke (2009).

Un'altra area in cui sono stati superati i nostri antenati del 1929 è quella della distruzione del commercio. Il commercio a livello globale sta precipitando più velocemente che nel 1929 ed è un fattore allarmante, dato che la crisi del commercio internazionale era stata al centro della crisi del '29.

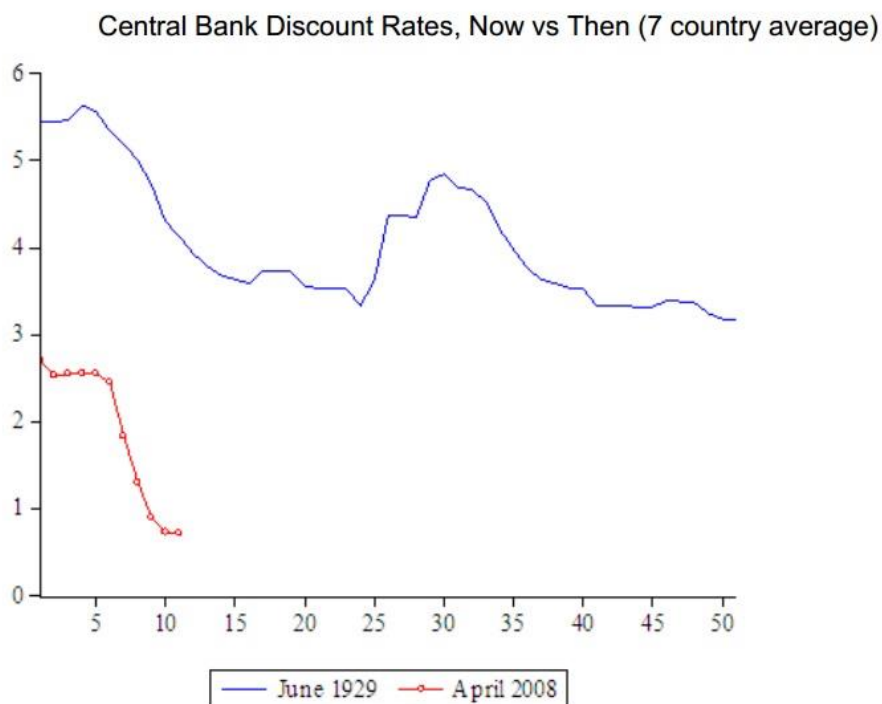
The Volume of World Trade, Now vs Then



Di conseguenza, la crisi del 2007-2008, come evidenziano i grafici, è peggiore di quella del '29.

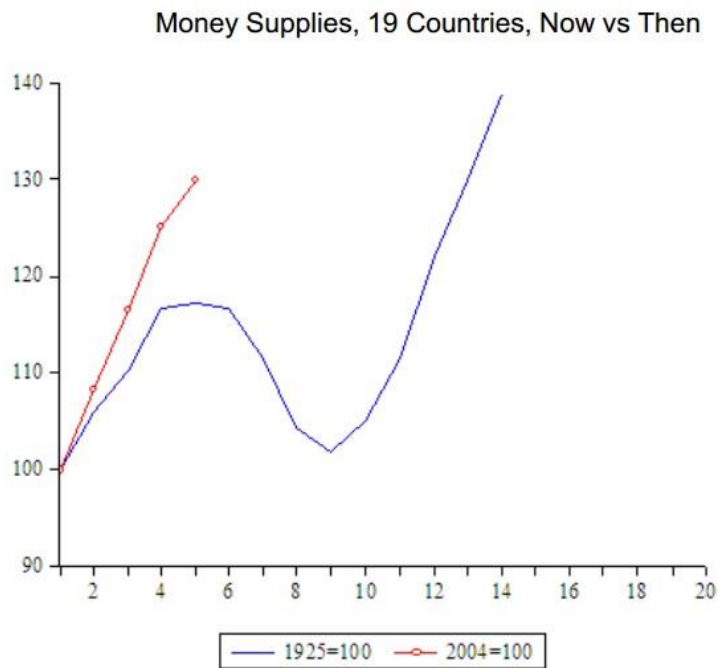
Risposta della politica

La seguente figura rappresenta il PIL medio del tasso di sconto delle banche centrali in sette paesi. Come si può notare dal grafico, in entrambe le crisi ci fu un ritardo di cinque o sei mesi prima che il tasso di sconto rispondesse al sorpasso del picco, anche se nell'attuale crisi i tassi sono stati tagliati più rapidamente e da un livello più basso. La risposta delle banche centrali è stata diversa.



Source: Bernanke and Mihov (2000); Bank of England, ECB, Bank of Japan, St. Louis Fed, National Bank of Poland, Sveriges Riksbank.

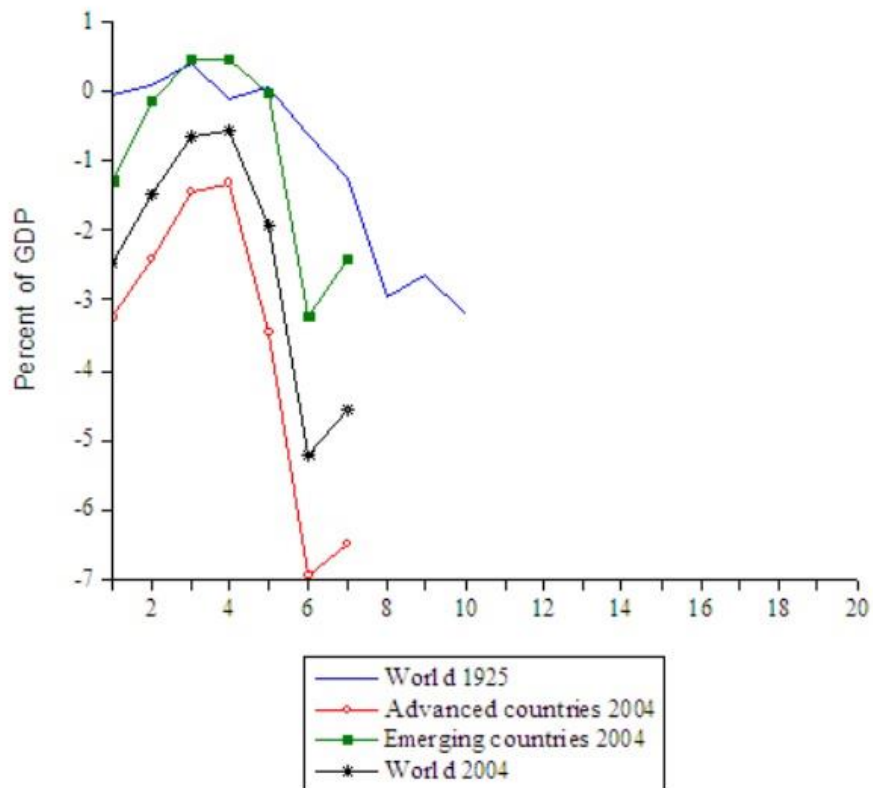
Nella figura sottostante è rappresentata l'offerta di denaro per un PIL medio di 19 paesi che contano per più della metà del PIL nel 2004. Chiaramente si osserva che l'espansione monetaria era più rapida nel periodo precedente al 2008 rispetto a quello nel 1925-1929, che è un richiamo al fatto che gli eventi non erano gli stessi nei due casi. Inoltre, l'offerta globale di moneta continuò a crescere rapidamente nel 2008, diversamente dal 1929 quando si stabilizzò e solo dopo subì un declino catastrofico.



Source: Bordo et al. (2001), IMF International Financial Statistics, OECD Monthly Economic Indicators.

Nel seguente grafico vi è l’analogo quadro, ma per la politica fiscale, in questo caso per 24 paesi. L’unità di misura utilizzata fra le due guerre è il surplus fiscale come percentuale del PIL. I dati seguenti includono il “World Economic Outlook Forecast” dell’IMF per gli anni 2009-2010. Come si può osservare, il deficit fiscale si espande dopo il 1929, ma più moderatamente. Oggi la capacità di gestione del deficit è migliorata considerevolmente.

Government Budget Surpluses, Now vs Then



Source: Bordo et al. (2001), IMF World Economic Outlook, January 2009.

In conclusione, si può dire che il mondo sta subendo uno shock economico tanto grande quanto quello della Grande Depressione del 1929-1930. Guardando gli Stati Uniti, si può osservare quanto la situazione sia allarmante paragonata a quella del 1929-1930.

La buona notizia è che la politica sta reagendo diversamente dal 1929. Il problema è se le politiche adottate funzioneranno.

LA CRISI GIAPPONESE: **UN PRESAGIO DI QUELLA AMERICANA**

Appare strano che negli anni '90 un'economia come quella giapponese possa essere stata colpita da una crisi così dura. Il Giappone, infatti, prima della crisi era la seconda economia mondiale con persone molto istruite, buona volontà, ottimo know-how tecnologico, sviluppato mercato azionario, un governo stabile che non aveva problemi nel raccogliere le imposte, molti crediti, quindi non dipendeva dall'estero. La situazione del Giappone appare simile a quella americana data la libertà d'azione che possedeva, eppure negli anni '90 fu colpita da una pesante recessione. In precedenza questo stato era cresciuto molto fra il 1953 e il 1973, trasformandosi da una nazione agricola ad un'esportatrice di acciaio e di automobili, quindi la qualità della vita era molto migliorata soprattutto a Tokyo che divenne una grande metropoli. Esistevano due teorie sul fatto che il Giappone fosse cresciuto così tanto. La prima sosteneva che un elevato grado di istruzione e tasso di risparmio siano stati fattori determinanti. La seconda invece diceva che il Giapponese aveva creato un sistema capitalistico nuovo e avanzato.

Elemento importante che fece decollare la crescita fu la strategia adottata dal governo tra gli anni '50 e '70, che decise di concedere la licenza d'importazione e prestiti bancari solo ed esclusivamente ad aziende selezionate, favorendo così determinati settori. Altro fattore fu il fatto di proteggere le aziende dalle pressioni finanziarie a breve termine. Le aziende giapponesi possedevano azioni l'una dell'altra in modo da proteggersi dalla pressione degli azionisti esterni. Esse per finanziarsi si affidavano alle banche e raramente ricorrevano ad azioni e ad obbligazioni. Dunque non era loro obiettivo primario la redditività. D'altra parte, i risparmiatori non si interessavano di come i loro soldi venissero investiti dalle banche e del fatto che la banca avrebbe posto dei vincoli agli investimenti delle aziende. Tutto il settore privato fu spinto verso settori strategici, considerati propulsori di crescita, e fu protetto dalla concorrenza estera per un breve periodo in modo da migliorarsi nel mercato interno. Successivamente si incrementarono le esportazioni e le aziende pur di

conquistare quote di mercato, trascurarono la redditività. Solo tempo dopo ci si rese conto che la commistione fra economia e governo ed i facili finanziamenti fatti dalle banche garantite dal governo ad aziende che erano alleate con le banche furono le cause di tutti i problemi economici giapponesi, chiamando questo fenomeno “crony capitalism”.

Il capitale del Giappone negli anni '90 era stranamente più grande di quello degli Stati Uniti, che aveva il doppio del PIL e della popolazione. I prezzi dei terreni erano molto aumentati. Già negli anni '80, periodo di forte crescita, il prezzo di immobili e di azioni era triplicato e non si capiva il motivo. Una prima motivazione possono essere gli speculatori immobiliari che riuscivano a fare profitti maggiori pagando di nascosto i politici e altri guadagni dovuti ai rapporti con la *yakuza*, che è un'organizzazione criminale giapponese. Ancora negli anni '70 questi speculatori hanno quasi provocato una crisi finanziaria, che è stata evitata facendo aumentare l'inflazione che ridusse il valore dei debiti. Ma il motivo principale della crisi giapponese era dovuto al fatto che le banche iniziarono a fare prestiti senza una necessaria garanzia. La diminuzione delle regole bancarie e la liberalizzazione di tale mercato portò ad avere rapporti fra governo ed economia e fra banche e clienti meno trasparenti. I depositanti delle banche erano convinti che i loro soldi fossero al sicuro e che non fossero prestati a terzi più facilmente. Questo portò alla crescita della bolla giapponese. Quando il governo si rese conto di tale bolla e delle speculazioni in atto, la Bank of Japan nel 1990 aumentò i tassi di interesse, facendo “sgonfiare” la bolla. I suoi effetti si sentirono dal 1991, anno in cui il prezzo delle azioni e degli immobili iniziò a scendere. La situazione pareva essersi normalizzata, ma in realtà la crescita non riuscì più a raggiungere i livelli precedenti e rimase sempre inferiore alle sue potenzialità. Si verificò il fenomeno cosiddetto di “recessione in crescita”, ossia l'economia cresce, ma non tanto quanto le potenzialità espansive dell'economia. Questo è un fenomeno raro, perché in genere i momenti di boom producono forte crescita, mentre quelli di declino una forte crisi. Il Giappone invece ha vissuto dieci anni in questa situazione e la sua economia è rimasta al di sotto delle sue potenzialità, quindi, per esempio, lavoratori e macchinari rimanevano inutilizzati. Lo scoppio della bolla nel 1991

ha comportato delle ripercussioni negative sull'economia: una riduzione degli investimenti, dei consumi e della domanda aggregata. Una soluzione a tale problema sarebbe l'attuazione da parte del governo di una politica monetaria espansiva, ma purtroppo il Giappone era caduto nella "trappola della liquidità", perché anche dopo aver tagliato i tassi a zero, ogni intervento di politica monetaria era risultato inefficace. Secondo John Maynard Keynes quando le persone non sono disposte a spendere, quindi i consumi sono molto bassi, bisogna che intervenga il governo, investendo denaro in progetti pubblici. Il Giappone ha iniziato, quindi, a costruire ponti e strade, aumentando l'occupazione e stimolando l'economia. Tuttavia questi interventi non aiutavano a stimolare abbastanza lo Yen, così s'è passati da un surplus nel 1991 del 2,9% ad un deficit del 4,3% sul PIL nel 1996. Il Giappone aveva vari problemi: l'andamento demografico, elevati tassi di risparmio e bassa domanda di investimenti. Il primo, il più grave, era dovuto al fatto che la popolazione in età da pensione era molto più alta rispetto alle nascite e ai lavoratori attivi. Il Giappone, inoltre, offriva ai suoi cittadini trattamenti previdenziali e assistenza sanitaria che sono diventati un onere, però, per lo stato. Nel 1997 il primo ministro Ryutaro Hashimoto decise di tassare maggiormente, ma così facendo peggiorò la situazione, anziché migliorarla. Nel 1998 vennero riproposti ulteriori progetti pubblici, ma ormai gli investitori avevano visto che la situazione non era delle migliori con un deficit del 10% sul PIL e un debito sul PIL del 100% ed erano preoccupati per la solidità finanziaria del Giappone nel lungo termine. Se la spesa pubblica non bastava più per aiutare l'economia, bisognava ricorrere al finanziamento delle banche che in quel periodo a causa della trappola della liquidità e del calo di fiducia degli investitori erano in seria difficoltà. Quindi, nel 1998 venne predisposto un piano di salvataggio a sostegno delle banche del valore di \$500 miliardi. Un'altra soluzione al problema poteva essere l'aumento dell'inflazione, che riduce il valore dei debiti e del denaro. Per uscire dalla trappola della liquidità, infatti, è necessaria un'*aspettativa* di inflazione in modo da evitare che la gente accumuli risparmi.

Nel 2003 in Giappone è tornata la ripresa, perché il PIL è cresciuto del 2% annuo, l'occupazione è aumentata e la deflazione è calata. Il fattore

determinante che ha aiutato l'economia a migliorare sono state le esportazioni. Il Giappone, infatti, esportava molti beni negli Stati Uniti che a sua volta ha accumulato deficit. Per quanto riguarda le importazioni del Giappone, invece, molti componenti dei prodotti giapponesi venivano importati dalla Cina. Bisogna poi ricordare che in quel periodo il tasso di sconto giapponese, chiamato call money rate, era ancora allo 0,5%, quindi la trappola della liquidità era ancora presente e in caso di recessioni future la Bank of Japan avrebbe avuto poco margine di azione.

5) Il problema della sottostima dei rischi

TUTTO SOTTO CONTROLLO

La crisi del 2008 non era affatto prevista. Anzi prima che scoppiasse, l'economia si trovava in una fase espansiva, pertanto la maggior parte degli esperti non si preoccupava minimamente che questo boom economico potesse finire e provocare danni così pesanti com'è invece successo. Sembrava tutto fosse sotto controllo. In America il presidente della Board of Governors della Federal Reserve dal 1987 al 2006, Alan Greenspan, veniva elogiato come il più gran banchiere di tutti i tempi. In realtà, è stato solo fortunato, perché ha governato la Federal Reserve in un periodo positivo per l'economia statunitense. Il risultato di questo andamento economico è dovuto al suo predecessore, Paul Volcker, che pur di frenare l'inflazione, ha adottato politiche monetarie drastiche, provocando un rallentamento dell'economia nel suo periodo in carica, ma che avrebbe avuto effetti positivi in futuro poi quando il suo successore, in questo caso Alan Greenspan, avrebbe preso il suo posto. Inoltre, nel periodo di direzione della Federal Reserve di Greenspan le aziende crebbero in modo esponenziale, perché vennero scoperti il computer e sistemi informatici che riuscirono a ridurre i tempi per fare lo stesso lavoro ed ad aumentare la produttività. In un "momento di entusiasmo" dei mercati, cioè di eccessiva crescita, il suo predecessore, William McChesney Martin Jr, presidente della FED dal 1951 al 1970, avrebbe aumentato i tassi di interesse per evitare che venisse prodotta inflazione. Tuttavia Greenspan non era della stessa idea e lasciò che il mercato facesse il suo corso senza aumentare i tassi. Quindi, ha lasciato che la bolla scoppiasse per poi intervenire. Dalla figura sottostante, che rappresenta l'andamento del tasso di disoccupazione dal 1987, si può notare che vi è stato un forte calo dei disoccupati fra il 1993 e il 2000.



Di solito quando si presenta una tale situazione, ricorre il rischio di un rialzo dell'inflazione se non viene attuata una politica ad hoc per contrastare tale aumento inflazionistico come l'aumento dei tassi di interesse. Ma Greenspan non fece nulla e sembrava avesse ragione, perché stranamente l'inflazione rimase stabile. Quindi, il presidente non ha mai fatto nulla per frenare il trend dei mercati che parevano così "entusiasti", ma nel frattempo si stavano creando due bolle: una sulle azioni, l'altra sugli immobili. Nella figura sottostante sono rappresentate tali fenomeni: una linea rappresenta il rapporto fra azioni e utili, che serve a capire se le azioni sono prezzate correttamente; l'altra il rapporto fra prezzo delle case e affitti medi, che serve per comparare il prezzo delle case. Si può chiaramente osservare la bolla azionaria degli anni '90 che è stata seguita da quella immobiliare nel decennio successivo. Il boom dei prezzi delle case non è stato uguale dovunque: negli USA centrali in cui vi sono molti terreni edificabili il prezzo delle case non ha mai oltrepassato di molto il tasso di inflazione; ma sulla costa, soprattutto in California e Florida, i prezzi sono aumentati più del doppio del normale rapporto con gli affitti. Inoltre, il sistema finanziario ha avuto più problemi col crollo dei prezzi degli immobili rispetto a quello azionario.



Source: Bureau of Economic Analysis (per il prezzo-affitto) e Robert Shiller (per il prezzo-utili)

Le cause della bolla azionaria degli anni '90 dipendono da due fattori: vi era la convinzione fin troppo ottimistica che il settore dell'information technology potesse generare profitti senza limiti e che l'economia crescesse per sempre senza problemi di alcun tipo. Di conseguenza, questo ottimismo ha spinto i prezzi alle stelle. Le persone si sono lasciate convincere dalle campagne pubblicitarie delle dot.com, convinte che tutte le aziende che lavoravano nel settore IT fossero delle nuove Microsoft, quindi investirono in massa su di esse senza utilizzare le proprie facoltà razionali. Poi si era formata una convinzione all'epoca, cioè che i titoli azionari fossero il miglior investimento da fare, perché le persone vedevano le altre fare un sacco di soldi con esse, quindi vi fu un effetto contagio ed investirono anche loro, ma non tenendo conto che le azioni sono anche molto rischiose rispetto ad altri titoli più sicuri come le obbligazioni le quali, però, hanno un rendimento inferiore. Di conseguenza, i prezzi azionari hanno iniziato ad espandersi alimentando la bolla. Tali prezzi tuttavia non potevano continuare a crescere per sempre, quindi nell'estate del 2000 vi fu un crollo e negli anni seguenti diminuirono del 40%.

Per quanto riguarda la seconda bolla, quella immobiliare, all'inizio l'aumento del prezzo delle case sembrava giustificata dal fatto che i tassi di interesse erano

bassi, pertanto era più conveniente investire in immobili. Gli americani erano soliti a comprare la casa tramite mutuo, ma in genere per avere un mutuo sono richieste delle garanzie e la gente non contra un mutuo se non se lo può permettere, ma durante questi anni venne meno il rispetto di tali regole. Vedendo il prezzo delle case alzarsi, iniziarono a contrarre mutui non solo chi aveva bisogno di una casa, ma tutti, perché le regole di finanziamento erano cambiate, pertanto le persone non badarono al fatto che fossero in grado o meno di restituire i soldi del mutuo. Le nuove tecniche di finanziamento prevedevano mutui, chiamati “subprime”, senza anticipo o con un anticipo irrisorio, con rate mensili che erano al di là della propria capacità di rimborso. I finanziatori hanno eliminato alcuni vincoli non tenendo conto del rischio che stavano correndo, perché erano convinti che il prezzo delle case sarebbe salito sempre. Di conseguenza, non si preoccupavano del fatto che i mutuatari non fossero in grado di ripagare le rate del mutuo, perché nel caso fosse successo, o veniva fatta un’ipoteca sulla casa per avere maggiore liquidità, o veniva venduta la casa. Poi i finanziatori non detenevano i mutui in portafoglio, perché li rivendevano a terzi, che non capivano cosa stavano comprando, quindi non si ponevano il problema di un’eventuale insolvenza dei mutuatari. Negli anni ’30 venne creata Fannie Mae, un’agenzia di finanziamenti supportata dal governo, che durante gli anni della bolla sulle case si occupa della “cartolarizzazione” di vari tipi di mutui (soprattutto quelli subprime), ossia venivano assemblati vari tipi di mutui e rivenduti agli investitori. Ogni tanto qualche mutuatario andava in default per le perdite del lavoro o per spese mediche impreviste, ma i tassi di insolvenza erano bassi, quindi gli investitori continuarono ad investire in tali tipi di titoli. L’innovazione finanziaria, che metteva assieme questo pool di mutui subprime per poi essere venduti come titoli agli investitori, prese il nome di CDO o collateralized debt obligation. I CDO si dividevano in senior e junior: senior erano i titoli con trattamento “privilegiato”, perché gli investitori venivano rimborsati prima, poi erano considerati più sicuri, quindi venne loro attribuita la AAA; i titoli junior, invece, venivano rimborsati solo successivamente a quelli senior, quindi erano un po’ rischiosi. Dato che le agenzie di rating avevano attribuito la tripla A ai titoli senior, molti investitori istituzionali, decisero di

investire in questi titoli considerati sicuri tanto quanto i normali bond, ma che avevano un rendimento più elevato. Tali investitori, però, non potevano pensare che in realtà tali titoli, definiti anche “tossici”, erano molto più rischiosi di quanto venissero classificati. Tutto sembrava andare per il verso giusto, perché aumentando i prezzi degli immobili, l'economia continuava a crescere, poi vi erano poche insolvenze, i titoli sui mutui davano un rendimento alto e il mercato immobiliare perseverava nella crescita. Di conseguenza, Alan Greenspan definì il crollo del prezzo delle case un evento del tutto improbabile. Tuttavia la bolla iniziò ad esplodere nel 2006 e i prezzi iniziarono a calare vertiginosamente. Quando esplose quella azionaria degli anni '90, l'economia è entrata in recessione, quindi Greenspan ha tagliato i tassi di interesse. Sembra sia durata appena otto mesi, ma ha avuto effetti sull'economia reale per anni: infatti, come si vede dal precedente grafico l'aumento della disoccupazione è continuata per due anni e mezzo. Venne stabilito che la recessione era durata solo otto mesi, perché la durata viene decisa dal National Bureau of Economic Research in base a diversi indicatori, ossia occupazione, produzione industriale, consumi, PIL. Se tutti questi puntano al ribasso, si ha la recessione, ma alla fine del 2001 il PIL e la produzione industriale erano in crescita, anche la disoccupazione era ancora alta.

LA BANCA-OMBRA

Le banche in genere dovrebbero essere garantite e regolamentate, ma quando non lo sono, possono succedere disastri. Le banche tradizionali rispettano tali regole di garanzia e regolamentazione, mentre la gran parte del sistema bancario moderno no.

In origine le banche sono nate dagli orafi che inizialmente, però, solo custodivano le monete delle persone ricche. Successivamente, però, decisero di prendere una parte delle monete che avevano in deposito e prestarle ad un certo tasso di interesse. Avevano capito anche che era improbabile che tutti i depositanti volessero le monete indietro tutte in un giorno, quindi bastava tenere un minimo di riserva e prestare solo una parte delle monete. Qualche volta capitava che si spargesse, però, la voce falsa che i depositi erano a rischio, quindi si verificava una “corsa agli sportelli”, di conseguenza le banche

dovevano svendere i loro asset per pagare i depositanti. Ma non sempre riuscivano a vendere i loro asset, quindi fallivano. Purtroppo molte crisi sono caratterizzate da questa corsa agli sportelli, come nel 1873, 1907, ecc. Con queste corse si diffondeva un “effetto contagio”, quindi la caduta di una banca poteva avere effetti su un'altra. Di conseguenza, s'è cercata una soluzione per sviscerare il problema. In precedenza alla Prima Guerra Mondiale non esisteva una banca centrale negli Stati Uniti (la Federal Reserve venne creata nel 1913), ma vi era un insieme di banche nazionali che si coalizzarono creando una “stanza di compensazione”, che consisteva nel raccogliere assieme le loro risorse, in modo tale da far fronte ad un eventuale corsa agli sportelli. Poi si decise anche di creare delle assicurazioni che proteggessero contro tale rischio. Tuttavia questo sistema non funzionò, perché nel 1907 si ebbe di nuovo questa situazione di “panico” che rievoca la crisi attuale. I “Trust”, istituzioni parabancarie che inizialmente gestivano solo grandi patrimoni e che poi, però, iniziarono a custodire anche depositi, avevano meno riserve delle banche nazionali, perché teoricamente avrebbero dovuto gestire solo attività a basso rischio. Successivamente, però, iniziarono a speculare nel mercato immobiliare e in quello azionario e riuscivano a dare dei rendimenti maggiori ai depositanti rispetto alle banche nazionali, poiché meno regolamentate. Le persone comunque pensavano fossero sicure, perché le associavano alle banche nazionali, non sapendo in realtà fossero meno regolamentate. Quando fu chiesto a questi Trust di entrare a far parte del New York Clearinghouse, ossia un insieme di banche che si erano messe assieme con l'obiettivo di garantire la solidità reciproca, rifiutarono, perché entrare a far parte di tale consorzio avrebbe imposto loro maggiore regolamentazione da mantenere, costringendoli a ridurre le riserve e di conseguenza i profitti. Un giorno, però, successe che un Trust a New York fallisse, perché era andata male una speculazione azionaria che avevano programmato, e si scatenò il panico fra i depositanti convinti che tutti i Trust, anche quelli che in realtà erano sani, potessero andare in fallimento. Di conseguenza, le persone si precipitarono agli sportelli, facendo così fallire molti Trust. La New York Clearinghouse si rifiutò di intervenire per salvare i Trust. La Borsa crollò, perché il clima di sfiducia fece in modo che gli

investitori non riuscissero più ad ottenere credito, e venne meno così anche la fiducia da parte delle imprese. Per sviscerare il problema intervenne J. P. Morgan, uno dei banchieri più ricchi di New York, in collaborazione con altri, come John D. Rockefeller e il segretario del Tesoro, che sostenne le riserve delle banche in modo tale che le persone potessero ritirare i propri soldi, così il panico finì. J. P. Morgan decise di fare questo intervento, perché aveva paura che l'effetto contagio avrebbe avuto delle ripercussioni negative non solo nelle banche "malate", ma anche negli istituti sani. Questo panico durò una settimana, ma i suoi effetti negativi sull'economia si sentirono per altri quattro anni, facendo diminuire la produzione dell'11% e aumentare la disoccupazione dal 3% all'8%. Onde evitare che si ricreasse una situazione del genere e che J. P. Morgan dovesse intervenire di nuovo, venne creata nel 1913 la Federal Reserve con l'obiettivo di regolamentare il sistema bancario e di obbligare le banche a mantenere un numero di riserve sufficienti per garantire i depositi. Ma anche tale sistema non funzionò, perché non si riuscì ad eliminare il problema della corsa agli sportelli. Negli anni '30, infatti, vi fu un rallentamento dell'economia, di conseguenza un calo dei prezzi delle commodity che ebbe ripercussioni sugli agricoltori americani che già avevano problemi finanziari, quindi non furono più in grado di restituire i prestiti da loro contratti e si verificò di nuovo il problema della corsa agli sportelli con i conseguenti default. Una crisi bancaria del genere portò alla Grande Depressione. Si decise pertanto di intervenire di nuovo sul sistema bancario e vennero create due tipologie di banche attraverso il Glass-Steagall Act: banche d'investimento, che non accettavano i depositi, e banche commerciali, che invece li accettavano. Le prime erano meno regolamentate delle seconde, perché non correavano il pericolo di un eventuale corsa agli sportelli. Questa politica bancaria ebbe successo per quasi settant'anni eccetto negli anni '80 in cui il fallimento di molte savings&loans (casse di risparmio) provocò successivamente una recessione nel 1990-1991. Venne perso così il 5% del PIL equivalente di \$700 miliardi. Tornando al discorso degli orafi fatto in precedenza, era stato detto che una banca ha il ruolo di rilasciare liquidità immediata ai depositanti e di investire tale liquidità dei depositanti in operazioni che è difficile liquidare da un momento

all'altro. Nel periodo pre-crisi si crearono degli strumenti nuovi, che non erano formalmente banche, ma svolgevano le stesse funzioni di una banca: ecco perché venivano chiamate "banche-ombra". Praticamente non erano come le banche tradizionali, che raccoglievano i depositi e che facevano parte della Federal Reserve System, con un sistema contabile trasparente e con la vigilanza degli enti regolatori. Esse non avevano depositi, ma svolgevano le stesse funzioni delle banche. Un esempio di questi strumenti è l'"auction-rate security", uno strumento creato dalla Lehman Brothers nel 1984. Attraverso questo strumento un'istituzione finanziatrice si facevano prestare soldi a lungo termine da degli investitori. Successivamente a certe scadenze gli investitori uscenti potevano andare a sostituire quelli entranti. Organizzando tali piccole aste, il tasso di interesse deciso in un'asta era applicato fino a quella successiva. Se non si trovavano nuovi offerenti, l'asta falliva e il tasso di interesse saliva. Avere un titolo basato su un'asta faceva in modo che i finanziati avessero fondi a lungo termine e finanziatori potessero avere indietro i loro soldi velocemente. A differenza delle comuni banche gli investitori venivano remunerati con un tasso molto più alto, perché le "auction-rate security" non erano regolamentate come le banche, quindi non dovevano tenere delle riserve liquide a garanzia dei depositi. Così tramite tali strumenti riuscivano ad aggirare queste regole, avendo, quindi, costi minori da sostenere e più profitti. Poi nel 2008 questo sistema crollò, perché non vennero più trovati nuovi investitori che andavano a sostituire quelli vecchi, e si verificò di nuovo una corsa agli sportelli. Un altro strumento erano gli asset-backed commercial paper, cioè titoli di debito a breve termine di fondi che hanno finanziato asset a lungo termine, come le obbligazioni sui mutui. Un altro problema al sistema era la nazionalizzazione dell'AIG e il carry trade, ossia attività speculativa che consistevano nel comprare fondi in paesi a basso tasso di interesse, come il Giappone, e rivenderlo in paesi con tassi più elevati.

SOTTOSTIMA DEI RISCHI

Appena è scoppiata la crisi, vi è stata una sorta di "caccia ai colpevoli" sia da parte dei partiti di destra, sia di sinistra. La destra sosteneva che la causa era dovuta al fatto che tramite il Community Reinvestment Act le banche erano

obbligate a concedere mutui ai soggetti che volevano comprarsi una casa. Altri accusavano Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) e Freddie Mac (Federal Home Loan and Mortgage Corporation) per aver dato vita alla cartolarizzazione dei mutui. La sinistra sosteneva, invece, che la colpa era della deregolamentazione delle banche che attraverso l'abrogazione nel 1999 del Glass-Steagall Act sono potute entrare nell'investment banking assumendosi più rischi. Il problema vero, in verità, è stato che istituzioni che non erano assolutamente regolamentate si sono presi molti rischi. La colpa, quindi, è stata della politica che non ha prevenuto questo problema tramite la regolamentazione degli enti non regolamentati e che non s'è accorta della nascita di questo sistema bancario-ombra senza regole che ha provocato danni enormi per il sistema economico mondiale. La regola che avrebbero dovuto imporre è molto semplice: qualunque entità che svolga le stesse attività di quelle delle banche devono essere

trattate come delle banche, quindi hanno la stessa regolamentazione delle banche. Invece l'amministrazione Bush a quel tempo era molto contraria alla deregolamentazione, era più per il liberismo economico. Come si può



notare dalla figura, la dimostrazione dell'odio da parte dell'amministrazione Bush per la regolamentazione è rappresentata da questa foto intitolata "cutting red tape", ossia tagliare la burocrazia, in cui si osservano i rappresentanti delle varie agenzie, che avevano il compito di supervisionare le banche, con in mano forbici da giardino e seghe elettriche. Bush si servi del potere federale, inclusi i poteri dell'Office of the Comptroller of the Currency, per evitare che anche gli altri Stati imponessero una supervisione sull'emissione di mutui subprime. Chi avrebbe dovuto vigilare sulla fragilità di tale sistema finanziario, come Greenspan, nel frattempo parlava di "innovazione finanziaria", sottostimando i rischi e il pericolo per l'intero sistema.

LE CONSEGUENZE DELLA SOTTOSTIMA DEI RISCHI

Il 19 luglio 2007 il ministro del Tesoro, Henry Paulson, diceva che l'economia statunitense era "forte, flessibile, dinamica". Il 9 agosto BNP Paribas ha congelato tre fondi di liquidità Abs (Asset backed securities), rifiutandosi temporaneamente di calcolarne il valore, dando così inizio alla crisi. La creazione di una bolla immobiliare simile a quella del Giappone negli anni '80, la corsa agli sportelli simile a quella degli anni '30, problemi di liquidità per gli USA com'era già successo in Giappone, la discontinuità dei flussi internazionali di capitale e le crisi valutarie come in Asia negli anni '90 furono tutti problemi che emersero.

La bolla ha iniziato a decrescere nel 2005 quando ormai i prezzi delle case erano così saliti, che era difficile per gli americani comprarsi una casa, quindi iniziò a venire meno la domanda di case. Per le case, però, ci vuole tempo perché la bolla si sgonfi, poiché non sono come le azioni il cui prezzo cambia istantaneamente, per le case ci vuole più tempo per trovare un acquirente. Così i prezzi hanno iniziato a scendere dalla primavera del 2006 diminuendo del 3% nel 2007 e del 15% nel 2008. Come sono crollati i prezzi delle case, sono crollati anche i mutui sulle case. Le case sono risultate invendibili, perché non si trovava più nessuno disposto ad acquistarle, di conseguenza i prezzi delle case hanno iniziato a scendere e i finanziatori si trovavano in difficoltà, perché la casa valeva meno del mutuo e nessuno oltretutto era disposto a comprarla. I mutui venivano concessi ad istituti finanziari, le special purpose vehicle, che, com'è già stato detto, "rimpacchettavano" un pool di mutui in CDO o collateralized debt obligations che poi venivano vendute agli investitori. Poi a causa del complesso engineering finanziario gli investitori avevano diversi gradi di privilegio. Quindi, la ristrutturazione dei prestiti era impensabile e le banche erano costrette a far fronte a costosi pignoramenti. Il problema dei mutui subprime è emerso ad inizio 2007 quando s'è capito che i titoli junior dei CDO erano a rischio, quindi il prezzo è crollato e l'erogazione di mutui subprime è cessata. Solo successivamente ci si rese conto che anche i titoli senior non erano così affidabili. Dunque i mutui non venivano più ripagati, la gente aveva un mutuo che valeva più della casa, gli investitori dei CDO non vedevano più i

loro soldi indietro e i finanziatori, non potendo rivendere più la casa a nessuno per mancanza di acquirenti e se riuscivano, ad un prezzo ribassato rispetto al mutuo concesso, persero un sacco di soldi.

Poi per quanto riguarda i rischi del sistema bancario-ombra, Tim Geithner della New York Federal Reserve ha spiegato che finanziare asset a lungo termine e illiquidi con passività di breve termine liquidi può avere effetti gravi nel caso si verifichi la classica corsa agli sportelli. Con il crollo dei mutui subprime, si è creata una sfiducia generale, la gente è corsa agli sportelli, così le banche a corto di liquidità hanno dovuto svendere i loro asset, creando una spirale negativa. Il risultato di tutto ciò ha portato ad un ridimensionamento del sistema bancario-ombra, facendo sparire le auction-rate securities e riducendo le asset-backed commercial paper. Nel mercato poi è successo che i titoli americani sono scesi a zero, perché le persone erano disperatamente alla ricerca di titoli sicuri e quelli americani erano i più sicuri sul mercato, perché se crolla l'America, crollano anche tutte le altre istituzioni finanziarie. Gli ultimi effetti che si hanno avuto sono stati il calo di fiducia da parte dei consumatori, la riduzione dei prestiti alle aziende e l'aumento degli interessi da pagare per chi aveva già un prestito in atto.

Dopo Alan Greenspan prese il suo posto Ben Bernanke a capo della Federal Reserve. Inizialmente la FED ha fatto enormi fatiche per mettere sotto controllo i mercati. La prima cosa che ha fatto è stata quella di tagliare i tassi di sconto federale - il tasso overnight, cioè quello utilizzato dalle banche per prestarsi denaro - passando dal 5,25% all'1%. Se fossero stati tempi normali, tale manovra avrebbe portato ad una agevolazione del credito, perché la riduzione del tasso di sconto avrebbe portato anche ad una riduzione del tasso di interesse, immettendo così liquidità nel sistema. Purtroppo, però, l'azione della FED non ha avuto efficacia. Le aziende che non hanno il rating più affidabile pagano interessi sul credito a breve molto più alti rispetto a quelli pre-crisi. Quindi, se le aziende volessero investire, dovrebbero pagare dei tassi molto alti nonostante la FED abbia fatto di tutto pur di abbassarli. Ne hanno risentito anche coloro che in genere hanno tassi più favorevoli per la loro affidabilità. Ciò

è successo, poiché sono stati espulsi i finanziatori privati dal mercato a causa della crisi, rimanendo solo Freddie Mac e Fannie Mae, le agenzie governative, alle quali era rimasto un capitale molto limitato. Nel 2008 queste agenzie sono passate sotto il controllo federale, situazione che avrebbe dovuto far diminuire il tasso di interesse sui mutui e il suo indebitamento, ma l'amministrazione Bush ha negato che l'indebitamento delle agenzie godesse della fiducia del governo, quindi ha continuato ad avere problemi. Poi i prestiti erogati dalla FED alle banche tradizionali hanno aiutato, ma neanche troppo, perché le banche tradizionali non sono il fulcro della crisi. Per esempio, se le auction-rate securities fossero state di proprietà delle banche tradizionali, in caso di fallimento, la FED sarebbe dovuta intervenire tramite finanziamenti, ma non erano di proprietà delle banche, quindi sono fallite e il settore è entrato in crisi. Di conseguenza, la FED ha dovuto far fronte ad una crisi di liquidità come quella giapponese, avendo la politica monetaria perso ogni efficacia sull'economia reale. Una soluzione al problema avanzata da Bernanke è stata quella di non tenere in portafoglio solamente buoni del Tesoro e di non prestare solo alle banche tradizionali, ma anche altri operatori in modo da modificare la situazione patrimoniale della Banca Centrale. Nel 2008 ha creato la TSLF e la PDCF, agenzie speciali che avevano il compito di concedere finanziamenti ad altri operatori. Poi ha deciso di comprare commercial paper, erogando finanziamenti che il sistema finanziario privato non era disposto a fare.

L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLA CRISI

La crisi ha avuto effetti non solo in America, ma anche a livello globale. Ciò è dovuto al fenomeno della globalizzazione finanziaria, ossia persone di un paese decidono di investire in altri, di conseguenza vi è una sorta di interdipendenza finanziaria fra i vari paesi. Per esempio, gli Stati Uniti nel 2007 avevano asset stranieri pari al 145% del PIL, diventando così debitori verso l'estero. Teoricamente gli americani, tenendo la maggior parte delle loro ricchezze, sarebbero incorsi in un rischio minore se fosse successa una crisi in patria; d'altra parte gli investitori stranieri erano meno soggetti ad un rischio di crisi nel loro paese avendo investito in America. Purtroppo, però, questi investimenti in

America, che agivano su scala internazionale, erano fortemente rischiosi, essendo le istituzioni emittenti fortemente indebitate. Quando le cose nel mercato immobiliare americano non sono più andate per il verso giusto, ecco che la crisi americana s'è diffusa su scala internazionale tramite un "meccanismo di propagazione". Un altro business molto profittevole per gli investitori è andato in fallimento: quello del carry trade, che consisteva nel prendere a prestito soldi in paesi con tassi di interesse bassi e rivenderli in paesi con tassi di interesse alti. Il 15 settembre 2008, però, tale business è finito a causa del fallimento della Lehman Brothers. Quando poi anche la Bear Stearns ha avuto difficoltà, il governo federale è intervenuto per proteggere le controparti, cioè quelli con i quali aveva concluso degli accordi di finanziamento. Non decidendo di salvare la Lehman Brothers, s'è creato un "effetto sfiducia", i prezzi degli asset sono diminuiti e il credito s'è ridotto notevolmente. Neanche il salvataggio dell'AIG è servito a ridurre il panico. Inoltre, con il blocco del carry trade si arrestò il trasferimento di fondi da paesi a basso tasso di interesse, come il Giappone, di conseguenza lo Yen è aumentato, e i paesi emergenti che ricevevano tali fondi videro la loro valuta è diminuita. In certi casi gli hedge funds si ridussero, mentre in altri le aziende che avevano ricevuto fondi a basso costo all'estero sostennero pesanti perdite. Dunque la politica dei governi dei paesi emergenti, che consisteva nell'investire all'estero per proteggersi dal rischio di crisi in patria, si rivelò inefficace a causa dell'eccessivo rischio assunto dal settore privato. Tale crisi valutaria ha avuto purtroppo ripercussioni sul sistema finanziario mondiale.

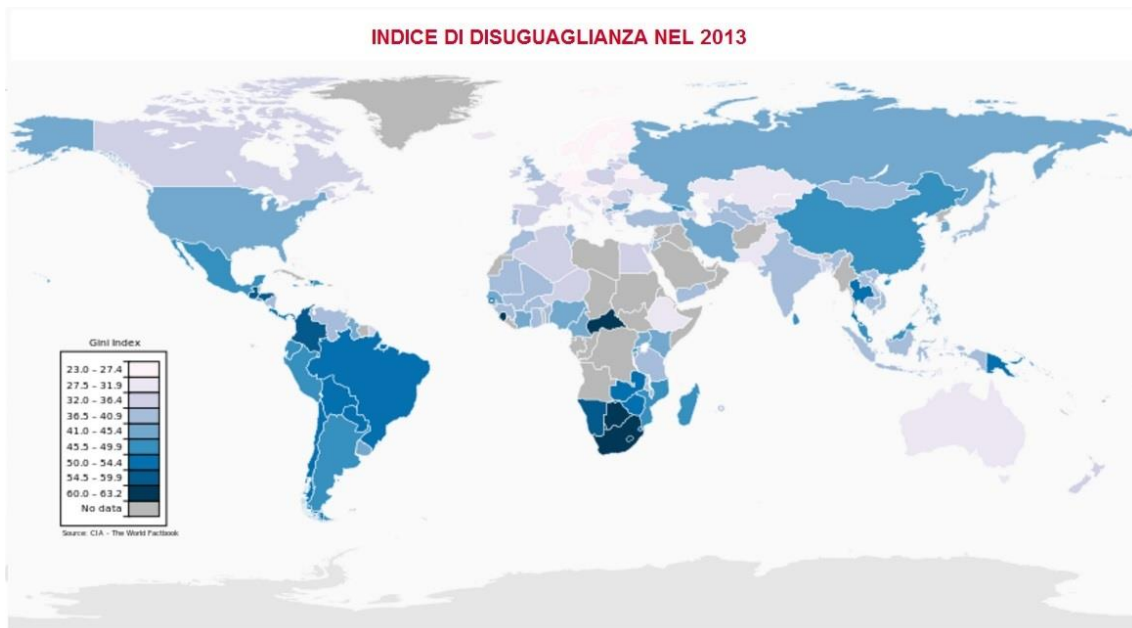
EFFETTI SULL'ECONOMIA REALE

La crisi finanziaria ha avuto delle ripercussioni negative anche sull'economia reale. Infatti, il crollo dei prezzi delle case ha provocato un aumento della disoccupazione tramite un rallentamento nel settore dell'edilizia, che ha fatto diminuire i consumi, perché le persone si sentono più povere e perché non possono più accedere ai prestiti bancari. Dopo la crisi l'economia americana ha reagito abbastanza bene, perché la debolezza del dollaro ha consentito di esportare di più. La cosa che ha preoccupato di più in quel periodo è stata

l'inefficacia della politica monetaria per far ripartire l'economia com'è avvenuto in Giappone negli anni '90.

IL RUOLO DELL'EUROPA NELLA CRISI

Quando si presenta una crisi, come quella del 2008, bisogna che ognuno si assuma le responsabilità per le scelte compiute. In particolare, la politica deve prendere coscienza che le decisioni da essa intraprese possano avere delle ripercussioni negative sugli altri paesi. Una classica reazione alla crisi può essere l'adozione di misure protezionistiche che possono tuttavia provocare degli effetti negativi nel rapporto con gli altri stati. Quindi, gli stati devono tener conto del fatto che le proprie scelte politiche possano avere delle conseguenze anche a livello globale. La crisi, infatti, è derivata dal fatto che alcuni stati non hanno voluto prendersi in carico le azioni commesse derivanti da scelte politiche scorrette. Essa dovrebbe essere affrontata con responsabilità dal governo, però il problema è che l'Europa non è un governo. L'Europa ha un'economia molto potente, ma è senza uno Stato, quindi è impotente, perché è come se fosse uno Stato senza governo. Dunque, s'è creato un vuoto politico. È un sistema privo di governance, quindi nessuno ha l'incentivo ad assumersi responsabilità. Con lo scoppio della crisi, sono emerse tutte le fragilità di tale sistema che s'è dimostrata incapace di reagire con una pronta risposta di politica macroeconomica ai problemi emersi. Gli effetti della crisi sono stati l'aumento della disoccupazione e una riduzione dei tassi di crescita dei singoli paesi. Con il suo scoppio, inoltre, la disuguaglianza all'interno dei singoli paesi è aumentata in modo esponenziale, creandosi così una biforcazione sociale fra la fascia di popolazione ricca e quella povera.



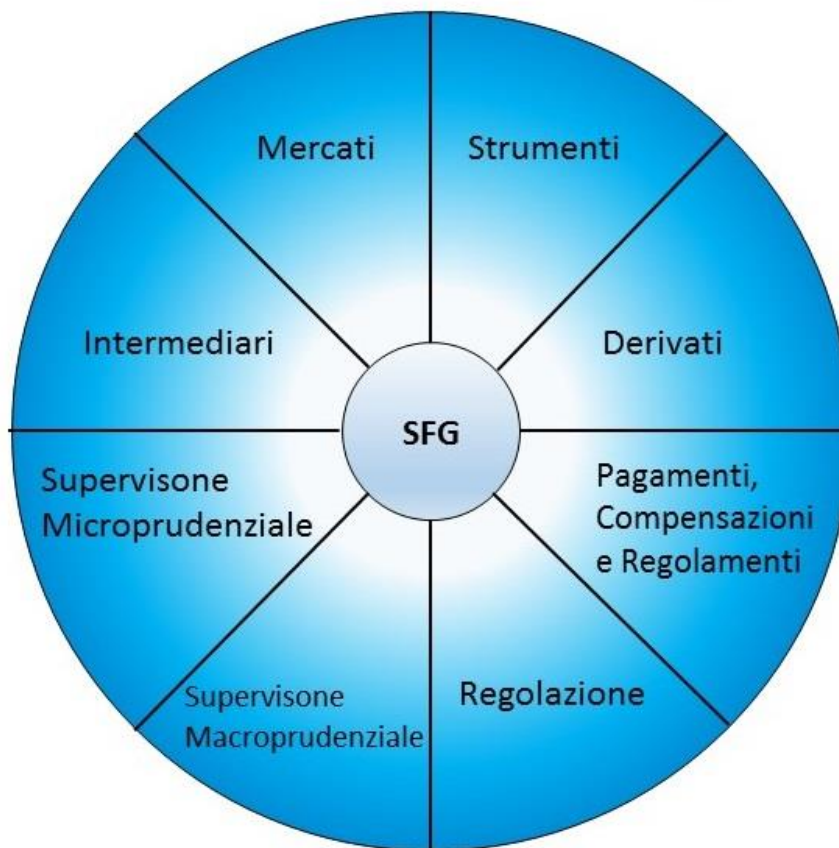
A livello macroeconomico, però, non si ha reagito a tali problemi prontamente: mentre gli USA hanno provveduto prontamente a tagliare i tassi di interesse, l'Europa ci ha messo un bel po' di tempo prima di farlo. Gli Stati Uniti si sono attivati anche in materia fiscale. Questa dilatazione dei tempi nell'intervenire velocemente deriva in origine da un problema di tipo politico europeo. Le ragioni di questa scarsa reattività sono dovuti, in primis, al fatto che il governo europeo non ha legittimità diretta e non è responsabile davanti ad un voto democratico. I ministri non sono a capo delle nazioni pur avendo un potere federale molto forte. Poi i singoli stati non possono avere potere monetario, un piano industriale, fiscale, una politica di cambio e deve essere rispettato il Patto di Stabilità, che è dato dal rapporto fra l'indebitamento di un paese e il suo PIL e che non deve superare una certa soglia (fissata al 3%). Quindi, vi è un limite alla sovranità nazionale. I singoli stati sono "vincolati" all'Europa pur avendo fra loro caratteristiche differenti. Bisognerebbe che ci fosse una politica comune alla base che sostenesse tutti gli stati appartenenti a tale Unione Europea con regole chiare e uguali.

6) Vigilanza finanziaria in Europa

IL SISTEMA FINANZIARIO GLOBALE E LA CREDENZA DELL'AUTOCORREZIONE E DELL'AUTOREGOLAZIONE

A livello mondiale il sistema finanziario è formato da un network di intermediari, mercati, regolazione, supervisione, titoli, derivati, sistemi di pagamento, di compensazione e di regolamento.

Il sistema finanziario globale



L'origine della crisi dipende da diversi errori, quali l'innovazione finanziaria e la credenza errata che il mercato fosse diventato "efficiente". Altri sono i seguenti:

- La credenza che il mercato si potesse "autocorreggere", i fallimenti di mercato non esistessero più, i mercati diventassero più efficienti degli intermediari nel valutare il rischio;

- Gli azionisti pensavano che gli intermediari avessero sviluppato tecniche molto potenti di gestione del rischio;
- Estrema concessione di fiducia nei confronti di intermediari e dei mercati;
- Lo sviluppo di strumenti finanziari complessi fossero un beneficio per la società;
- Il parametro del capitale per gli intermediari regolamentati fosse un cambiamento portante per la vigilanza;
- L'ancora della stabilità finanziaria ed economica fosse rappresentata dalla stabilità monetaria (misurata con l'indice d'inflazione dei prezzi al consumo).

Con lo scoppio della crisi del 2008 tutte queste credenze sono errate per i seguenti motivi:

- È errato pensare che il mercato abbia un meccanismo di autoregolazione, in quanto, com'è s'è visto, il rischio di esposizione alle bolle speculative permane; l'instabilità sistemica è stata aumentata dal mercato dei derivati;
- Nella gestione del rischio sono stati utilizzati i modelli stocastici dei derivati, che hanno preso il posto dei tradizionali modelli attuariali. Non sono stati creati dei meccanismi corretti di controllo del rischio assunto da coloro che assumono i rischi e da coloro che li controllano nelle imprese finanziarie;
- Un'efficiente vigilanza e una buona regolazione sono fondamentali per il sistema finanziario globale. I principi contabili dello IASB (International Accounting Standards Board), lo standard di capitale di Basilea e l'approccio delle agenzie di rating erano caratterizzati da debolezze, in particolare quelle di essere "procicliche" (rapporti di indebitamento molto alti di alcune banche europee, che sembravano invece "ben capitalizzate");
- La credenza che i "cicli economici" fossero finiti non era vera. Per evitare fallimenti di mercato e monitorare l'andamento ciclico dell'economia sono indispensabili regolazione e supervisione;

- Una buona regolamentazione, solide infrastrutture, accordi di politica economica tra i paesi più importanti, adeguata vigilanza sono fondamentali per il funzionamento del sistema finanziario globale;
- La stabilità finanziaria non è rispecchiata dalla stabilità dei prezzi.

Con un sistema finanziario fortemente sviluppato è più alta la probabilità di instabilità. Invece prima della crisi si riteneva che non esistesse più instabilità all'interno dei mercati e che il sistema si autocorreggesse grazie alla "mano invisibile" del mercato e alla concorrenza.

I FALLIMENTI DELLA CRISI

La crisi del 2007-2009 ha avuto varie cause. Una delle più importanti è il capital standard, cioè la regola dell'adeguatezza patrimoniale. Le banche hanno adottato una nuova regolamentazione, secondo la quale la diversificazione delle operazioni riducesse i rischi. Nella realtà le grandi banche si sono rivelate incapace di organizzarsi e di gestire la diversificazione. Inoltre, crescendo a ritmi elevati sono diventate *too big to fail*.

L'assunzione del rischio è stata esaltata dagli standard contabili che si basavano sul *mark to market*, che vuol dire valutare uno strumento finanziario al prezzo di mercato. All'interno delle grandi banche la cartolarizzazione, sostenuta dagli standard di Basilea, ha agito assieme alle modalità contabili di registrazione degli utili a breve termine, che occultavano l'aumento dei rischi nel medio termine. La valutazione adottata per il merito di credito dei prodotti mobiliari (titoli, fondi comuni di investimento) ha aumentato l'assunzione di rischio. Oltre a questi fattori che hanno causato la crisi ce ne sono altri due, quali la convinzione che il mercato si autoregoli e l'adozione di politiche economiche errate negli USA, che ha portato ad una divergenza fra tassi di cambio reali e valori fondamentali e fra risparmio ed investimento. Di seguito sono riportati i principali fallimenti sottostanti la crisi quali quelli di:

1. *Politica macroeconomica*, che ha portato innanzitutto a scarsa attenzione per il mercato dei prestiti *subprime* negli USA e alla "bolla immobiliare",

poi anche a squilibri mondiali negli aggregati di saldo/investimento/risparmio delle partite correnti nelle bilance dei pagamenti e nel mercato dei beni e in quello finanziario.

2. *Mercato*, quindi errori di corporate governance, nella valutazione e gestione dei rischi dei prestiti immobiliari, nella creazione di derivati nuovi, nel ruolo svolto dalle agenzie di rating.
3. *Gestione della crisi, supervisione e regolamentazione*, che sono dovute da una scarsa efficienza nella gestione della vigilanza, da errori nei principi contabili IAS (in particolare il mark to market e il fair value), da inappropriati requisiti patrimoniali per attuare la cartolarizzazione, da una scarsa attenzione alla liquidità dei mercati, dall'inadeguatezza delle strutture per affrontare gestione, prevenzione e risoluzione della crisi e dall'inadeguatezza degli accordi di suddivisione dei costi (*burden sharing arrangement*).
4. *Supervisione prudenziale macro e micro*, dovuta ad una scarsa attenzione ai rischi macrosistemici di shock contagiosi e all'eccessiva attenzione sulla vigilanza micro-prudenziale delle singole banche.

PROPOSTA DI SOLUZIONI PER SUPERARE ULTERIORI CROLLI SISTEMICI E LA CRISI

A livello globale delle buone regole e un'efficiente supervisione macroprudenziale e microprudenziale devono essere applicate dagli organi di vigilanza alle banche. In aggiunta, in Europa bisogna andare oltre la frammentazione dei controlli, che esiste nel mercato unico. È necessario riformare il sistema del capitale bancario, ma per farlo è opportuno riconoscere e prevenire le interdipendenze della scorretta *corporate governance* delle banche, degli squilibri finanziari e monetari globali, della scorretta supervisione prudenziale, dei fallimenti di mercato. Tramite quanto è emerso nel 2007-2009 bisogna anche imparare a gestire, prevenire e risolvere le crisi bancarie, soprattutto quando tali istituzioni diventano too big to fail. Le grandi istituzioni

finanziarie poi svolgono due ruoli: quello di banca di investimento e quello di banca commerciale, ma tali funzioni risultano avere un conflitto di interessi, problema che era stato sviscerato negli USA, come anche in Italia, con la separazione legislativa. Le grandi istituzioni finanziarie *cross-border*, che operano, quindi, in paesi diversi dal loro, hanno un'origine nazionale, svolgono operazioni a livello mondiale, ma quando rischiano di fallire, ritornano nazionali. La soluzione al loro fallimento è che i vari governi nazionali intervengano, pertanto le perdite vengono pubblicizzate, mentre i profitti vengono privatizzati. Nel seguente Rapporto di Larosière vengono analizzati i vari punti per "sistemare" il sistema.

1. *Prevenzione della crisi e vigilanza della politica macroeconomica.* Per creare un quadro macroeconomico più solido per l'economia mondiale bisogna rafforzare la vigilanza sulle politiche macroeconomiche, sugli squilibri globali e sui tassi di cambio. L'aumento degli aggregati creditizi e monetari dovrà essere tenuto sotto controllo costantemente da parte delle banche centrali. Onde evitare il ripetersi di una crisi, bisogna anche migliorare i meccanismi internazionali di allarme preventivo che si fonda sulla celere segnalazione delle fragilità sistemiche e che è gestito sia dal Financial Stability Board, sia dall'Fmi.
2. *Risoluzione e gestione della crisi.* Solo a livello teorico è possibile suddividere in prevenzione, gestione e "risoluzione" della crisi di una banca, invece nella realtà questi elementi possono essere confusi. La "risoluzione" di una grande banca è difficile da gestire. Il fallimento della banca potrebbe comportare un grosso impatto a livello economico e chiamare in causa i governi per salvarla, sobbarcandosi tutti i costi. Quindi, si crea un difficile rapporto fra i governi e i supervisori. Mancando un bilancio federale in Europa, tale difficoltà risulta ancora più ampia.
3. *Cooperazione tra autorità di vigilanza e regolamentazione adeguata.* L'inadeguatezza internazionale degli standard di supervisione e regolazione sono stati messi in rilievo dalla crisi. Il liberismo normativo ha peggiorato la stabilità finanziaria. A livello internazionale si deve

raggiungere la convergenza della vigilanza tramite maggior dialogo su questo tema tra i vari paesi e tramite la creazione di standard setters internazionali.

4. *Aggiustamento delle regole e del mercato.*

- *Modello di Standard del capitale e di rischio interno.* Dalla crisi è emerso che le banche devono avere un capitale di maggior qualità con vincoli più stringenti. Nei momenti di espansione economica, quindi, le banche dovranno mettere da parte liquidità per tenerla nei momenti di crisi. Tale comportamento deve essere adottato solo per un certo periodo in modo da evitare il credit crunch, ossia una stretta creditizia.
- *Riforma degli Standard contabili.* Nelle banche bisogna disincentivare il proprietary trading, ossia l'attività di trading di prodotti finanziari quali derivati, obbligazioni, valute che la banca pratica non per i clienti, ma per sé, poi bisogna anche porre regole contabili e di capitale sul trading book delle banche, che è il portafoglio di strumenti finanziari e titoli delle banche per evitare gli squilibri degli anni precedenti.
- *Riforma delle agenzie di rating.* Dato il ruolo importante che viene svolto dalle agenzie di rating all'interno dei sistemi finanziari, l'indipendenza, l'obiettività e l'elevata qualità dei loro rating sono fattori importantissimi da rispettare. Per fare in modo che non vi siano conflitti di interesse, sarebbe bene che il pagamento delle agenzie fosse effettuato non dall'emittente, ma dall'acquirente.
- *Meccanismi di verifica e di controllo tra coloro che assumono i rischi e coloro che li controllano.* Il fallimento più grave successo durante la crisi è stata la crisi dei modelli di corporate governance. Infatti, l'obiettivo principale delle istituzioni finanziarie è stato fare profitto nel breve periodo con compensi eccessivi e non sono stati istituiti dei meccanismi di controllo del rischio e di assunzione del rischio. È stato, quindi, assunto troppo rischio e concentrata la propria attenzione sul profitto di breve periodo a

scapito di quello di lungo periodo. La soluzione a tale tipologia di problema può avvenire solo tramite un cambiamento all'interno della banca.

- *Attività del sistema bancario ombra.* Principale problema degli istituti finanziari è stato quello di creare un sistema bancario ombra (*mortgage brokers*, voci *off-balance sheet*, fondi monetari, banche di investimento, *hedge funds*). In tal modo questi istituti evitano i limiti di capitale imposti dalla vigente regolamentazione del periodo, così vi fu un forte crescita di questo sistema. A causa dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione è nato questo sistema parallelo di forte pericolosità. Quindi, è necessario porre delle regole stringenti sui limiti di capitale e sul *proprietary trading* per evitare di avere una leva eccessiva.

5. *La funzione e il ruolo dell'UE nella finanza globale.* Nel *Rapporto Larosière* vengono illustrate delle proposte di miglioramento sulla supervisione e sulla regolazione in Europa, in particolare della *governance* europea a livello globale, dell'architettura finanziaria sia a livello microprudenziale, sia a livello macroprudenziale. La nuova architettura finanziaria consiste nella creazione di un consiglio europeo per il rischio sistemico, una nuova *governance* europea a livello globale e la creazione di un sistema europeo di supervisione finanziaria.

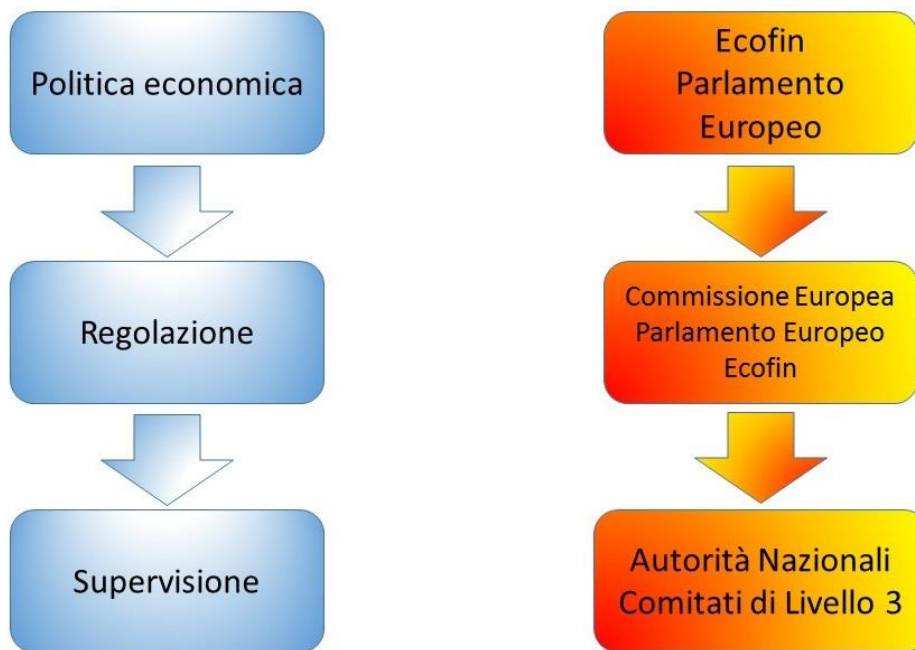
LAROSIERE E LAMFALUSSY A CONFRONTO.

REGOLAMENTAZIONE, POLITICHE E SUPERVISIONE IN UE

Secondo il Rapporto Larosière l'insieme delle attività di regolamentazione, supervisione e di politica economica deve essere separato, sia dal punto di vista operativo, sia teorico. Per evitare i fallimenti sottostanti la crisi è necessario attuare tale separazione. La separazione fra "supervisione micro" e "supervisione macro" permette di evitare le difficoltà del sistema finanziario nel suo complesso. La crisi è stata determinata principalmente da tali fattori: il perdurare di tassi di interesse troppo bassi; creazione di troppa ampia liquidità;

eccessivi investimenti negli immobili, in particolare negli USA; poi eccessiva offerta di risparmio a livello mondiale; il finanziamento della maggioranza del deficit della bilancia dei pagamenti statunitense da parte dei paesi emergenti che, avendo valute collegate al dollaro, creavano molte riserve, aumentando un'ulteriore espansione monetaria. Durante queste fasi sono mancate la vigilanza sulle politiche economiche e la supervisione a livello macro-prudenziale. Il venir meno di un corretto controllo macro-prudenziale ha comportato, da un lato, ad una scorretta identificazione dei rischi a livello mondiale e a politiche economiche errate; dall'altro ad una scarsa supervisione micro-prudenziale e ad una fragilità dal punto di vista regolamentare. Errori nella regolazione da parte dei responsabili della supervisione a livello micro hanno comportato l'amplificazione della crisi. Secondo il "*Rapporto sull'aggiustamento regolamentare*", la situazione è stata peggiorata dalla regolazione, contribuendo alla cartolarizzazione. Nelle figure successive è rappresentato il cambiamento significativo apportato dal *Rapporto de Larosière*. Secondo il metodo tradizionale esiste una relazione fra politica economica, regolamentazione e supervisione. Per questa struttura gerarchica l'attività di vigilanza spetta ai supervisori a livello nazionale, quindi è collocata a livello inferiore del grafico, mentre la regolazione è a livello superiore e la politica economica sta nella parte più alta ancora. Secondo il "*rapporto Lamfalussy*" nel 2000 l'obiettivo era quello di cercare dei sistemi per velocizzare e flessibilizzare la regolamentazione sui servizi finanziari senza, però, intervenire sulla suddivisione delle competenze fra Stati membri e Unione europea e senza cambiare le norme del *Trattato*. Il *Rapporto* aveva come fine la creazione di comitati, chiamati "di livello 3", formati dai rappresentanti delle autorità nazionali di vigilanza, in modo da rendere il processo normativo più trasparente, con maggiori responsabilità politiche e basato sulla consultazione aperta. Secondo Lamfalussy bisogna suddividere il processo di normazione in quattro stadi:

Regolazione e supervisione finanziaria in Europa: l'approccio tradizionale a scala L'approccio Lamfalussy



1. Tramite la procedura di co-decisione il Consiglio e il Parlamento Europeo approvano la proposta di regolamento/direttiva adottata dalla Commissione. Dopo aver presentato la proposta, il Consiglio e il Parlamento europeo cominciano a negoziare con l'obiettivo di mettersi d'accordo su un testo comune, che sintetizzi i principi generali della materia e che indichi i poteri di implementazione;
2. Dopo l'approvazione del regolamento/direttiva di primo livello da parte del Consiglio e del Parlamento, una proposta di direttiva di secondo livello viene presentata da parte della Commissione per essere adottata attraverso la procedura di comitologia (che si riferisce allo studio dei poteri e dei ruoli da parte delle diverse istituzioni finanziarie). Tramite questa procedura si ha una trattativa con i comitati di livello due, come

l'Esc – *Economic and Social Committee*, l'Ebs – *European Banking Committee*, o Eiopc – *European Insurance and Occupational Pensions Committee*. Inoltre, in questa fase si definiscono le misure di attuazione del regolamento/direttiva di primo livello e si promuove l'inserimento in ogni legge nazionale; per fare questo la Commissione sente l'opinione dei competenti organismi del livello 3 (*Cebs – Committee of European Banking Supervisors*, *Cesr – Committee of European Securities Regulators*, *Ceioops – Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) a riguardo delle misure di implementazione tecnica.

3. Gli organi di terzo livello concentrano la loro attenzione sulle linee di riferimento per l'amministrazione ordinaria; sull'interpretazione congiunta degli standard comuni e delle raccomandazioni; sul confronto degli usi nazionali di regolamentazione in modo da garantire una conforme applicazione delle norme comunitarie; sulla revisione tra pari.
4. Nel quarto livello la Commissione ha il ruolo di verificare la coerente applicazione dei provvedimenti adottati a livello europeo e la corretta implementazione.

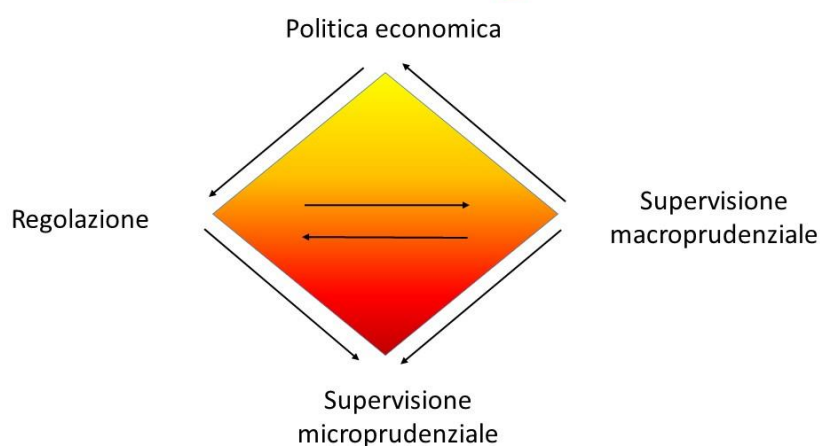
Grazie al modello di Lamfalussy le norme riguardanti i mercati dei servizi finanziari hanno subito un rapido miglioramento. Le norme successivamente hanno assunto tali caratteristiche: le regole applicate dagli operatori finanziari sono state uniformate tramite l'entrata in vigore di norme comuni; mentre per la supervisione la competenza spetta agli Stati membri e si adotta un'intensificata cooperazione a livello europeo fra governi. La competenza in materia di vigilanza spetta al paese d'origine (*home country*), regola in base alla quale un operatore finanziario per la vigilanza fa riferimento all'autorità dello Stato che ha stabilito l'autorizzazione alla pratica di tale attività. Il sistema di supervisione è formata da tali elementi:

- Si utilizzano autorizzazioni, licenze, concessioni a istituzioni finanziarie, quando l'autorità di vigilanza voglia controllare se le imprese che intendono entrare nel mercato siano in possesso di determinati criteri;

- Il controllo costante della situazione delle istituzioni finanziarie tramite l'utilizzo di requisiti presenti nel regolamento/direttiva e delle misure tecniche. Gli organi di supervisione, inoltre, possono verificare la condotta del business, gli utili, i controlli interni, la gestione, la liquidità, l'adeguatezza del capitale e la qualità degli asset.
- L'emissione di penalità e sanzioni nel caso di mancato rispetto della normativa/regolamento, pessima gestione, frode e altri comportamenti non adeguati;
- Se fosse ritenuto necessario, l'intervento nella gestione delle crisi con il sostegno della Banca Centrale e del ministero delle Finanze.

Tale metodo tradizionale ha un orientamento dall'alto verso il basso (top-down). Il modello di Larosière, invece, è completamente differente ed è rappresentato nella figura sottostante a forma di rombo/diamante.

Approccio di Larosière alla supervisione finanziaria e alla regolazione



L'innovazione all'interno di questo modello è costituita dalla presenza del controllo macro-prudenziale. La supervisione macro-prudenziale è formata non solo dalle banche, ma anche da tutti i settori della finanza, compreso il contesto macroeconomico. Tale vigilanza deve prendere in considerazione anche i problemi globali.

Mentre il default di una singola istituzione finanziaria, che deve essere molto grande e con altre sedi all'estero, può essere un rischio per il sistema finanziario, avere in comune molti rischi per la maggioranza delle istituzioni

finanziarie può portare ad un rischio sistemico. Il fatto che in passato non si abbia considerato a fondo tale problema, ha portato ripercussioni negative, pertanto bisogna considerare con molta attenzione gli shock comuni o correlati e gli shock alle parti del sistema finanziario che provocano contagiose reazioni a catena di ritorno. I ruoli più importanti svolti dalla vigilanza macro-prudenziale sono i seguenti: individuare le componenti fondamentali del sistema finanziario (derivati, titoli, prodotti, intermediari, mercati) e i fattori che portano al rischio sistemico; stabilire quale tipologia di supervisione/regolamentazione è più idonea rispetto al tipo di mercato/istituzione.

Sia la supervisione macro, sia quella micro sono molto importanti e sono collegate tra loro, ma bisogna tenerle separate: una volta si puntava più sulla vigilanza micro-prudenziale, volta a controllare e a limitare le problematiche delle banche. Ora bisogna puntare, però, anche su quella macro-prudenziale. Come si può vedere dal grafico precedente, l'andamento delle frecce mostra che la vigilanza macro-prudenziale svolge un ruolo fondamentale non solamente con l'azione micro-prudenziale e la politica economica, ma pure con la regolamentazione. La crisi del 2007-2008 ci ha insegnato che si può ottenere una migliore regolamentazione solamente tramite un rapporto biunivoco con corretti accordi di supervisione micro. Lo schema "a diamante" è più efficace dello schema "a scala", perché ogni elemento è interdipendente con l'altro e viene evidenziato il ruolo fondamentale svolto dal controllo macro-prudenziale. Quindi, la vigilanza macro-prudenziale deve essere considerata particolarmente dall'Unione Europea. Ciò sia per l'importanza della funzione stessa, sia come conseguenza delle forti relazioni fra le azioni da prendere riguardo a misure micro-prudenziali, regole, politiche, e la valutazione macro-prudenziale dei rischi. Il ruolo svolto dalla vigilanza macro-prudenziale consiste nell'individuare azioni di riparazione e correttive in fase pre-crisi e nell'avvisare i governi ogniqualvolta che il denaro dei contribuenti è a rischio.

VIGILANZA MICRO E MACRO NELL'UE.

I PARERI DELLA COMMISSIONE PER L'ASSEGNAZIONE DELLA VIGILANZA

MICRO AL SISTEMA EUROPEO DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA

FINANZIARIA (ESFS) E DI QUELLA MACRO AL CONSIGLIO EUROPEO PER

IL RISCHIO SISTEMICO (ESRB)

Nel 2009 il *Rapporto Larosière* è stato sostenuto dal Consiglio Europeo e dall'Ecofin, La Commissione europea ha stabilito le norme volte alla formazione di un nuovo sistema istituzionale per la vigilanza sul sistema bancario, assicurativo e finanziario dell'UE. La Commissione avanza le seguenti proposte:

- Creazione di un regolamento stabilito dallo *European Systemic Risk Board* (Esrb), che definisce le funzioni di vigilanza macroprudenziale. Il Consiglio poi attribuisce alla Banca Centrale certi compiti di assistenza tecnica allo Esrb;
- Tre regolamenti che trattano la stessa materia e che vengono diretti dalla *European Banking Authority* (Eba), la *European Securities and Markets Authority* (Esma) e la *European Insurance and Occupational Authority* (Eioa). I "comitati di livello tre" (Ceb, Cesr, Ceiops) verrebbero trasformati nelle tre nuove autorità europee di vigilanza (*European Supervisory Authorities* o Esa) che con le autorità di vigilanza nazionali costituirebbero lo *European System of Financial Supervisors* (Esfs).

La Commissione, seguendo quanto detto nel *rapporto di Larosière*, propone due nuovi tipi di organismi comunitari:

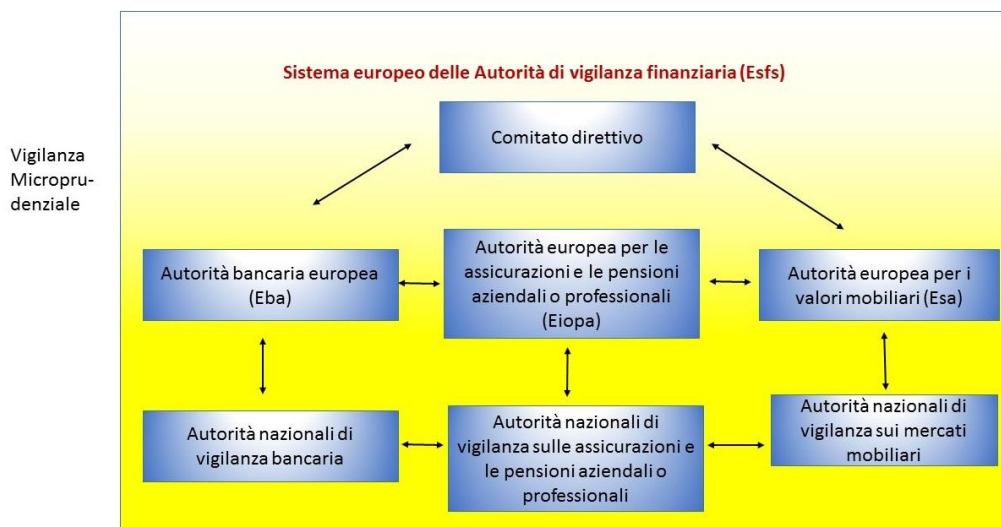
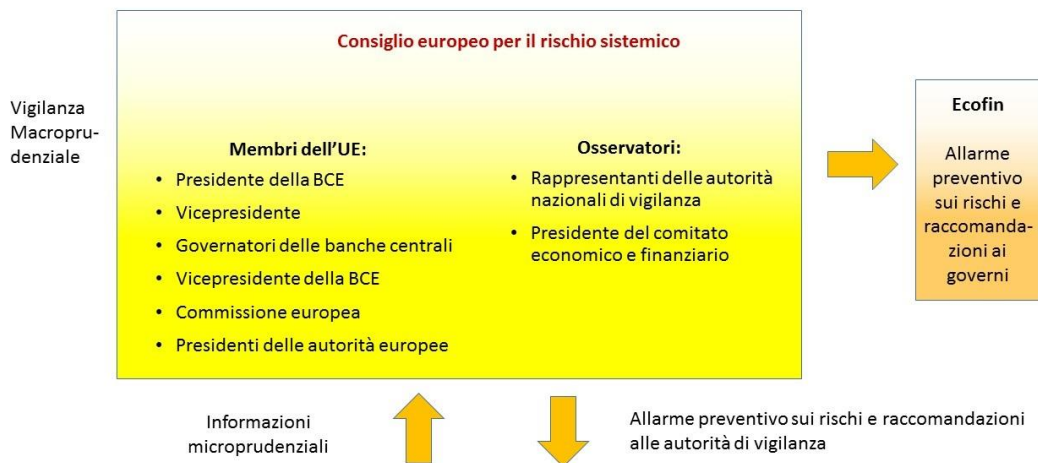
- L'Esrb (European Systemic Risk Board) ha l'obiettivo di verificare e valutare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria derivanti da sviluppi del sistema finanziario e macroeconomici. In caso venisse notata la presenza di rischi per il sistema, l'Esrb ha la funzione di avvisare preventivamente e di dare delle raccomandazioni sui provvedimenti da adottare. Tramite questo organo le fragilità sorte durante la crisi, quali le vulnerabilità del sistema finanziario verso rischi complessi, interconnessi, trans-settoriali e settoriali, dovranno essere debellate in tempo.

- Tramite l'Esfs le autorità di vigilanza finanziaria di ogni singola nazione si coordinano con le Autorità europee di vigilanza per difendere gli utenti dei servizi finanziari e per tutelare la solidità delle singole imprese finanziarie.

Secondo il *Rapporto*, il fine è quello di dare origine ad un forte sistema europeo di vigilanza micro-finanziaria, introducendo più compiti di micro vigilanza a livello europeo.

Nella figura sottostante sono rappresentati i due nuovi organismi, ossia il Consiglio Europeo per il Rischio sistemico e Sistema europeo delle Autorità di vigilanza, e le relazioni fra loro. Rispetto allo schema qui sotto, la Commissione

Un nuovo quadro europeo per salvaguardare la stabilità finanziaria



intende apportare delle differenze sui poteri decisionali dei nuovi organismi e sulla *Governance*, perché esistono interessi diversi da parte della Commissione, Bce, Stati membri. Di seguito sono riportati i principi chiave delle proposte fatte da un gruppo di esperti.

Col primo principio si vuole evitare la *discontinuità* tramite o maggior cooperazione tra un gruppo ristretto di Stati membri, o tramite la richiesta di cambiamenti al Trattato. Il secondo principio è costituito dalla *sussidiarietà* per dimostrare che a livello europeo vi sia una maggiore efficienza ed efficacia. Il fatto di spostare i compiti di supervisione micro-prudenziale a livello europeo è una dimostrazione dell'applicazione di questi due principi. Ciò può avere conseguenze fiscali per via del necessario coinvolgimento politico nazionale e governativo quando viene coinvolto il denaro dei contribuenti.

Il terzo principio consiste nella *neutralità* che avviene nel rispetto dei sistemi di vigilanza nazionali e delle esistenti strutture. Col quarto principio della *completezza* si devono controllare tutte le funzioni, le forme di intermediazione, tutti gli aspetti della vigilanza per evitare di nuovo la creazione di sistemi bancari-ombra. Il quinto principio riguarda la *responsabilità* istituzionale degli organi di vigilanza proposti e l'*indipendenza* politica e finanziaria al fine di aumentare la legittimazione e la libertà d'azione. Dopo aver elencato questi principi, si possono esaminare i pro e i contro delle due opzioni più importanti esistenti nel dibattito sulla riforma della vigilanza in Europa quando il team Larosière ha cominciato i suoi lavori. Con la prima opzione si voleva migliorare la cooperazione e la convergenza tra i supervisori nazionali tramite il potenziamento dei "colleges" dei supervisori. Tramite questa soluzione il sistema attuale, basato sul principio di controlli *home/host*, rimane invariato, però avrebbe bisogno di regole di coordinamento tra gli stati. Tali norme sarebbero indispensabili a seguito degli enormi problemi sorti durante la crisi. Questa scelta combaciava con la visione dell'Ecofin, volta ad aumentare i ruoli degli organismi L3, non cambiando, peraltro, il carattere non vincolante delle loro scelte e lasciando invariati il loro status giuridico dei comitati con un compito di consultazione.

La seconda opzione è volta all'aumento dei poteri e delle competenze della Bce. Questa opzione è stata proposta dal presidente Trichet, dal barone Lamfalussy, dal gruppo Larosière e da altri membri della Bce, tuttavia ha avuto diverse declinazioni. Le varie proposte differivano per il fatto di conferire o meno alla Bce ruoli di micro-vigilanza per le grandi banche europee. Le 36 più grandi banche pan-europee fanno parte del 70% delle attività totali delle banche europee. Col ruolo micro-prudenziale vi sarebbe un mutamento sugli assetti correnti, basati sulla vigilanza a livello nazionale. Nel Rapporto Larosière, anche se vengono rilevate le debolezze dell'attuale sistema, non viene assegnato un compito per la Bce circa la vigilanza micro-prudenziale. Le ragioni di tale presa di posizione sono illustrate qui di seguito:

- Il principale responsabile della stabilità monetaria è la Bce. Se venissero aggiunti compiti di micro-vigilanza, sarebbe in contrasto con il suo compito fondamentale; nell'ipotesi vi fosse una crisi, coloro che forniscono supporto finanziario andrebbero a coinvolgere il supervisore. Ciò potrebbe causare interferenze politiche e pressioni, andando a minare l'autonomia della Bce;
- L'assegnazione di un ruolo micro-prudenziale alla Bce sarebbe complesso, in quanto la Bce, nel caso scoppiasse una crisi, sarebbe costretta a negoziare con molti Supervisor nazionali e ministeri delle Finanze degli Stati membri;
- Esisterebbe difficoltà nell'assegnare compiti micro-prudenziali alla Bce, poiché certe banche centrali della Bce/Sebc non sono dotate di competenze per quanto riguarda la vigilanza;
- La Bce non si occupa della politica monetaria di un certo numero di paesi europei, quindi assegnare responsabilità alla Bce non sviscerebbe il problema dell'esigenza di un sistema di vigilanza integrato ed inclusivo;
- Le compagnie assicurative non sono controllate dalla Bce, perché questa non ne ha l'autorizzazione. Dato che nell'attuale sistema finanziario le operazioni delle attività assicurative e di quelle bancarie sono molto simili, un sistema di vigilanza micro-prudenziale che non ha il

permesso di valutare le attività assicurative, porterebbe a gravi rischi di una vigilanza frammentata.

Oltre alle tematiche appena illustrate si vogliono aggiungere altre tre osservazioni.

La prima concerne la grande quantità di responsabilità delle funzioni prudenziali macro e micro.

La seconda tratta la procedura legale che serve ad ottenere l'assegnazione di compiti micro-prudenziali. Tramite l'articolo 105 (6) del Trattato si può cambiare la struttura della vigilanza europea senza essere costretti a dover negoziare come invece è richiesto da una modifica del Trattato. Tuttavia tale articolo esige l'unanimità nel Consiglio Ecofin. Attuare questa decisione necessiterebbe del consenso unanime degli Stati membri sull'esigenza di un sistema centrale europeo di vigilanza.

Inoltre, sarebbe indispensabile l'unanimità dei governatori delle banche centrali sul cambiamento proposto, che non può essere ordinato come obbligatorio alla Bce, ma è dura che vi sia l'unanimità dei governatori per l'ipotesi suddetta.

Secondo la terza considerazione la micro-vigilanza presenta un'interfaccia fiscale riguardo alla risoluzione e alla gestione della crisi; poi a differenza della Fed, la Bce non possiede un bilancio "sovrano" e nessun paese pare voler così tanto una centralizzazione fiscale europea.

Quindi, l'idea che la Bce sia resa l'istituzione responsabile per la vigilanza macro-prudenziale in Europa e che sia l'unico supervisore per i grandi gruppi bancari, trova svariate opposizioni.

Altro problema riguarda il fatto che nel futuro la Bce possa ritenere come obiettivo della sua politica, oltre che la stabilità monetaria, anche quella finanziaria. Le bolle finanziarie non possono essere direttamente fatte scoppiare dalla politica monetaria. Tuttavia gli sviluppi dei prezzi delle attività dovrebbero essere presi in considerazione e valutati dalle banche centrali.

Questa interpretazione è in linea con le azioni attuate dalla Bce durante la crisi. L'accavallamento in parte della politica monetaria con la macro vigilanza non è detto che non abbia conseguenze, ma non presenta un istantaneo problema istituzionale di modifica del Trattato.

Per la Commissione il problema è risolto suddividendo in due differenti provvedimenti normativi la disciplina del costituendo Esrb. Le norme che stabiliscono l'organizzazione dell'organo, i poteri e i compiti sono contenute in un regolamento che si basa sull'articolo 95 del Trattato per la cui approvazione è necessaria la maggioranza qualificata del consiglio Ecofin. La Banca centrale ha i poteri necessari allo scambio di informazioni, allo svolgimento dei compiti di partecipazione, al supporto logistico e personale e segretariato dell'Esrb e tali poteri dipendono dal legame dell'Esrb con la Banca centrale. Tale scelta ha fondamento nell'articolo 105 (6), indispensabile per estendere i poteri della Bce alle questioni di stabilità finanziaria e per organizzare la confluenza del Bsg (Comitato di supervisione bancaria) nell'Esrb, in modo da evitare di avere due organi. L'unanimità del Consiglio è richiesta dall'articolo 105(6) perché la decisione sia accettata.

Sarebbero richiesti ulteriori riconoscimenti formali, che potrebbero arrivare fino alla modifica dei Trattati, per identificare una funzione macro-prudenziale alla Bce, che abbia come obiettivo non solo di garantire la stabilità monetaria, ma anche quella finanziaria.

Una parte della soluzione è rappresentata dall'assegnazione del potere di macro-vigilanza all'Esrb. Essa, avendo il ruolo di entità macro-prudenziale, andrebbe ad individuare i rischi che vanno ad intaccare la stabilità del sistema economico nel suo complesso e a suggerire le azioni da intraprendere da parte dei *policy makers* nazionali. L'Esrb potrebbe fare affidamento sulla sua conoscenza del mercato, dei prodotti, delle istituzioni e sulla sua vicinanza ad essi.

Deve coesistere una struttura di allerta e di identificazione dei rischi sistemici con l'abilità di garantire che il monitoraggio conduca ad azioni concrete di correzione di rotta e di aggiustamento. Purtroppo, però, è proprio questa la fragilità del nuovo sistema, perché non viene riconosciuto all'Esrb dal regolamento proposto dalla Commissione il potere di adottare atti di natura vincolante. Dopo che è stato rilasciato l'avviso, quindi, l'Esrb non potrebbe più fare nulla per obbligare i soggetti che possono creare il rischio ad agire secondo quanto indicato. Pertanto, spetterebbe alle banche centrali dell'eurosistema e

alla Bce organizzare la propria azione assieme con l'Efc, la Commissione europea e il Consiglio Ecofin, ognuno nell'area delle rispettive responsabilità.

La cosa migliore sarebbe che, tramite l'approvazione del Parlamento europeo, questi organi attuassero linee concordate d'intervento, anche se è duro e difficile coinvolgere tanti soggetti differenti, poiché nessuno infine risulta responsabile in ultima istanza e poiché i processi decisionali diventano farraginosi e lunghi.

Come stabilito dal *Rapporto Larosière*, se si vuole conferire potere di vigilanza macro all'Esrub, bisogna creare anche un sistema di vigilanza microprudenziale.

Per la vigilanza dei mercati e delle imprese continuerebbero ad essere responsabili i supervisor nazionali, ma le tre Autorità precedentemente indicate avrebbero responsabilità e competenza per:

1. Garantire la composizione dei conflitti tra supervisor (condizione fondamentale per il funzionamento dei collegi di supervisor e del sistema di intervento lost/home);
2. Fare uso di standard vincolanti per andare oltre la divergenza fra la frammentazione di vigilanza e di regolamentazione e l'integrazione dei mercati;
3. Prendere decisioni in caso di emergenza;
4. Agire assieme all'Esrub per creare la necessaria interazione tra funzioni macro e micro prudenziali;
5. Agire assieme ai governi nazionali per garantire applicazione coerente e armonizzazione degli accordi di garanzia dei depositi a livello europeo.

In sintesi, si parla di garantire standard di vigilanza, regole e prassi di applicazione comuni e coerenti in tutti i paesi europei, assicurando una forte cooperazione dei Collegi dei supervisor ("*Single Rule-book*"). La vigilanza su alcune entità paneuropee sarà esercitata dall'autorità per il controllo sui mercati mobiliari; innanzitutto sulle Ccp (*Central Counter Parties*) per i prodotti Otc e sulle agenzie di rating.

TRE LINEE D'AZIONE SUPPLEMENTARI DOPO IL RAPPORTO

VIGILANZA E RISOLUZIONE: IMPRESE FINANZIARIE IMPORTANTI A LIVELLO SISTEMICO IN EUROPA

La gestione della crisi è uno dei temi che richiede miglior definizione dei nuovi assetti per la supervisione e per la regolazione in Europa. Secondo il *Rapporto de Larosière* bisogna rivedere il funzionamento dell'Esfs senza superare i tre anni della sua entrata in vigore. Durante questa revisione bisognerà concentrarsi sui problemi di gestione, prevenzione e di risoluzione delle crisi che riguardano le istituzioni bancarie comunitarie rilevanti a livello sistemico. Tali intermediari, quando svolgono le loro attività e hanno profitti, sono europei, ma quando falliscono, quindi scompaiono, tornano nazionali. Per questa ragione vi è il bisogno di prevedere il supporto delle fiscalità nazionali durante la risoluzione delle crisi.

Tenuto conto della revisione, sarà necessario che ulteriori compiti di vigilanza siano trasferiti a livello europeo, specialmente per quanto riguarda il trattamento della gestione della crisi per le istituzioni pan-europee. Ciò avrebbe l'esigenza di combinare in modo adeguato le finanze pubbliche nazionali e le responsabilità microprudenziali europee. Un enorme interesse è rappresentata dal modello della Commissione bancaria francese (Cob) che potrebbe essere trasferito a livello europeo, pur senza dare vita ad un bilancio pubblico europeo. Distorsioni nella concorrenza dovranno essere vietate tra le banche nazionali e tra le complesse istituzioni finanziarie pan-europee. Se tale idea fosse approvata, il problema dovrebbe essere affrontato dalle istituzioni europee competenti con l'obiettivo di creare soluzioni soddisfacenti che potrebbero portare a mutamenti dei Trattati. Tale piano può essere concretizzato solamente se la rilevanza del problema è colta dall'Econfin (e dunque dai governi nazionali) che prontamente discutono della discussione a livello europeo.

Tale tematica risulta complessa e le difficoltà si presentano notevoli e riguardano un triplice ordine di questioni.

Innanzitutto, voler separare le differenti fasi di crisi di un'istituzione finanziaria importante a livello europeo si presenta più come un esercizio analitico che come una realtà. Il trasferimento dalla prevenzione alla risoluzione e alla gestione della crisi di un'impresa finanziaria può essere molto veloce. Pertanto, bisogna affrontare tale fase nella sua incertezza.

In secondo luogo, in caso di esito negativo, la fase di risoluzione comporta il bisogno di allineamento fra responsabilità fiscali e responsabilità di supervisione. Siccome non esiste un bilancio europeo, i governi/parlamenti nazionali devono prendere delle scelte assieme alle Autorità di vigilanza e alle Banche centrali.

In terzo luogo, identificare le implicazioni sistemiche e le dimensioni critiche di un'istituzione finanziaria è uno dei problemi più importanti e non risolti della crisi finanziaria, cioè stabilire quando un'impresa è considerata "too big to fail". Questo comporta situazioni di azzardo morale, poiché si modificano gli incentivi degli stessi operatori e di mercato, pure nelle fasi di monitoraggio e di prevenzione. Quando un mercato funziona correttamente, è normale che le imprese mal gestite falliscano e che quindi debbano uscire dal mercato.

Secondo l'approccio tradizionale, che purtroppo in Europa non ha funzionato, con la "mappa di calore" venivano individuate le situazioni di rischio sistemico. Oggi vi è la necessità di riconoscere un metodo più integrato che prenda in considerazione anche la tipologia di imprese "finanziariamente sistematicamente rilevanti". Queste potrebbero prender parte ad un Fondo per le istituzioni sistemiche che sarebbe tenuto vivo tramite un sistema di commissioni e in caso di crisi irreversibile, renderebbe più facile la risoluzione.

LA NECESSITÀ DI UN APPROCCIO COOPERATIVO EUROPEO E IL

PROBLEMA DEGLI ATTIVI "TOSSICI": PULIRE I BILANCI DELLE BANCHE

Affinché venga arrestata la caduta dell'economia globale e affinché venga ridata funzionalità al sistema finanziario ed economico, bisogna ripristinare la fiducia nel sistema bancario.

La caduta del sistema è stata evitata tramite interventi governativi e tramite la ricapitalizzazione. Tuttavia rimangono rischi di caduta.

Com'è possibile che, secondo quanto detto dal Fmi, anche se l'effetto delle "tradizionali" perdite di credito collegate al ciclo rimane ancora relativamente limitato, le perdite a livello mondiale delle banche e del settore finanziario crescano a livello esponenziale?

Secondo il *Rapporto di stabilità finanziaria globale* dell'aprile 2009, secondo il Fmi le perdite finanziarie totali possono arrivare a \$4 trilioni, dei quali \$2,7 trilioni saranno pagati dalle banche.

Solamente \$1,2 trilioni di perdite delle banche sono stati registrati a livello mondiale, di conseguenza, \$1,5 trilioni di perdite devono ancora arrivare.

Dallo scoppio della crisi finanziaria le iniezioni di capitale fresco ammontano circa a \$1 trilione, di cui la metà è rappresentato da denaro pubblico.

Secondo il Fmi, si prevede che le perdite siano in aumento. Ad ottobre 2008 venivano valutate \$1,4 trilioni, mentre a gennaio 2009 sono state aumentate a \$2,2 trilioni per arrivare infine ad aprile 2009 a \$4 trilioni.

Durante questa fase si ha avuto un approccio duplice: mentre per le Fmi i valori incrementavano, per i *policy makers*, i banchieri e i supervisori le previsioni sembravano esagerate.

Una maggiore trasparenza viene richiesta a questi enti per riparare il settore finanziario e per ripulire i bilanci.

Un enorme piano è stato portato avanti dal presidente Obama il 23 marzo assieme col segretario del tesoro Geithner e ha avuto un effetto positivo nel mercato. Purtroppo in Europa è più dura muoversi velocemente e coordinatamente. La condizione dei diversi paesi sono molto differenti fra loro, le decisioni comuni sono prese in tempi lunghi e le procedure sono complesse, poi un altro ostacolo è rappresentato dal *burden sharing*.

I motivi per i quali un'azione nella direzione sopra espressa sembra corretta sono molti:

1. Innanzitutto, questo si presenta come un palese caso di controllo macroprudenziale: la stabilità del sistema, che esige un'azione correttiva, è minacciata costantemente come è evidente dalle stime disponibili;
2. Bisogna che l'Europa agisca come hanno fatto gli Stati Uniti, cioè tramite una risposta europea coordinata, che si basa sulle iniziative nazionali,

però che presta attenzione alle questioni poste dalle più grandi banche *cross-border*.

3. Non può essere tollerato il fatto che gli “attivi tossici” rimangano nei bilanci delle banche e “avvelenino” il sistema finanziario;
4. Effetti positivi possono avere tali attività di trasparenza se coordinate e progettate in modo corretto.

Bisogna considerare il termine “*toxic assets*” come fuorviante e dovrebbe essere lasciato perdere; le parole indicano non solo che gli *attivi*, nel migliore delle ipotesi, sono *minusvalenze* non ottenute in bilanci opachi, però danno l’idea di un veleno che invade il sistema con effetto di malattia e di contagio.

Bisognerebbe identificare, isolare e sotterrare lontano i veri *toxic assets*, indicati anche come “rifiuti nucleari”, ripulendo i bilanci.

Purtroppo, però, In Italia e in Europa tali attivi risultano non liquidi e di difficile valutazione nelle odierne condizioni di incertezza nelle prospettive della ripresa mondiale e di costanti “fallimenti di mercato”.

Per Moody’s i prezzi degli *unsecured bonds* sono sotto il tasso di recupero e il *tasso di recupero* è stimato superare il 50%.

Durante le condizioni attuali fortemente instabili e negative è dura applicare le normali tecniche di *fair value* e di *mark to market*.

La maggioranza di tali prodotti strutturati non-standardizzati sono stati creati per essere tenuti fino alla scadenza. Bisogna poi suddividere le perdite di credito attese (valori attuali dei flussi di cassa attesi fino alla scadenza) dalle perdite *mark to market*. Moody’s ha stimato il valore delle attività deteriorate (*impaired assets*) e dalla sua analisi è emerso che mentre le perdite di credito attese ammontano a solo un terzo del valore nominale, i valori *mark to market* costituiscono circa il 20% del valore contabile.

Tramite Ppp (Partnership tra pubblico e privato) si possono ottenere due obiettivi, cioè di separazione di questi *assets* e di trasparenza, che consistono nel migliorare i rapporti di capitale, ristabilire una fiducia duratura e riparare i bilanci delle banche.

Le banche dovrebbero tenere in considerazione le seguenti due opzioni:

1. *Spin off*. La banca dà vita ad un Spv (Special Purpose Vehicle) con Vva (Variable Value Assets) e passività correlate. La Spv è suddivisa fra azionisti già esistenti e nuovi investitori (fondi di private equity, fondi pubblici, fondi sovrani – Sovereign wealth funds).
2. *Spv financing*. I Vva vengono trasferiti da una banca a valore contabile a un Spv creato dal governo, che emette titoli pubblici. Alla Spv vengono pagate commissioni di garanzia da parte della banca, tali commissioni possono portare l'emissione di capitale fresco spettante al governo.

In entrambi i casi squadre indipendenti di esperti appartenenti ad un neo-costituito “Fondo di stabilizzazione” europeo hanno il compito di valutare gli attivi. Sarebbe bene una dimensione europea anche per garantire la concorrenza. Sarebbe opportuno che da un punto di vista macro-prudenziale la problematica della ripresa degli assets a valore variabile delle banche e la ricapitalizzazione avvengano allo stesso tempo.

APRIRE IL PROCESSO DI CARTOLARIZZAZIONE

La cartolarizzazione è un fenomeno positivo avvenuto negli ultimi trent'anni. I rischi collegati al fenomeno della cartolarizzazione e l'abuso di derivati Otc (*Over the counter*) e di pratiche Ott (*Originate to transfer*) non dovrebbero farci scordare l'esigenza di rimettere in moto il mercato delle securitizzazioni, anche per fare in modo che il peso del finanziamento dell'economia non ricada solamente sulle banche. Tale parere è stato dato dal presidente del *Financial Stability Board*, Mario Draghi. Un altro metodo consisterebbe nel cartolarizzare e raggruppare nuovi crediti. Si dovrebbero selezionare e vendere i titoli nei mercati per tranche, magari con garanzie governative. Le banche dovrebbero pagare adeguate commissioni di garanzia anche in questa circostanza. Ruolo rilevante in quest'area potrebbe essere svolto dalla Bei (*Banca europea per gli investimenti*) e la Commissione europea, facendo affidamento sulla loro esperienza nel Lgtt (*Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Networks*). Per agevolare una più grande partecipazione da parte del settore privato nel finanziamento del Ten (Trans-European Networks), diminuendo il profilo di rischio per i *senior lenders*, è stato creato questo strumento finanziario innovativo.

La riapertura dei meccanismi di cartolarizzazione e la disintossicazione delle banche dovrebbero andare di pari passo. Bisogna anche rivedere adeguatamente i limiti di capitale. È necessario, inoltre, evitare gli errori del passato, ma anche riaprire gradualmente la cartolarizzazione. La disintossicazione delle banche, che è stata ottenuta anche riducendo al minimo i sostegni pubblici, comporta obbligatoriamente transazioni che rappresentano ricartolarizzazioni. Bisogna tener conto poi anche delle analisi svolte dal Cesr sulla necessità di modelli più rigidi, ma non su un divieto per le transazioni e per la circolazione di asset liquidi.

CONCLUSIONI SULLA VIGILANZA

Molte sono state le cause che hanno portato alla crisi del 2007/2009, simile a quella del '29, ma con una componente finanziaria più forte.

Quindi, tanti sono stati i fallimenti alla base della crisi. Innanzitutto, vi sono stati errori di politica macroeconomica collegati alla politica monetaria volatile e senza regole degli USA. Le principali cause possono essere identificate nella creazione di credito con scarsa attenzione alla bolla immobiliare, nell'emissione eccessiva di liquidità e alle modalità di finanziamento dei mercati *subprime*. Sono nati, inoltre, insostenibili squilibri globali nelle relazioni fra flussi di investimento e di risparmio e nei mercati finanziari dei beni. La nascita di forti disallineamenti nei tassi di cambio reali e di prolungati sbilanci esterni sono stati trascurati dall'architettura finanziaria mondiale.

Altro fattore grave è stato il fallimento all'interno dei mercati e delle istituzioni finanziarie. Le conseguenze collegate al trasferimento nel modello tradizionale "*Buy and hold*" al modello "*Originate to transfer*" sono state evidenziate. Gravi mancanze sono state dimostrate dai modelli di governo, specialmente nella scarsa attenzione ai *checks and balances* fra i prenditori e i controllori del rischio e nei metodi di incentivazione/remunerazione. Coloro che dovevano gestire il rischio hanno commesso errori gravi nei processi di valutazione di prodotti finanziari innovativi che si basano su strumenti derivati complessi. Non è stata adeguatamente segnalata l'interdipendenza fra rischio di liquidità, credito e di modello. Una delle peculiarità cruciali della crisi è stato il fallimento

delle agenzie di rating, specialmente nella valutazione del rischio di titoli strutturati. È emersa, oltre ad errori analitici, anche un'insoddisfacente rapporto mandatario/mandante e un'incontrollata situazione di conflitto di interessi.

Alla fine, l'interesse è stato posto sul fallimento della vigilanza, della regolazione, dei principi contabili e della gestione della crisi. Sono venute alla luce le pesanti mancanze dei nuovi standard contabili e di quelli di capitale. È emersa un'insufficienza della vigilanza multilaterale; un'inadeguatezza delle strutture per gestire, prevenire e risolvere la crisi. È risultata mancante la valutazione delle diversità fra vigilanza micro e macro prudenziale, con un'attenzione eccessiva sulla vigilanza micro di ciascuna banca e uno scarso interesse verso i rischi macro sistemici di shock correlati, contagiosi e orizzontali.

Infine bisogna tener presente che per superare le crisi è sufficiente ridefinire il sistema culturale e riadattare il sistema economico di riferimento, nel quale adeguati modelli di governo societario, una buona regolamentazione, un'idonea vigilanza sono richiesti per avere un sistema finanziario e un'economia globale aperta, innovativa e integrata. La questione non è avere eccessive regole in modo così da soffocare l'innovazione, bensì migliorare rapidamente le regole esistenti, la supervisione e la vigilanza a livello globale ed europeo. Un progetto per un'azione concreta e veloce è rappresentato dal *Rapporto de Larosière*. Si parla di saper cogliere le grandi potenzialità offerte dal mercato, però di essere consci del fatto che i mercati hanno bisogno di una buona vigilanza, di buone regole e di un buon governo societario per poter adempiere alla propria funzione correttamente, andando al di là così del mito culturale della "Nuova era economica", stabilitasi dopo la caduta del muro di Berlino.

Tale "Nuova era economica" s'era affermata grazie agli avanzamenti nell'analisi economica e grazie agli enormi progressi nelle tecniche quantitative (statistiche, probabilistiche, matematiche, finanziarie), che avevano portato negli ultimi vent'anni alla crescita a livello globale, alla globalizzazione e all'affermazione di logiche di mercato pure nelle economie di "comando".

Le scienze esatte sarebbero state superate dall'economia. Durante la Nuova era economica la prevedibilità di azioni, di reazioni e di retroazioni degli agenti

economici avveniva con un alto grado di fiducia. Tendenze destabilizzanti erano endogenamente corrette dalle azioni e dalle aspettative dei mercati e degli agenti, che intendevano riportare verso il processo di crescita sostenibile e sostenuta dell'economia globale.

Secondo questa credenza si avrebbe avuto l'efficienza e l'auto stabilità dei mercati e dei prezzi.

In questa fase si rivelavano inutili le tradizionali politiche di domanda "keynesiane". Il modello di riferimento è rappresentato da regole semplici di equilibrio dei bilanci pubblici e di crescita monetaria. La politica economica doveva puntare a riforme strutturali e agire sull'offerta per agevolare l'andamento dei meccanismi di mercato.

La Nuova economia ha inizio nel 1989 con la caduta del muro di Berlino e finisce nel 2007 con la crisi economica. Essa viene influenzata da quattro filoni:

1. L'approccio delle aspettative razionali (1961, Muth);
2. La nuova macroeconomia classica (1976, Lucas);
3. L'ipotesi dei mercati finanziari efficienti (1970, 1979, Fama);
4. I modelli di valutazione del rischio, delle opzioni, degli asset finanziari basandosi sui modelli opzionali stocastici, che si accostavano a quelli "tradizionali" attuariali, (Black and Scholes, 1973; Merton, 1973).

Essi, però, avevano mal interpretato Keynes nel presentare le loro politiche economiche "keynesiane" della spesa pubblica in disavanzo e della domanda, così tanti responsabili della politica economica ed economisti scordavano le dovute precauzioni da prendere e utilizzavano acriticamente i nuovi modelli. I più ritenevano che i metodi quantitativi, complessi e sofisticati, che si basavano su mercati efficienti, aspettative razionali e *random walk* (passeggiate casuali), illustrassero perché i prezzi comunque venissero espressi dai mercati sostanzialmente corretti, con abilità endogena di sistemare tendenze devianti, facendo venire meno fenomeni di fondamentale instabilità.

Secondo questo punto di vista, l'economia è costantemente disturbata da shock. Tuttavia occupazione, produzione, prezzi degli asset vengono riportati dai mercati in equilibrio e verso i loro valori naturali. Le rigidità presenti all'interno del sistema economico, specialmente quelle collegate ai meccanismi

di formazione dei prezzi e dei salari, comportano lentezza del ritorno all'equilibrio.

Il rallentamento del ritorno all'equilibrio è proprio provocato dall'unione di rigidità strutturali e di aspettative razionali: le aspettative efficienti, flessibili, razionali, contengono rigidità strutturali, che sono una peculiarità intrinseca del sistema economico. Inoltre, aspettative sia sugli interventi futuri di politica economica, sia su quelli correnti, sono formulate dagli agenti economici.

In base a tale modello, i fronti sui quali le autorità si devono muovere sono due. Innanzitutto, bisogna eliminare le rigidità strutturali tramite un programma di interventi di politica dell'offerta. Ciò permette ai mercati di ritornare all'equilibrio più velocemente, non solamente per i risultati diretti delle politiche intraprese sui meccanismi di mercato, ma pure per le attese degli operatori sulle azioni future. Poi bisogna stabilire un programma e delle regole sulle politiche monetarie, del cambio, fiscali che prevedano le azioni di politica in ogni possibile circostanza.

Le attese efficienti e razionali degli agenti vanno ad intaccare l'efficacia e la prevedibilità di politiche keynesiane discrezionali, che si basano sui modelli econometrici tradizionali dell'economia. Secondo questi modelli, non si possono definire stabili le "equazioni strutturali", dalle quali veniva dedotta la valutazione quantitativa degli effetti delle politiche fiscali e monetarie e di controllo dei prezzi e della domanda. Secondo la critica di Lucas i parametri delle equazioni sono condizionali paragonati al sistema di politica economica in vigore e all'assetto istituzionale, che hanno influenza sui comportamenti e sulle aspettative degli operatori economici. Al variare dei regimi e degli assetti, mutano anche le reazioni degli agenti e i processi di formazione delle aspettative; variano i parametri "strutturali" stimati sulla base delle politiche e delle esperienze passate, andando ad influenzare l'efficacia e l'attendibilità delle politiche economiche discrezionali.

Di conseguenza, è emerso il concetto che "*the market is always right*".

Innanzitutto, la prevedibilità dello sviluppo macro-economico e il non bisogno di politiche di controllo della domanda.

Poi l'efficienza allocativa, informativa, distributiva degli equilibri di mercato, che coincidevano a criteri di ottimo paretiano.

In terzo luogo, con rinvio specifico alla finanza e alla moneta, l'orientamento alla deregolamentazione e la prudenza nell'apportare vincoli all'interno del sistema finanziario, che avrebbe potuto avere effetti negativi sull'innovazione, valutata come positiva, anche se dipendente dall'andamento arbitrario delle norme.

Da quanto emerge da questo contesto "culturale" si può dedurre che si ha l'obsolescenza del ciclo, poiché gli operatori razionali e il mercato proibiscono deviazioni fondamentali dall'equilibrio reale. Se il prezzo viene considerato sempre corretto, la speculazione passa in secondo grado d'importanza e non va ad intaccare l'abilità di autocorrezione del mercato stesso.

Il modo migliore per andare oltre la crisi finanziaria del 2007/2009 consiste nel andare a rivedere le implicazioni e le tesi della "Nuova economia".

La crisi ci ha insegnato che non bisogna fidarsi ciecamente della capacità di autocorrezione e di autoregolazione dei mercati.

Bisogna, quindi, riproporre l'importanza dei "fallimenti di mercato", collegati al funzionamento delle attuali economie integrate ed aperte. Ciò non indica negare il modello dell'economia di mercato, bensì sostenere il bisogno di riconoscere che politiche economiche sostenibili, di offerta e di domanda, sono indispensabili per evitare le pesanti "bolle" destabilizzanti e le gravi patologie del mercato.

Con "bolla speculativa" si intende una circostanza in cui il prezzo corrente (di mercato) di un'attività finanziaria o reale sia molto diverso rispetto al "valore corretto" o "valore fondamentale" (*fair value*).

Il valore fondamentale è ottenuto dalla somma del reddito futuro dell'attività stessa e scontando la somma al suo valore attuale: il valore qui presente è un valore derivato, capitalizzato, dei futuri rendimenti. Questi ultimi sono rendimenti attesi stocastici.

Nel caso si abbia una bolla speculativa, si parla di *market failure*, ossia di inefficienza nei processi valutativi del mercato e quindi in quelli distributivi e allocativi.

Nel passato vi sono stati molti esempi di bolle speculative: quelle dei tulipani olandesi (1636-1637), quelle del Mare del Sud/Inghilterra e del

Mississippi/Francia (1720), che erano dovute da problemi di finanziamento dei debiti dei due governi dopo la Guerra di successione di Spagna (1702-1713).

Fenomeni reali possono portare ad instabilità finanziaria, cioè può avere effetti sull'equilibrio reale.

Le bolle sollevano tre problemi:

1. L'efficienza dei mercati e la razionalità degli agenti economici vengono messe in discussione;
2. Il manifestarsi di fallimenti di mercato porta ad esprimere il bisogno di buone politiche e di buone regole, volte a promuovere il corretto e sano funzionamento del mercato e ad eliminare l'instabilità;
3. Nel terzo punto vengono riviste le assunzioni semplificatrici che sono richieste dai modelli di valutazione degli asset. Nei modelli di equilibrio dei mercati finanziari è stata fatta la semplificazione che gli operatori in media fossero antiveggenti. I limiti di tale teoria sono stati dimostrati già da Hicks (1977). In seguito, l'analisi di arbitraggi/ analisi dei *contigent claims* sono stati la base dei processi valutativi. Seguendo questo metodo, bisogna replicare i *pay-off* dei titoli esistenti o nuovi tramite un portafoglio di altri titoli. Nei modelli stocastici le possibilità di replicazione sono molto forti in tempo continuo, che purtroppo comportano limiti molto restrittivi in termini di normalità delle distribuzioni probabilistiche di riferimento e di efficienza, e inoltre comportamenti razionali nei momenti di revisione e di formazione delle aspettative.

Durante la crisi in molti si erano illusi che la scienza economica fosse divenuta una scienza esatta, al pari delle scienze naturali.

Il punto di partenza di tale illusione dipende dal fatto che si pensava di poter fare affidamento ciecamente sulle metodologie quantitative e sulla loro applicazione ai comportamenti economici, che consentivano di creare con elevato livello di fiducia e di individuare sulla base di teorie deduttive leggi di comportamento simili a quelle fra oggetti inanimati, governate da leggi immutabili e determinate.

Secondo tale visione il mercato diventava autoreferenziale, perché era capace di offrire sempre il prezzo giusto e dunque di autoregolarsi e di autocorreggersi.

Sostegni finanziari pubblici alle banche e alle imprese in difficoltà: giugno 2007/giugno 2009

(Source: Fad-Mcm database; Imf staff estimates based on announcement by official agencies)

	Capital Injection	Purchase of assets and Lending by Treasury	Guarantee	Liquidity Provision and other Support by Central Bank	Upfront Government Financing
Advanced North America					
Canada	0	10,9	13,5	1,5	10,9
United States	5,2	1,3	10,9	8,4	6,7
Advanced Europe					
Austria	5,3	0	30,1	-	8,9
Belgium	4,8	0	26,4	-	4,8
France	1,4	1,3	16,4	-	1,6
Germany	3,8	0,4	18	-	3,7
Greece	2,1	3,3	6,2	-	5,4
Ireland	5,9	0	198,1	-	5,9
Italy	0,7	0	0	-	0,7
Netherlands	3,4	10,3	33,6	-	13,6
Norway	2	15,8	0	14,7	15,8
Portugal	2,4	0	12	-	2,4
Spain	0	3,9	18,3	-	3,9
Sweden	2,1	4,8	47,5	13,6	5,2
Switzerland	1,1	0	0	25,5	1,1
United Kingdom	3,9	13,8	49,7	14,4	20
European Central Bank-	-	-	-	6,4	-
Advanced Asia and Pacific					
Australia	0	0,7	8,8	-	0,7
Japan	2,4	21,2	7,3	2,9	0,8
Korea	2,3	5,5	14,5	4,5	0,8
Emerging Economies					
Argentina	0	0,9	0	4,2	0,9

Brazil	0	0,8	0	12,5	0
China	0	0	0	21,3	0
India	0,4	0	0	9,2	0,4
Indonesia	0	0	0,1	1,3	0,1
Hungary	1,1	2,4	1,1	15,7	3,5
Poland	0	0	3,2	5,5	0
Russia	1,2	1,2	0,5	14,3	2,3
Saudi Arabia	0	1,2	N/A	33,1	1,2
Turkey	0	0,3	0	3,1	0
Average					
G-20	2,2	3,5	8,8	9,3	3,6
Advanced Economies	3,4	5,3	14	6,9	5,5
In billions of \$	1149	1937	4646	2514	1849
Emerging Economies	0,2	0,3	0,1	13,6	0,4
In billions of \$	22	38	7	1605	47

Non si vuole cambiare l'economia di mercato, ma bisogna ammettere che i mercati finanziari e monetari possono essere molto sensibili e divenire instabili. Secondo le stime del Fmi, le perdite finanziarie fra il 2007 e il 2010 superavano i 4 trilioni di euro e gli interventi pubblici ammontano a 10 trilioni di dollari; questi numeri si possono paragonare ai circa 2 trilioni di dollari di privatizzazioni che sono state attuate nel mondo nei precedenti 25 anni. L'efficienza e la razionalità non possono essere considerati sempre elementi che caratterizzano costantemente l'economia.

Quindi, affinché i mercati funzionino correttamente, bisogna che vi siano buone regole, sane politiche economiche, efficace supervisione microprudenziale e macroeconomica. È necessario che uno standard legale internazionale riconosciuto deve ancorare tutti i mercati globali.

Secondo i dati disponibili al terzo trimestre 2009 si pensava che l'economia mondiale stesse uscendo dalla recessione con un rialzo rispetto ai minimi registrati tra la fine del 2008 e gli inizi del 2009. Nei grafici seguenti sono illustrati i tassi di crescita del PIL. Purtroppo, però, rimangono ragioni di timore sulla sostenibilità, anche perché bisogna considerare la *exit strategy* delle politiche economiche sia per quanto riguarda il riassorbimento degli eccessi di

liquidità generati dalle banche, sia per quanto riguarda il riequilibrio della finanza pubblica. Esistono anche squilibri nel sistema finanziario internazionale. Nuove linee guida sono state create dal Rapporto Larosière per una veloce riforma della vigilanza finanziaria in Europa e anche nuovi suggerimenti affinché intermediari e mercati vengano regolati in modo migliore e non per avere più regole. Nel *Rapporto* vi sono anche indicazioni per una riforma sul sistema finanziario internazionale, per quanto riguarda il coordinamento delle politiche di cambio e per quanto riguarda l'assorbimento esterno ed interno.

Il sistema proposto può essere migliorato senza cambiamenti dei Trattati, che comporterebbero risultati incerti e tempi lunghi. Le riforme sono in linea con le prospettive del miglioramento della costruzione europea dopo i risultati del referendum in Irlanda.

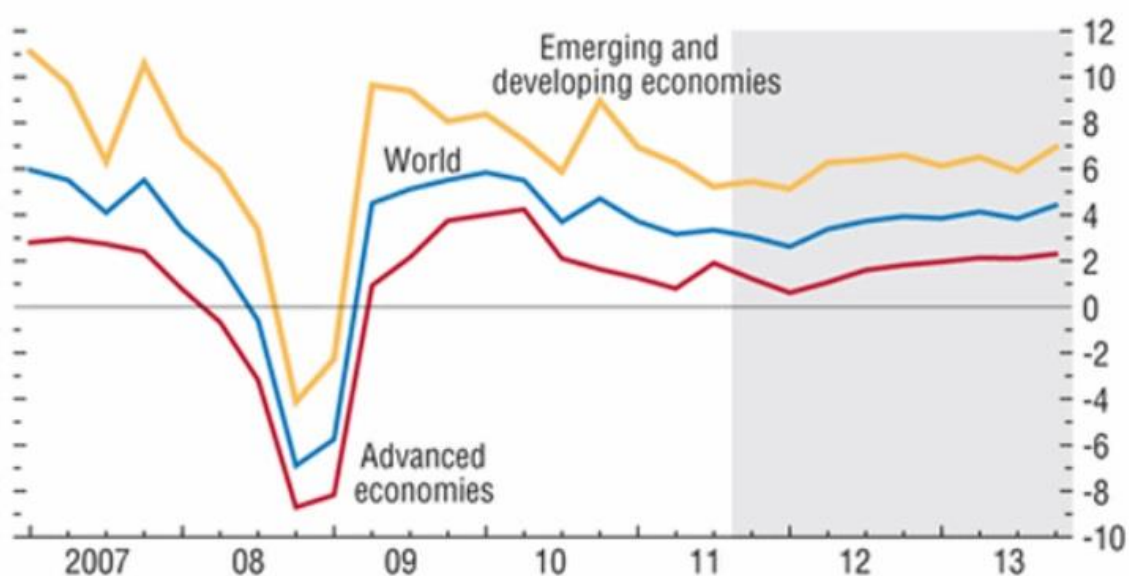
La condivisione dell'approccio sembra esser stato condiviso dalla Commissione, dal Parlamento e dal Consiglio. È indispensabile la velocità dell'azione per fare in modo che le gli interessi nazionali e le forze di conservazione non abbiano la meglio. L'azione espansiva di alcuni paesi, anche extra-ue, rischia di far abbandonare l'opportunità di interventi decisivi e dunque di far rinascere fra poco le questioni che hanno portato alla crisi.

Cambiamenti più forti delle istituzioni e degli assetti istituzionali saranno necessari. Le azioni proposte sono in linea con un processo di sviluppo di più grande respiro.

Nel primo grafico, proveniente da un report dell'Imf, si distinguono paesi emergenti e in via di sviluppo, paesi avanzati e poi mondo. Nel secondo viene rappresentata la crescita del PIL nei paesi del G7.

Global GDP Growth

(Percent; quarter over quarter, annualized)



Source: IMF staff estimates.

Crescita del PIL nei paesi del G7

Gdp growth in the G7 economies¹

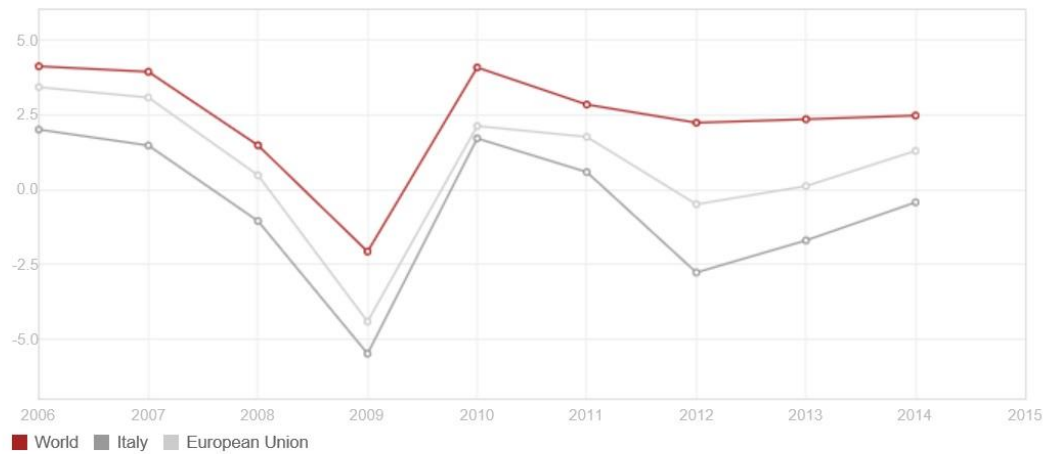
	Annualized quarter on quarter growth								Year-average growth in 2009	
	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	IMES projection ²	Implied projection ³
United States	0.7	1.5	-2.7	-5.4	-6.4	-1.0	1.6 (+1.9)	2.4 (+2.4)	-2.8	2.8
Japan	3.9	-6.3	-5.9	-11.1	-11.7	3.7	1.1 (+2.9)	-0.9 (-2.8)	-6.8	5.6
Euro Area	3.1	1.5	-1.1	-7.1	-9.2	-0.5	0.7 (+1.7)	2 (+1.6)	-4.8	3.9
Germany	6.5	2.2	1.7	-9.4	-15.4	1.3	4.2 (+2.2)	1.8 (+2.5)	-6.1	4.8
France	1.8	-1.9	-0.9	-5.5	-5.3	1.4	1.6 (+1.3)	1.9 (+1.7)	-3.0	3.1
Italy	2.0	2.2	3.1	-8.3	-10.3	-1.9	1.1 (+1.7)	0.4 (+1.2)	-5.5	5.2
UK	3.2	-0.2	2.9	-7.0	-8.3	-2.6	-1 (+1.2)	0 (+1.7)	-4.3	-4.7
Canada	-0.7	0.3	0.6	3.7	-4.1	-1.4	-2 (+1.6)	0.4 (+2.1)	-2.6	-2.5
G7	1.4	-0.5	-2.5	-7.3	-8.4	-0.1	1.2 (+1.8)	1.4 (+2.1)	-4.1	-3.7

Fonte: Oecd.

In questi altri tre grafici più recenti viene rappresentata la situazione di crescita del PIL sia a livello Europeo, sia a livello mondiale, sia per quanto riguarda il caso italiano, nel quale si può notare che nel 2014 il PIL ammontava a -0,4%.

L'Italia non presenta un'ottima situazione, anche se è previsto per il 2016 un +1,1%.

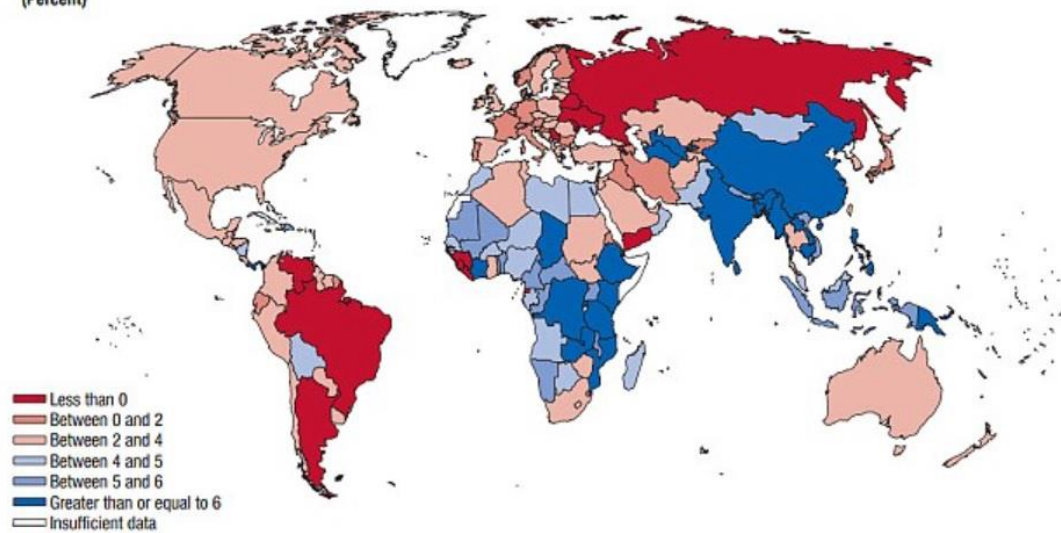
GDP GROWTH IN EUROPE, ITALY AND IN THE WORLD



Source: The World Bank

2015 GDP Growth Forecasts and the Effects of an Oil Supply Shock

1. 2015 GDP Growth Forecasts (Percent)



Source: Imf

European Economies: Real GDP, Consumer Prices, Current Account Balance, and Unemployment
(Annual percent change, unless noted otherwise)

	Real GDP			Consumer Prices ¹			Current Account Balance ²			Unemployment ³		
	2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
Europe	1.5	1.9	2.1	1.1	0.5	1.6	1.8	2.2	1.9	...	...	...
Advanced Europe	1.3	1.7	1.8	0.6	0.1	1.1	2.2	2.6	2.4	10.2	9.7	9.3
Euro Area ^{4,5}	0.9	1.5	1.6	0.4	0.1	1.0	2.3	3.3	3.1	11.6	11.1	10.6
Germany	1.6	1.6	1.7	0.8	0.2	1.3	7.5	8.4	7.9	5.0	4.9	4.8
France	0.4	1.2	1.5	0.6	0.1	0.8	-1.1	-0.1	-0.3	10.2	10.1	9.9
Italy	-0.4	0.5	1.1	0.2	0.0	0.8	1.8	2.6	2.5	12.8	12.6	12.3
Spain	1.4	2.5	2.0	-0.2	-0.7	0.7	0.1	0.3	0.4	24.5	22.6	21.1
Netherlands	0.9	1.6	1.6	0.3	-0.1	0.9	10.3	10.4	10.1	7.4	7.2	7.0
Belgium	1.0	1.3	1.5	0.5	0.1	0.9	1.6	2.3	2.4	8.5	8.4	8.2
Austria	0.3	0.9	1.6	1.5	1.1	1.5	1.8	1.9	1.8	5.0	5.1	5.0
Greece	0.8	2.5	3.7	-1.4	-0.3	0.3	0.9	1.4	1.1	26.5	24.8	22.1
Portugal	0.9	1.6	1.5	-0.2	0.6	1.3	0.6	1.4	1.0	13.9	13.1	12.6
Ireland	4.8	3.9	3.3	0.3	0.2	1.5	6.2	4.9	4.8	11.3	9.8	8.8
Finland	-0.1	0.8	1.4	1.2	0.6	1.6	-0.6	-0.3	-0.3	8.6	8.7	8.5
Slovak Republic	2.4	2.9	3.3	-0.1	0.0	1.4	0.2	0.4	0.4	13.2	12.4	11.7
Lithuania	2.9	2.8	3.2	0.2	-0.3	2.0	-0.4	0.2	-0.8	10.7	10.6	10.5
Slovenia	2.6	2.1	1.9	0.2	-0.4	0.7	5.8	7.1	6.5	9.8	9.0	8.3
Luxembourg	2.9	2.5	2.3	0.7	0.5	1.6	5.2	4.7	4.6	7.1	6.9	6.7
Latvia	2.4	2.3	3.3	0.7	0.5	1.7	-3.1	-2.2	-3.0	10.8	10.4	10.2
Estonia	2.1	2.5	3.4	0.5	0.4	1.7	-0.1	-0.4	-0.7	7.0	7.0	6.8
Cyprus	-2.3	0.2	1.4	-0.3	-1.0	0.9	-1.9	-1.9	-1.4	16.2	15.9	14.9
Malta	3.5	3.2	2.7	0.8	1.1	1.4	2.7	3.1	3.1	5.9	6.1	6.3
United Kingdom ⁶	2.6	2.7	2.3	1.5	0.1	1.7	-5.5	-4.8	-4.6	6.2	5.4	5.4
Switzerland	2.0	0.8	1.2	0.0	-1.2	-0.4	7.0	5.8	5.5	3.2	3.4	3.6
Sweden	2.1	2.7	2.8	-0.2	0.2	1.1	6.3	6.3	6.3	7.9	7.7	7.6
Norway	2.2	1.0	1.5	2.0	2.3	2.2	8.5	7.6	7.0	3.5	3.8	3.9
Czech Republic	2.0	2.5	2.7	0.4	-0.1	1.3	0.6	1.6	0.9	6.1	6.1	5.7
Denmark	1.0	1.6	2.0	0.6	0.8	1.6	6.3	6.1	5.5	6.5	6.2	5.5
Iceland	1.8	3.5	3.2	2.0	0.9	2.1	4.7	6.1	4.7	5.0	4.0	4.0
San Marino	-1.0	1.0	1.1	1.1	0.4	0.9	...	...	...	8.7	8.4	7.9
Emerging and Developing Europe⁶	2.8	2.9	3.2	3.8	2.7	3.7	-2.9	-2.4	-3.0	...	...	...
Turkey	2.9	3.1	3.6	8.9	6.6	6.5	-5.7	-4.2	-4.8	9.9	11.4	11.6
Poland	3.3	3.5	3.5	0.0	-0.8	1.2	-1.2	-1.8	-2.4	9.0	8.0	7.7
Romania	2.9	2.7	2.9	1.1	1.0	2.4	-0.5	-1.1	-1.5	6.8	6.7	6.7
Hungary	3.6	2.7	2.3	-0.3	0.0	2.3	4.2	4.8	4.1	7.8	7.6	7.4
Bulgaria ⁵	1.7	1.2	1.5	-1.6	-1.0	0.6	0.0	0.2	-0.8	11.5	10.9	10.3
Serbia	-1.8	-0.5	1.5	2.1	2.7	4.0	-6.0	-4.7	-4.7	19.7	20.7	22.0
Croatia	-0.4	0.5	1.0	-0.2	-0.9	0.9	0.7	2.2	2.0	17.1	17.3	16.9

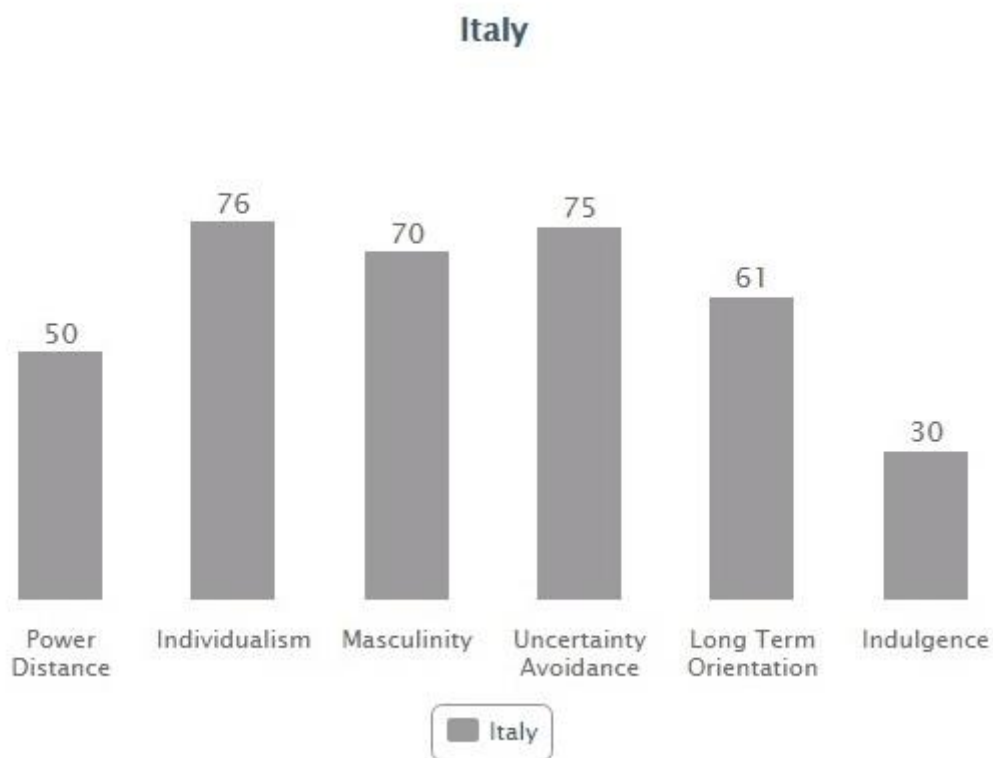
Source: Imf

7) L'analisi di Hofstede

L'ITALIA E GLI USA SECONDO HOFSTEDE

Per capire più a fondo come la cultura di un paese possa avere un ruolo determinante nell'influenzare il comportamento della società, è utile prendere in considerazione l'analisi fatta da Gerard Hendrik Hofstede, un ricercatore olandese nell'ambito dell'economia culturale e del management, che ha mappato i vari paesi in base a determinate caratteristiche, come la differenza di ruoli fra maschi e femmine, tendenza a concentrarsi nel breve o lungo periodo, orientamento al collettivismo o all'individualismo, distanza dal potere, attitudini ad operare in contesti incerti, l'appagamento.

ITALIA



- La Power Distance indica che non tutti gli individui in una società sono uguali, quindi esprime l'atteggiamento della cultura verso queste disuguaglianze. Definisce se i membri meno potenti all'interno di un'istituzione accettano che il potere sia distribuito non in modo

uniforme. Con un punteggio di 50, il Nord Italia tende a preferire l'uguaglianza e un decentramento del potere e del processo decisionale. Controllo e supervisione formale è generalmente detestata tra le giovani generazioni, che dimostrano una preferenza per il lavoro di squadra e di uno stile di gestione aperto. Bisogna tenere a mente che il punteggio più alto nell'individualismo accentua l'avversione delle persone ad essere controllati e venir imposto cosa fare. Nell'Italia del Sud, invece, tale punteggio è molto alto, indice del fatto che le persone accettano vi siano disuguaglianze.

- L'individualismo indica il grado di interdipendenza che esistono fra le persone appartenenti ad una società. È dettata dal fatto che la percezione dell'immagine che le persone hanno di loro stesse sia riconosciuta con l'"io" o col "noi". Nelle società individualiste le persone badano più a loro stesse e alla loro famiglia, mentre nelle società collettiviste le persone si prendono cura delle altre in cambio di fedeltà. Con un punteggio di 76 l'Italia ha una cultura individualista, l'"io" ha un ruolo centrale, soprattutto nelle grandi e ricche città del Nord dove le persone possono sentirsi solo anche nel bel mezzo di un grande e trafficata folla. Nel Sud Italia, invece, si può osservare un comportamento meno individualista: la rete familiare e il gruppo, ai quali si appartiene, sono importanti aspetti sociali e rituali come matrimoni o pranzi domenicali con la famiglia sono occasioni che non si possono perdere. La gente che va dal Sud Italia al Nord dicono che sentono freddo non solo per il diverso clima, ma per l'approccio meno "caldo" nelle relazioni.
- Un punteggio alto nell'indice di mascolinità indica che la società sarà guidata da competizione, realizzazione e successo che sarà definito da parte del vincitore - un sistema di valori che inizia a scuola e continua per tutto il processo educativo futuro. Un punteggio basso, che significa femminilità, indica che i valori dominanti della società sono la cura per gli altri e la qualità della vita. Una società femminile è quella in cui la qualità della vita è il segno del successo e stare in piedi fuori dalla folla non è ammirevole. Con un punteggio di 70 l'Italia è una società maschilista -

altamente orientata al successo. Ai bambini viene insegnato fin dalla tenera età che la concorrenza fa bene e di essere un vincitore è importante nella propria vita. Gli italiani mostrano il loro successo con l'acquisizione di status symbol, come una bella macchina, una grande casa, uno yacht e si reca in paesi esotici. Poiché l'ambiente di lavoro è il luogo in cui ogni italiano può raggiungere il suo successo, la competizione tra colleghi per fare una carriera può essere molto forte.

- L"uncertainty avoidance" indica il modo in cui una società si occupa con il fatto che il futuro non potrà mai essere conosciuto: è meglio controllare il futuro o semplicemente lasciare che accada? Questa ambiguità porta con sé l'ansia e le diverse culture hanno imparato a trattare con questa ansia in modi diversi. La misura in cui i membri di una cultura si sentono minacciati da situazioni ambigue o sconosciute e in cui hanno creato le credenze e le istituzioni che cercano di evitare tale incertezza determina tale punteggio. Con una misura di 75 l'Italia ha un punteggio alto sull'intolleranza all'incertezza il che significa che come nazione gli italiani non sono propensi a situazioni ambigue. La formalità nella società italiana è importante e il diritto penale italiano e il codice civile sono complicati con clausole, norme, ecc. Quello che sorprende per lo straniero è l'apparente contraddizione tra tutte le norme e le procedure esistenti e il fatto che gli italiani non sempre sono d'accordo fra loro. Ma in un paese con molta burocrazia si impara molto presto cos'è importante e ciò che non lo è per sopravvivere alla burocrazia. In termini lavorativi un'elevata incertezza si riflette nella necessità di pianificare dettagliatamente il lavoro.

In Italia la combinazione di alta mascolinità e di alta intolleranza all'incertezza rende la vita molto difficile e stressante. Per rilasciare un po' la tensione che si crea durante il giorno gli italiani devono avere momenti belli e rilassanti nella loro vita quotidiana, godendo di un pasto lungo o frequenti coffee break. A causa del loro punteggio così alto in questa dimensione gli italiani sono persone molto appassionate: le emozioni sono talmente forti che gli individui non possono tenerli dentro

e li devono esprimere agli altri, soprattutto con l'uso del linguaggio del corpo.

- L'orientamento al lungo termine descrive come ogni società deve mantenere alcuni collegamenti con il proprio passato avendo a che fare con le sfide del presente e del futuro, e le società danno priorità a questi due obiettivi esistenziali in modo diverso. Le società "normative", che hanno un punteggio basso in questa dimensione, per esempio, preferiscono mantenere le tradizioni e le norme consolidate nel tempo e vedono il cambiamento della società con sospetto. Coloro, invece, che hanno punteggi più alti, d'altra parte, hanno un approccio più pragmatico: incoraggiano il risparmio e vedono l'educazione moderna come un modo per prepararsi per il futuro. L'Italia ha un punteggio alto, 61, in questa dimensione, quindi dimostra che la cultura italiana è pragmatica. Nelle società con un orientamento pragmatico, la gente crede che la verità dipenda molto dalla situazione, dal contesto e dal tempo. Essi mostrano una capacità ad adattare facilmente le tradizioni alle mutate condizioni, una forte propensione al risparmio e all'investimento, e la perseveranza nel raggiungimento dei risultati.
- L'indulgenza confronta l'umanità ed è dettata dal modo in cui i bambini piccoli sono socializzati. Senza socializzazione non diventiamo "umani". Questa dimensione è definita come la misura in cui le persone cercano di controllare i propri desideri e impulsi, che si basa sul modo in cui sono state cresciute. Un controllo relativamente debole si chiama "Indulgenza" e un controllo relativamente forte si chiama "controllati". Le culture possono, quindi, essere descritte come indulgenti o controllati. Un basso punteggio pari a 30 indica che la cultura italiana è controllata. Le società, quindi, con un punteggio basso in questa dimensione hanno la tendenza al cinismo e al pessimismo. Inoltre, a differenza delle società indulgenti, le società controllate non danno importanza al tempo libero e controllano la gratificazione dei loro desideri. Le persone con questo orientamento hanno la percezione che le loro azioni siano controllate da norme sociali e ritengono che controllare se stessi sia in qualche modo sbagliato.

USA



Come si può notare dal grafico, gli Stati Uniti hanno i seguenti punteggi:

- un alto punteggio per l'individualismo (91), ma un basso punteggio per la "power distance" (40). Ciò si riflette nella parità di diritti in tutti gli aspetti della società americana e del governo. Nelle organizzazioni americane viene stabilita la gerarchia per convenienza, i superiori sono accessibili e i manager si basano su singoli dipendenti e team per competenza. Entrambi i manager e dipendenti si aspettano di essere consultati e le informazioni vengono condivise spesso. Allo stesso tempo, la comunicazione è informale, diretta e partecipativa. La società è incentrata sul fatto che le persone si prendono cura solo di loro stesse e delle loro famiglie e non fanno tanto affidamento sulle autorità per il supporto. Negli Stati Uniti esiste anche un alto grado di mobilità geografica. Gli americani sono abituati a fare affari o ad interagire con le persone che non conoscono bene. Di conseguenza, non sono timidi nell'avvicinarsi alle loro potenziali controparti al fine di ottenere o cercare informazioni. Nel mondo degli affari, i dipendenti sono tenuti a essere

autosufficienti e a prendere iniziativa. Inoltre, all'interno del mondo basato sullo scambio di lavoro vediamo che l'assunzione, la promozione e le decisioni sono basate sul merito o in base a ciò che si è fatto o che si può fare.

- Il punteggio degli Stati Uniti sulla mascolinità è elevato (62) e ciò si riflette nei modelli comportamentali tipici americani. Alto individualismo e mascolinità si notano anche nel comportamento a scuola, nel lavoro, nel gioco e si basano sui valori che condivide la gente, ossia "lottare per essere il migliore" e che "il vincitore prende tutto". Di conseguenza, gli americani tendono a parlare liberamente dei loro "successi" e dei loro risultati nella vita. Avere successo di per sé non è la grande motivazione nella società americana, ma essere in grado di dimostrare il proprio successo. In genere, gli americani "vivono per lavorare" in modo che possano ottenere ricompense monetarie e, di conseguenza, raggiungere uno status più elevato sulla base di quanto bene si possa fare. Molti persone si muoveranno in un quartiere più elegante dopo ogni promozione sostanziale. Si ritiene che un certo grado di conflitto porterà fuori il meglio delle persone, in quanto l'obiettivo è essere "il vincitore". Questa mentalità mina al giorno d'oggi la premessa americana di "libertà e giustizia per tutti." L'aumento della disuguaglianza mette in pericolo la democrazia, perché un divario crescente tra i rami, può spingere lentamente la "Power Distance" su e l'individualismo giù.
- Per quanto riguarda l'"uncertainty avoidance", i punteggi degli Stati Uniti sono sotto la media, con un punteggio minimo di 46. Di conseguenza, esiste un buon grado di accettazione di nuove idee, prodotti innovativi e la volontà di provare qualcosa di nuovo o di diverso, se esso riguarda la tecnologia, le pratiche commerciali o cibo. Gli americani tendono a essere più tolleranti di idee o opinioni da chiunque e consentire la libertà di espressione. Allo stesso tempo, gli americani non richiedono un sacco di regole e sono meno emotivamente espressivi rispetto a culture con un punteggio più alto.

- Per quanto riguarda la dimensione al Lungo Termine, il punteggio degli Stati Uniti è di 26, che rendono gli americani un popolo normativo, basato sulle tradizioni, anche se sono molto pratici. Ciò si riflette nel fatto che gli americani hanno forti idee su ciò che è bene o male e sono inclini ad analizzare le nuove informazioni per verificare se sono vere. Imprese americane misurano le loro prestazioni a breve termine, con conti economici emessi su base trimestrale. Questo spinge anche le persone a lottare per risultati rapidi all'interno del posto di lavoro.
- Nell'indulgenza gli USA ottengono un punteggio di 68.

8) Rapporto Banca d'Italia sull'Italia e l'UE

IL CONTESTO INTERNAZIONALE NEL 2014

SECONDO BANCA D'ITALIA

L'economia globale nel 2014 non ha dato i risultati sperati, perché ha avuto lo stesso andamento dei due anni precedenti. Inoltre, è aumentato il divario tra la crescita debole dell'Europa e del Giappone e quella più forte degli Stati Uniti e del Regno Unito. Fragilità strutturali e l'aumentare di vincoli esterni, in particolare di natura finanziaria, hanno portato ad una diminuzione dello sviluppo economico nei paesi emergenti e in via di sviluppo.

Tutti i paesi avanzati sono stati caratterizzati da una diminuzione dell'inflazione a causa della fragilità della domanda a livello globale e alla diminuzione dei prezzi delle materie prime. La politica monetaria adottata è stata diversa in tre diverse aree: in Europa e in Giappone si ha adottato una politica espansiva, mentre la Riserva Federale ha aumentato i tassi e non ha più acquistato titoli.

Nei mercati finanziari è stata rilevata una volatilità moderata che è aumentata solo in corrispondenza di problemi economici in Grecia e contrasti interni in Ucraina. Il miglioramento della condizione economica statunitense ha provocato un apprezzamento del Dollaro. Nei paesi avanzati s'è rilevato un abbassamento dei tassi di interesse a lungo termine. L'afflusso dei flussi di capitali nei paesi emergenti a metà anno ha comportato disagi in termini valutari e inflazionistici (Turchia, Brasile, Russia). Nonostante la loro situazione economica stesse peggiorando, in questi paesi l'economia hanno adottato politiche monetarie restrittive.

Per quanto riguarda il commercio mondiale, non è aumentato tanto quanto si prevedeva l'anno prima; questo è dovuto principalmente da due motivi: prodotto meno competitivo rispetto al 2008 e una minore attività globale. I cambiamenti strutturali del commercio internazionale potrebbero portare in modo permanente ad una minore reattività del commercio.

Nel 2014 s'è assistito ad un calo del prezzo del petrolio, dovuto ad una maggiore produzione negli USA, ad una minore domanda a livello globale a

causa di un rallentamento della crescita a livello globale, la decisione dell'OPEC di non ridurre la propria offerta di petrolio.

Le bilance dei pagamenti si presentano più in equilibrio rispetto a quelle degli anni passati, però i miglioramenti sono dovuti più ad una diminuzione della domanda da parte dei paesi con un disavanzo maggiore che ad un aumento della spesa nelle economie in avanzo. La differenza fra creditori e debitori s'è ampliata ulteriormente, comportando un problema per l'economia globale.

A livello internazionale sono stati offerti dei sostegni finanziari affinché venga limitato tale problema. Il Fondo monetario internazionale, però, è affetto da problemi di governance dimostrati dal ritardo nell'introduzione della riforma volta a dare più peso ai paesi emergenti, obbligando tali paesi a finanziarsi a livello regionale e accumulando riserve valutarie.

In Europa la ripresa è stata debole, dovuta anche all'aumento minore del previsto dell'economia mondiale. La differenza di crescita nei vari paesi è stata minore, tuttavia permangono ancora forti differenze.

L'inflazione ha subito un calo fino a diventare negativa nel dicembre 2014.

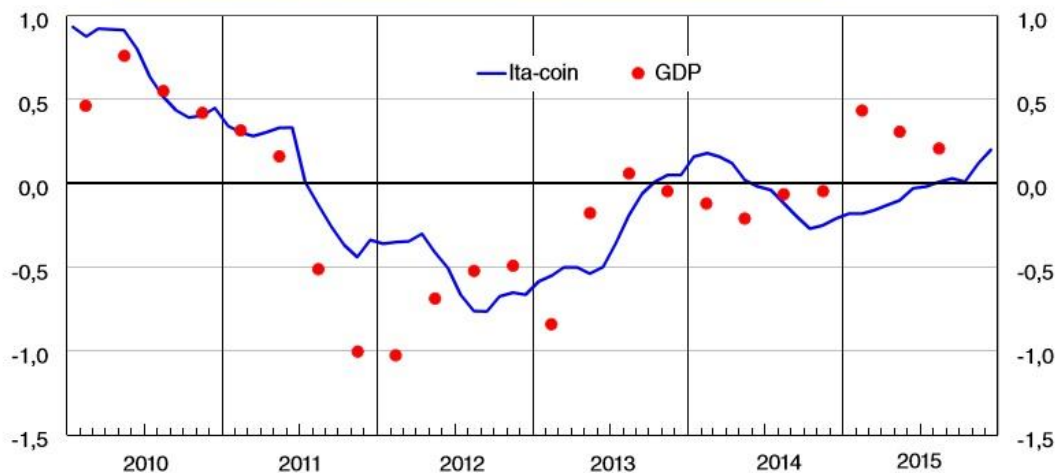
A causa dei livelli bassi raggiunti dall'inflazione, la BCE ha deciso di attuare una politica monetaria espansiva. Nel 2014 ha così diminuito i tassi con rischio di liquidity trap, ha iniziato a comprare titoli privati e per aumentare l'offerta di credito ha adottato operazioni di rifinanziamento a lungo termine. Tuttavia lo stimolo monetario s'è rilevato insufficiente a causa del peggioramento delle prospettive sui prezzi, pertanto la BCE ha deciso di acquistare titoli pubblici. Sono previsti interventi del valore di €60 miliardi al mese fino a settembre 2016 in modo da provocare (si spera!) un aggiustamento dell'inflazione e la stabilità dei prezzi. Questa decisione è dovuta al fatto che la deflazione avrebbe costi elevati e l'andamento della domanda aggregata avrebbe aumentato la deflazione. Si prospetta che abbiano effetti positivi sia sulla crescita, sia sull'inflazione.

9) Analisi del caso italiano

L'ECONOMIA ITALIANA NEL 2014-2015 SECONDO BANCA D'ITALIA

Indicatore ciclico coincidente (Ita-coin) e PIL dell'Italia (1)
(variazioni percentuali)

<http://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indicatori/indicatore-ciclico-coincidente/index.html>



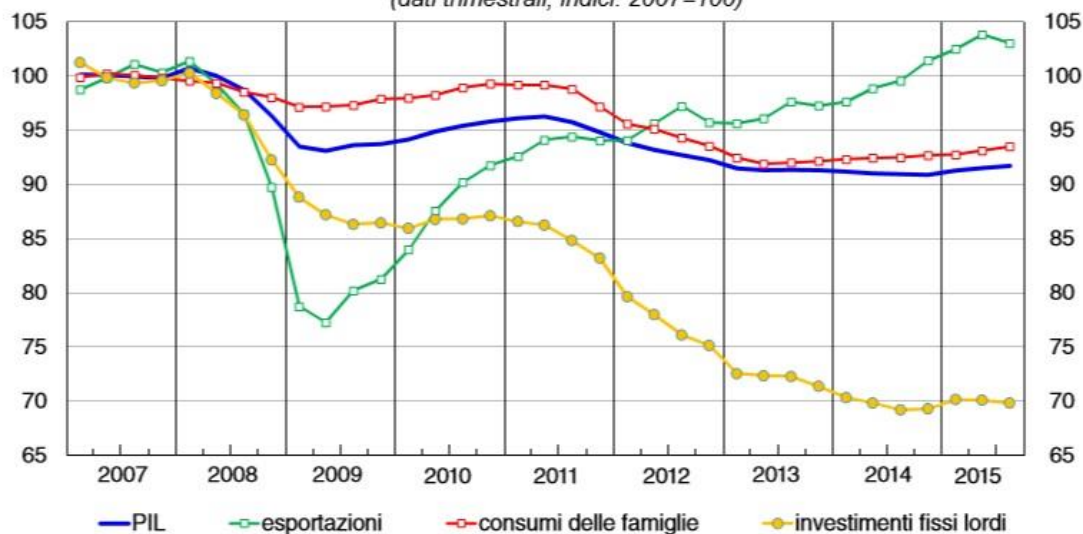
Fonte: Banca d'Italia.

(1) Variazione percentuale sul trimestre precedente. Ita-coin traccia la crescita trimestrale di fondo del PIL dell'Italia.

L'Italia nel 2014 ha subito un arresto nella diminuzione del PIL per poi riprendersi leggermente nel 2015 come si vede in figura. Grazie all'acquisto di titoli vi saranno effetti positivi sulla crescita italiana nel 2016.

PIL e principali componenti della domanda

(dati trimestrali; indici: 2007=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

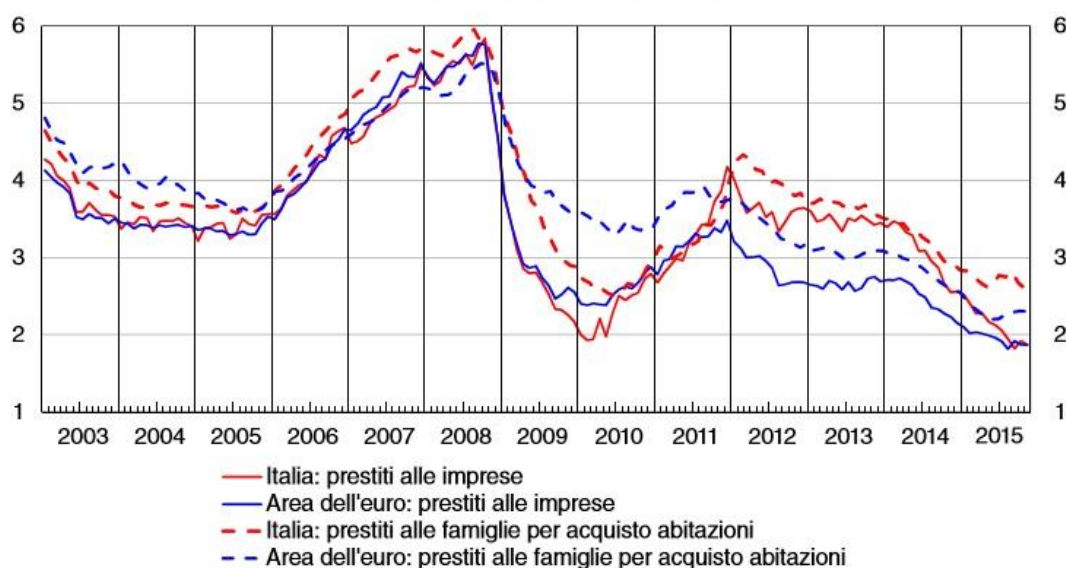
(1) Quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi

Il motivo principale nel 2014 del rallentamento della crescita è dovuto ad una diminuzione degli investimenti, che sono leggermente aumentati nel 2015. I consumi delle famiglie sono debolmente aumentati dal 2013 fino al 2015. Le imprese più innovative e produttive hanno fatto sì che le esportazioni aumentassero godendo dell'aumento della domanda potenziale e dei guadagni di competitività di prezzo. All'interno dell'economia vi sono molte PMI le cui componenti manageriali e organizzative risultano inadeguate e la cui struttura finanziaria fa uso di ridotto capitale di rischio: di conseguenza, l'attività innovativa viene meno e questo ha delle ripercussioni anche sulla crescita che in Italia risulta minore rispetto agli altri paesi avanzati. Il divario fra Centro-Nord e Sud è ancora ampio, in quanto il Sud non è in grado di avere vantaggi sull'aumento della domanda estera. Il contesto economico attuale è favorevole per attuare piani di investimento. Gli investimenti sono calati nel 2014 per poi aumentare nel corso del 2015. Le imprese hanno ridotto l'aumento di capitale a causa dell'incertezza sulla domanda e a causa della forte probabilità di lasciare la capacità produttiva inutilizzata.

Per quanto riguarda le condizioni di offerta del credito, la situazione è migliorata grazie al calo dei tassi di interesse che si può vedere in figura.

Tassi di interesse sui nuovi prestiti (1)

(dati mensili; valori percentuali)



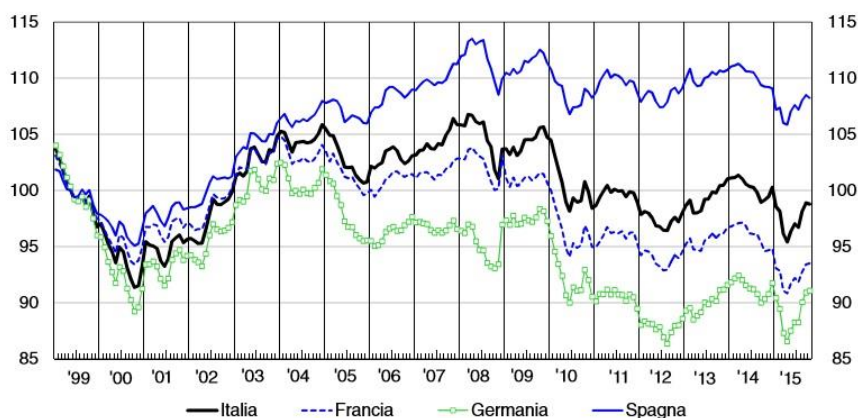
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.

(1) Valori medi. I dati si riferiscono alle sole operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

Le imprese nel contesto italiano presentano un'alta variabilità, che è ancora più marcata a livello internazionale. Le aziende esportatrici, di dimensione medio-grande, più innovative e meno indebitate presentano una situazione migliore.

Indicatori di competitività (1)

(dati mensili; indici: 1999=100)



Fonte: elaborazioni su dati BCE, CEPII, Eurostat, FMI, OCSE, ONU e statistiche nazionali.

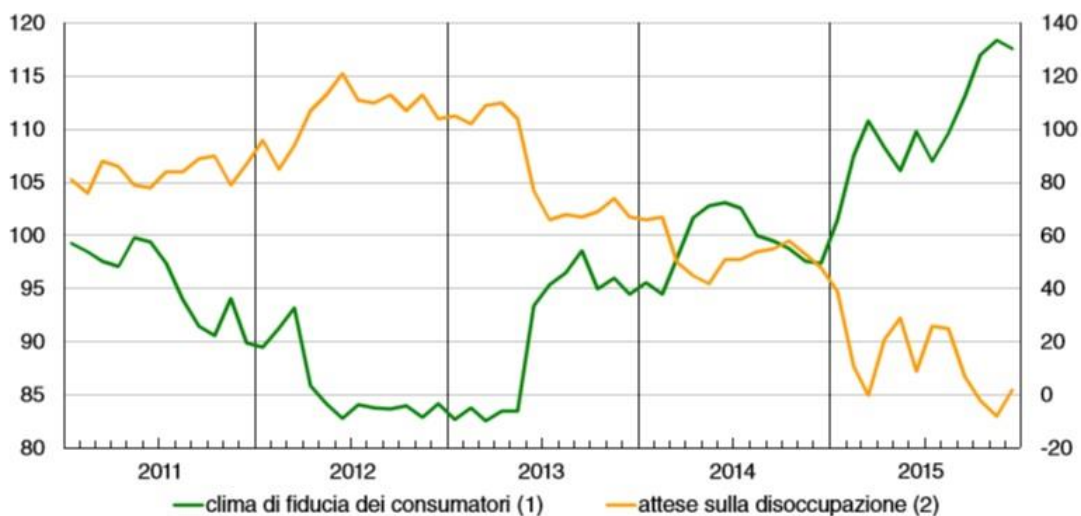
(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività.

La maggior parte delle imprese in Italia sono PMI, con elevati livelli di indebitamento e poca innovazione. Tali caratteristiche possono avere ripercussioni negative sull'abilità di competere e sulle possibilità di finanziamento che risultano ridotte.

La recessione ha comportato cambiamenti all'interno del sistema produttivo, facendo chiudere le aziende meno profittevoli e competitive e riallocando gli input verso quelle più efficienti. L'indebitamento bancario s'è ridotto a causa di una più alta selettività degli intermediari finanziari. Il contesto istituzionale comunque si presenta ancora poco favorevole verso le imprese.

Per la prima volta dopo il 2010, nel 2014 si ha avuto un aumento della spesa per consumi delle famiglie, tuttavia rimane più bassa dell'8% rispetto al trend del 2007. In particolare è cresciuto l'acquisto di beni durevoli, il risparmio è lievemente diminuito e la fiducia delle famiglie ha subito miglioramenti.

Clima di fiducia dei consumatori e attese sulla disoccupazione
(dati destagionalizzati)



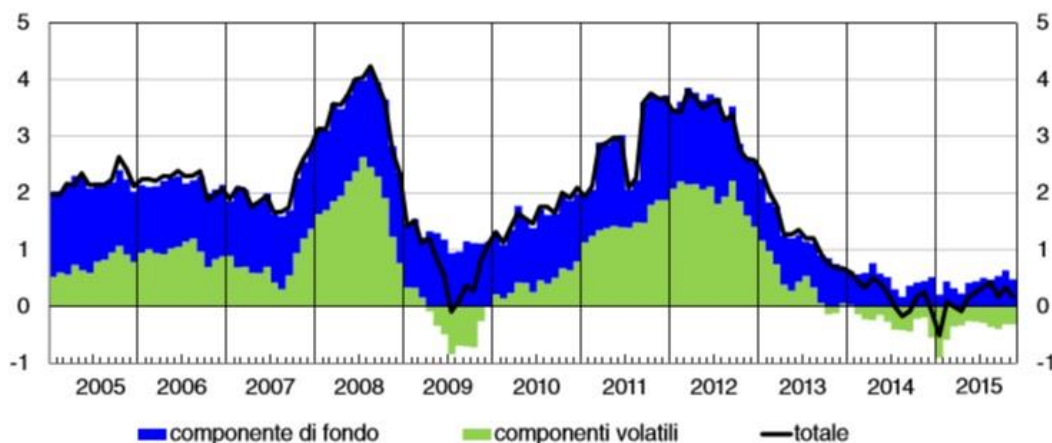
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Indice 2010=100. A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti. – (2) Scala di destra. L'indicatore è ottenuto come media semplice dei saldi ponderati tra le risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") al quesito riguardante la tendenza della disoccupazione.

La diminuzione del potere d'acquisto ha subito un arresto tramite il leggero aumento dell'occupazione, la diminuzione dell'inflazione e il trasferimento dello Stato verso redditi da lavoro dipendente medio-bassi.

Inflazione al consumo in Italia e contributi delle sue componenti (1)

(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e punti percentuali)

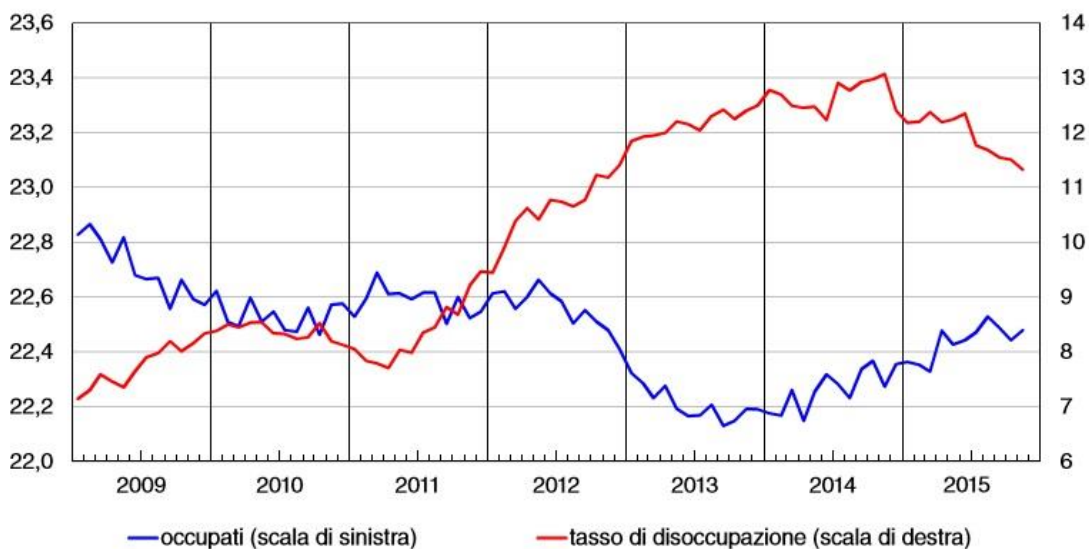


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. La componente di fondo comprende i beni non alimentari e non energetici e i servizi; la componente volatile include i prodotti alimentari e i beni energetici.

Occupati e tasso disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati; milioni di persone e valori percentuali)



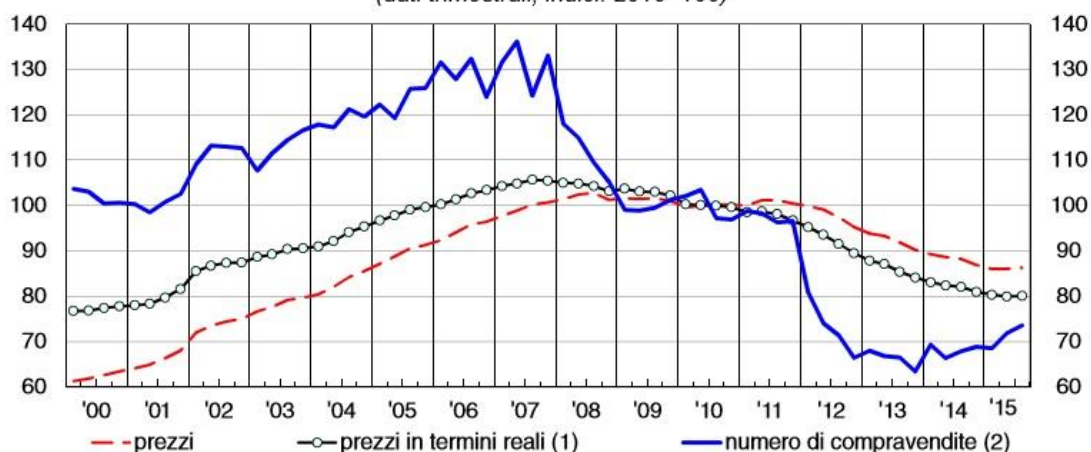
Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro, stime mensili provvisorie.

Grazie alla rivalutazione della attività finanziarie, s'è potuto osservare una stabilizzazione del valore della ricchezza in rapporto al reddito disponibile. Secondo Banca d'Italia il 90% avrebbe speso il bonus fiscale e la quota di famiglie che fa fatica ad arrivare a fine mese ha subito una diminuzione rispetto all'anno precedente. Tuttavia le persone in condizioni di povertà assoluta sono raddoppiate dal 2007, toccando il 10% nel 2013.

Il mercato immobiliare, come si può notare dal grafico, presenta segnali di miglioramento, che hanno avuto come conseguenza l'aumento di nuovi mutui, nonostante comunque le condizioni di insicurezza all'interno di tale mercato.

Compravendite e prezzi delle abitazioni

(dati trimestrali; indici: 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati OMI, Banca d'Italia, Istat e Consulente immobiliare. (1) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. - (2) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario.

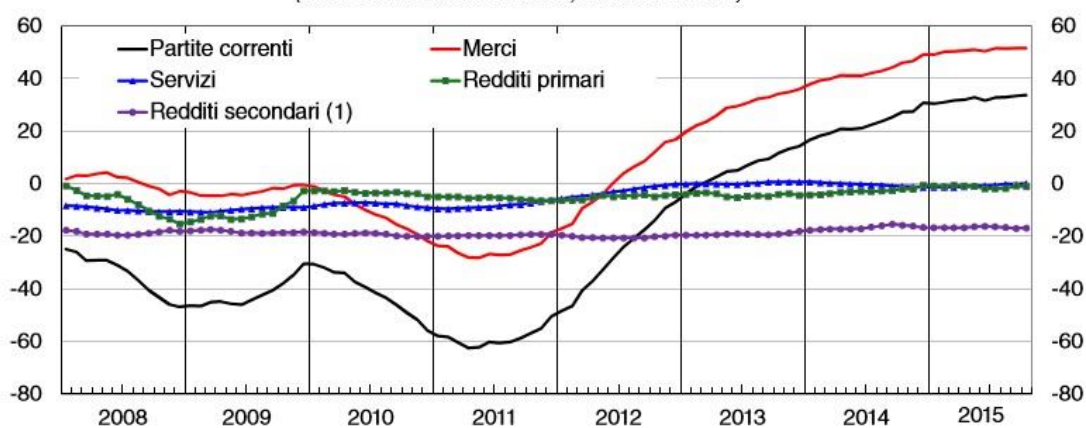
Dal 2014 l'occupazione ha subito un aumento, ma comunque la disoccupazione permane a livelli alti. Tale aumento è stato dovuto alla ripresa dei lavoratori a tempo determinato grazie alla domanda di lavoro delle imprese esportatrici. Il tasso di disoccupazione nel 2014 è stato il massimo storico (quasi fino al 13% come si può vedere dal grafico) per poi diminuire lievemente nel 2015. Tale fenomeno è causa delle condizioni di difficoltà delle famiglie e dell'allungamento della vita lavorativa. Tramite l'approvazione del Jobs Act nel 2014 è stato aumentato il numero di beneficiari degli ammortizzatori sociali ed è stato reso più incerto il licenziamento. Sono aumentate i contratti a tempo indeterminato. I prezzi in tutta l'area euro hanno avuto un ribasso, colpendo anche l'Italia. L'inflazione nel 2014 per un periodo è rimasta negativa verso luglio, ma nel 2015 ha subito un leggero aumento. La diminuzione è stata dovuta alla fragilità

della domanda e al trend dei prezzi alimentari ed energetici. Le aspettative sono diminuite a causa della diminuzione dell'inflazione e sono aumentate lievemente solo dopo l'acquisto di titoli da parte della BCE.

Nel 2014 la competitività dell'Italia è migliorata grazie al deprezzamento dell'Euro, ma nel 2015 ha subito un brusco calo. Nonostante la fragilità della domanda interna, nel 2014 le esportazioni hanno subito un aumento e il saldo corrente della bilancia dei pagamenti è migliorato.

Bilancia dei pagamenti dell'Italia - conto corrente

(saldi cumulati sui 12 mesi; miliardi di euro)



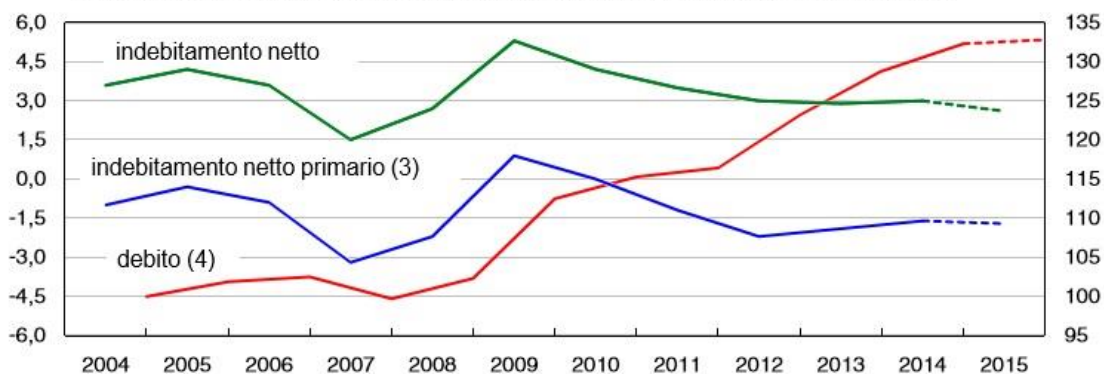
(1) Secondo il VI Manuale della Bilancia dei pagamenti, i Redditi secondari includono la quasi totalità delle voci precedentemente classificate come Trasferimenti correnti.

Il miglioramento del PIL rispetto al minimo del 2010 è dovuto in buona parte a fattori strutturali come l'aumento delle esportazioni di beni. In Italia, però, la presenza di PMI è un impedimento alla maggiore espansione sui mercati esteri. Per quanto riguarda l'afflusso di capitali dall'estero, è stato registrato un aumento: questa è una dimostrazione della fiducia degli investitori nei confronti del nostro paese.

Nonostante il contesto macroeconomico non fosse facile, la politica di bilancio adottata è stata neutrale. Lo stato, tramite l'applicazione di regole europee, ha sostenuto l'economia, ricomponendo il bilancio pubblico. I lavoratori dipendenti con reddito medio basso hanno avuto una riduzione del cuneo fiscale.

Indebitamento netto, indebitamento netto primario e debito delle Amministrazioni pubbliche (1)

(in percentuale del PIL; le linee tratteggiate indicano gli obiettivi del Governo (2))

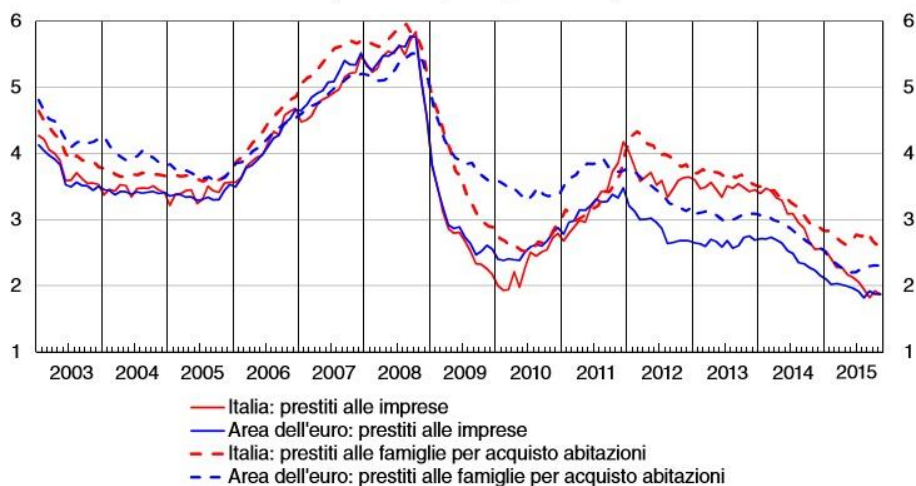


(1) I dati sono conformi al SEC 2010. (2) Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015 (settembre 2015). (3) Saldo complessivo al netto degli interessi. (4) Calcolato secondo i criteri metodologici definiti nel Regolamento CE 2009/479; scala di destra.

Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è rimasto stabile al 3% del PIL, anche se comunque la recessione permanga ancora. Il rapporto debito/PIL ha subito un aumento, un terzo del quale è dovuto al sostegno finanziario verso altri paesi e al pagamento degli interessi sui debiti passati della PA. Durante il 2104 vi è stata una riduzione della spesa di interessi che ha portato ad una situazione migliore del saldo strutturale.

Tassi di interesse sui nuovi prestiti (1)

(dati mensili; valori percentuali)



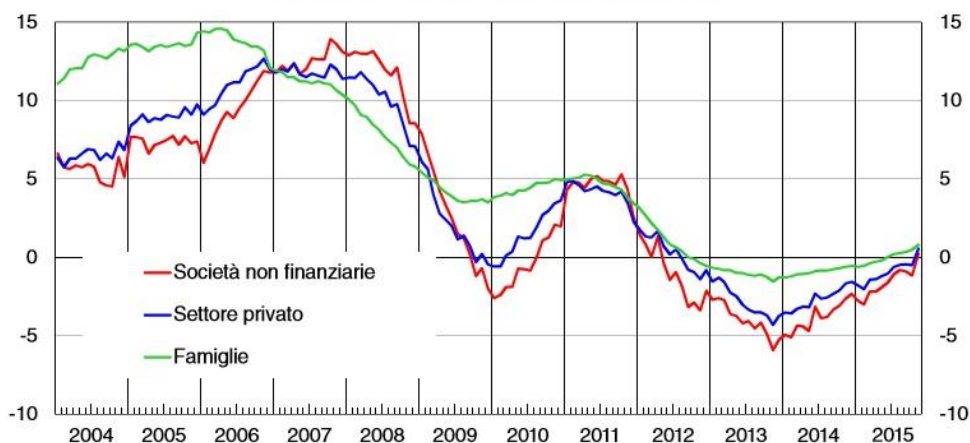
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.

(1) Valori medi. I dati si riferiscono alle sole operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

Le riforme in campo societario per far sì che le imprese si servano come fonte di finanziamento anche dei mercati finanziari hanno caratterizzato il 2014. Poi s'è cercato di diminuire il contenzioso e il tempo delle sentenze in campo di giustizia civile. Con l'obiettivo di combattere la corruzione è stato incrementato il ruolo dell'Autorità nazionale anticorruzione. È stata modificata la legge sulla concorrenza, facendo diminuire il numero di procedimenti irrisolti negli uffici giudiziari e aumentando l'apertura alla concorrenza. Gli effetti di tale legge sono stati attutiti a causa della dilatazione dei tempi nell'applicazione delle norme, a causa della bassa inflazione e della fragilità della fase ciclica. Il funzionamento del diritto fallimentare presenta ancora dei problemi, in particolare per la risoluzione di crisi reversibili e per la liquidazione delle imprese insolventi. La fragilità delle norme giuridiche e del contesto istituzionale ha una grossa influenza sull'attività delle imprese. Il malfunzionamento degli istituti di gestione delle crisi d'impresa, eccessivo grado di regolamentazione di certi mercati, la diffusa corruzione, tempi troppo lunghi della giustizia civile, scarsa efficacia della giustizia amministrativa sono tutte fonti di impedimento per la riallocazione delle risorse, che servirebbe per arrestare la recessione.

Prestiti bancari al settore privato (1)

(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni; sono escluse le operazioni condotte con le controparti centrali. I tassi di crescita calcolati sui dodici mesi terminanti in novembre 2015 potrebbero riflettere gli effetti della diversa scadenza fiscale per i versamenti in autotassazione, fissata nel 2015 al 30 novembre e nel 2014 al 1° dicembre.

A causa dei bassi tassi di interesse e dell'abbondante liquidità sul mercato, nel 2014 gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali ne hanno risentito. Le banche hanno ridotto il rifinanziamento verso il sistema Euro e anche la raccolta a causa della riduzione dei costi sia al dettaglio sia all'ingrosso. Per gli investitori istituzionali, la situazione, invece, è migliorata, poiché hanno raccolto €110 miliardi di fondi a causa del trasferimento da parte degli investitori verso attività finanziarie con un rendimento più elevato.

Tramite il bilanciamento dei rendimenti di passività e attività e della durata finanziaria, gli investitori istituzionali italiani e gli intermediari incorrono in un rischio minore di prolungati bassi tassi di interesse.

Gli intermediari finanziari sono stati penalizzati a causa della mancata ripresa economica. Si sono registrati un peggioramento della qualità del credito e una diminuzione dei prestiti se pur meno del 2013. Miglioramenti si osservano per i prestiti e più lievi per la qualità del credito. Sono state diminuite le condizioni per ricevere prestiti e ciò ha comportato una ripresa del credito con aumenti dei prestiti per le famiglie e per le imprese.

Le banche hanno registrato degli utili negativi, ma è stata rafforzata la patrimonializzazione grazie agli aumenti di capitale ad inizio 2014. Anche gli altri intermediari creditizi hanno avuto un profitto negativo, cioè una perdita. Sono state ridotte le banche e gli sportelli, tenendo solo quelli più efficienti. Tuttavia è aumentato leggermente il costo amministrativo e del lavoro. Si stanno cercando delle soluzioni al problema dei crediti in sofferenza, perché la limitata crescita del mercato privato dei crediti in sofferenza rappresenta un impedimento alla risoluzione degli effetti della crisi. Grazie all'andamento positivo della raccolta, s'è verificato un aumento di profitti di tutte le categorie di investitori istituzionali. Tramite il *comprehensive assessment*, che pone le basi per l'avvio di un Meccanismo di vigilanza unico, nel 2014 sono stati svolti degli accertamenti sulle condizioni dei bilanci dei maggiori intermediari creditizi. In tal modo sono aumentate la fiducia del mercato e la trasparenza dei bilanci. L'effetto sulle banche è stato positivo e quelle che erano sottocapitalizzate sono state ricapitalizzate. I mercati finanziari italiani hanno subito un miglioramento che era iniziato già dal 2012 quando il debito aveva raggiunto livelli massimi.

L'avvio di una politica monetaria espansiva e l'acquisto di titoli pubblici da parte della BCE sono dovute alla presenza di condizioni più positive, inclusa la riduzione di timori sulla solidità dell'UE. I titoli di stato italiani sono stati ben apprezzati dagli investitori esteri. Le obbligazioni emesse dalle banche italiane e dalle imprese hanno subito una riduzione del risk premium. Nel 2014 l'acquisto di titoli azionari s'è rilevato stabile, anche se ad inizio 2015 è aumentato.

A causa dell'acquisto di titoli pubblici da parte della BCE, lo spread fra tassi di interesse su titoli di stato italiano e quelli tedeschi è diminuito su tutte le scadenze. Successivamente l'aumento dei tassi a lungo termine sui titoli tedeschi ed italiani ha comportato un aumento dell'inflazione e l'attacco da parte degli speculatori.

La frammentazione dei mercati finanziari nell'area euro all'interno dei confini nazionali ha subito una diminuzione. La differenza tra i paesi dell'UE degli spread sulle obbligazioni privati ha subito una diminuzione fra 2014-2015. La migliore percezione degli investitori, il miglior grado di affidabilità creditizia di banche e imprese, la miglior coesione dell'UE, la maggior propensione ad assumere rischio sono stati ottenuti grazie all'avvio di acquisto di titoli pubblici da parte dell'UE. Tuttavia a causa della crisi tra Russia e Ucraina, i conflitti in medio oriente, la minaccia dell'ISIS, la situazione grave della Grecia vi possono essere fluttuazioni dei prezzi delle attività finanziarie.

Migliorare la qualità dell'amministrazione italiana può portare ad un gran contributo alla sua economia: la riduzione di tutti gli iter burocratici può avere effetti positivi. Secondo indicatori della Banca Mondiale, le amministrazioni pubbliche italiane sono meno efficienti rispetto a quelle presenti nella zona UE ed esiste un'alta eterogeneità sul territorio italiano. La scarsa diffusione e impiego delle tecnologie nei servizi rivolti agli utenti, l'inefficacia dei sistemi di valutazione della performance individuale e organizzativa, la non chiara attribuzione di responsabilità dovuta al decentramento amministrativo e legislativo, la ridotta attrattività del lavoro pubblico a causa della non compensazione adeguata per competenze e merito, la modalità di reclutamento

non abbastanza selettivo portano la Pubblica amministrazione italiana ad essere meno efficiente rispetto a quelle europee.

10) Conclusione

CONCLUSIONI

Per evitare che la crisi si ripeta in futuro bisogna imparare dagli errori commessi nel presente e nel passato e cercare di rispettare i seguenti principi:

1. Secondo Adam Smith, che nel 1776 pubblica la “ricchezza delle nazioni”, gli individui, aiutati da una “mano invisibile”, perseguendo solo il proprio interesse personale, contemporaneamente contribuivano anche a raggiungere l’ottimale funzionamento del sistema economico, che è poi l’interesse dell’intera società. Questa teoria sembrava aver trovato applicazione durante gli anni pre-crisi negli Stati Uniti con la presidenza di Bush che ha eliminato molte norme per fare in modo che si avesse il libero mercato. Tramite l’inaugurazione di una nuova era che inneggiava all’“innovazione finanziaria” si sono rimosse delle regole fondamentali per il normale funzionamento dei mercati. La regola fondamentale che è stata rimossa è quella che impedisce alle banche di concedere crediti senza avere in cambio quasi alcuna garanzia. Poi ci sono stati anche dei problemi di vigilanza per non essersi accorti del sistema bancario-ombra che le banche avevano creato. Quindi, come si può ben notare dai risultati che si sono ottenuti, lasciare i mercati completamente liberi, privi di regole porta a ciò che abbiamo visto ai nostri giorni: una crisi senza precedenti che ha comportato delle conseguenze negative per molti anni sul nostro sistema economico che ora fa fatica a crescere come, invece, faceva prima. Il completo liberismo funzionerebbe se tutti gli individui all’interno della società si comportassero correttamente, ma purtroppo non è sempre così, e il liberismo sfortunatamente non premia le virtù e non disincentiva il vizio. La conseguenza di ciò è che la società rischia di trasformarsi in una sorta di “bellum omnium contra omnes” in cui ogni individuo, come direbbe Hobbes, cerca di ottenere più risorse per sé a danno di altri. La natura egoistica dell’individuo, che bada solo al profitto (com’è successo per le banche nella crisi del 2008), porta l’uomo ad essere “Homo homini lupus”, che bada solo a se stesso non curandosi

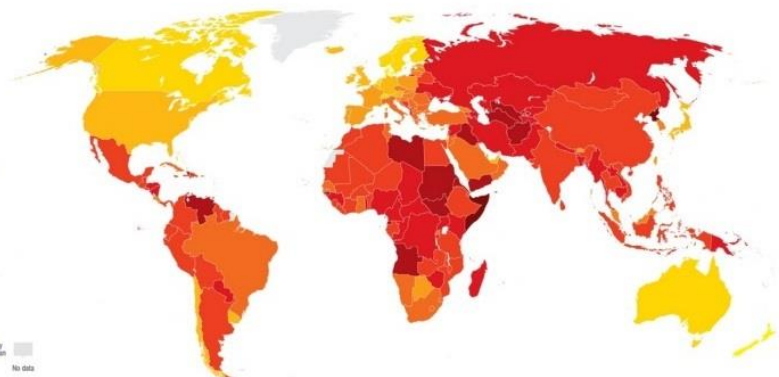
del fatto che le proprie azioni abbiano degli effetti sulla società circostante. Questo è proprio ciò che è successo durante la crisi: ad ognuno nel suo piccolo sembrava di fare la cosa giusta senza rendersi conto che il proprio comportamento interdipendente con quello di altri individui avrebbe potuto portare a conseguenze gravi per la società. Le banche, vendendo mutui con le nuove regole meno rigide concesse dallo Stato, non vedevano il rischio di ciò che stavano facendo e finché il prezzo delle case aumentava per loro sembrava andare tutto a gonfie vele; stessa cosa per gli investitori di titoli derivati, che non sapevano di aver finanziato titoli tossici, e finché vedevano che i loro investimenti erano proficui con un rendimento molto alto erano felici e non si preoccupavano del fatto che i titoli da loro finanziati, in realtà, erano altamente rischiosi; pure per i politici sembrava andare tutto bene, perché l'economia stava crescendo a forti ritmi. Inoltre, alcuni hanno iniziato a speculare sul prezzo delle case, comprando ad un prezzo basso e rivendendo ad un prezzo più alto, visto che il prezzo delle case continuava a crescere, così si sono intascati la differenza senza fare nulla. Tutto è andato bene, fintantoché non sono emersi i reali problemi che stavano al di sotto che sono già stati lungamente spiegati nei capitoli precedenti di questa tesi. Quindi, il totale liberismo economico non porta ad un benessere alla società, lo porterebbe se tutti si comportassero correttamente, ma ciò nella realtà non accade, pertanto bisogna che lo stato, dunque la politica, assolutamente intervenga per regolare l'economia imponendo delle regole chiare che tutelino i cittadini, gli investitori, ecc., cioè l'intera società dall'essere coinvolta e subire passivamente queste crisi. Con stabilire regole non significa che l'economia da liberista debba diventare pianificata, anzi il liberismo deve essere mantenuto perché vi sia un aumento del commercio e della produzione, però lo stato deve intervenire con delle norme ad hoc quando vi sia la necessità o quando vi siano situazioni gravi che possono portare ad un danno al benessere sociale, come s'è verificato nel 2008. Non è ammissibile che per un errore politico, com'è successo nella crisi

del 2008, debbano pagare i cittadini tramite il salvataggio delle grandi banche e debbano pure magari pagarne le conseguenze perdendo il lavoro. Il comportamento di coloro che avevano responsabilità pubbliche è stato dettato dall'avidità caccia al profitto, una vera *culpa in vigilando* che non trova giustificazioni. Bisogna che la politica sia più responsabile nelle scelte che prende, anche perché le conseguenze delle loro scelte errate sono subite sempre *in primis* dalla fascia più bassa della popolazione.

2. La sottostima dei rischi è dovuta anche sia alle agenzie di rating, sia ai grandi investitori professionali. Per le agenzie di rating esistevano conflitti di interessi: infatti, erano gli emittenti e non gli investitori che pagavano le agenzie di rating; all'aumentare dei volumi e del numero delle emissioni crescevano i ricavi; i servizi di consulenze, offerti da tali agenzie, erano remunerati per la strutturazione degli strumenti da collocare. Per quanto riguarda i grandi investitori professionali, si servivano di modelli matematici molto complessi che contenevano errori sulla probabilità di perdita. A causa dell'euforia di quel periodo smisero di prendere ogni più giusta precauzione contro il rischio di perdita. Addirittura non vennero presi in considerazione alcuni *risk managers*, perché impedivano a gestori e ad intermediari certe operazioni che permettevano loro di gonfiare i profitti. Purtroppo si era verificato un fenomeno di "contagio di massa", nel quale siccome tutti procedevano in una certa maniera, allora era giusto fare in quel determinato modo e andare contro al comportamento della massa avrebbe comportato la rinuncia a profitti immediati (grosse perdite, però, poi in futuro, e nessuno se ne voleva rendere conto).
3. Prima è stata presa in considerazione l'analisi fatta da Hofstede sull'Italia e sull'America, che non era ovviamente fine a sé stante. Come s'è potuto notare, l'America ha presentato dei punteggi alti per l'individualismo e per la mascolinità, mentre un basso punteggio per l'"uncertainty avoidance". Questi elementi consentono di avere una migliore comprensione del comportamento degli individui appartenenti al popolo

americano e ci aiutano a capire come mai la politica abbia preso determinate decisioni prima della crisi. Come s'è potuto notare dal basso punteggio dell'"uncertainty avoidance", il popolo americano è ben disposto ad accettare nuove idee, pratiche commerciali, ecc. e non richiede l'uso di tante regole: questi potrebbero essere i motivi per i quali, quando Bush ha inaugurato l'era del liberismo economico e del "cutting red tape" con l'utilizzo di nuove pratiche finanziarie, il popolo americano li abbia accettati positivamente. L'indice di individualismo indica che gli americani sono molto, molto individualisti e che pensano molto per se stessi senza curarsi del fatto che le proprie azioni possano avere conseguenze nella società, poiché interdipendenti. Inoltre, l'elevato grado di mascolinità comporta il fatto che i soggetti siano in competizione fra loro per emergere all'interno della società. Questo comportamento di competizione nella crisi, però, ha portato alcuni soggetti ad agire a danno di altri. L'Italia, come l'America, ha alti punteggi di individualismo e di mascolinità, mentre un punteggio basso nell'"uncertainty avoidance" che li rende avversi alle situazioni incerte. Quindi, dato che gli individui sono individualisti e molto competitivi, anche in Italia bisognerebbe imporre delle regole per evitare che determinati comportamenti siano a danno della società. Un punteggio basso nell'"uncertainty avoidance" rende gli italiani avversi alle situazioni incerte, quindi ponderano meglio le loro scelte in caso si presentino loro delle situazioni rischiose di fronte.

4. Ostacolo che impedisce il rispetto delle regole è la corruzione. Ora non mi riferisco all'America, che si trova 17^{ima} nella classifica sulla corruzione nel 2014 (come si può notare dal grafico), bensì all'Italia che, invece, si trova 69^{ima} e anche nei periodi pre-crisi in questo aspetto non è mai stata forte.



RANK	COUNTRY/TERRITORY	SCORE	RANK	COUNTRY/TERRITORY	SCORE	RANK	COUNTRY/TERRITORY	SCORE	RANK	COUNTRY/TERRITORY	SCORE
1	Denmark	92	31	Chile	73	111	Croatia	48	120	Algeria	36
2	New Zealand	91	32	Uruguay	72	112	Ghana	48	121	China	36
3	Finland	89	33	Austria	72	113	Slovenia	58	122	Mozambique	31
4	Sweden	87	34	Bahamas	71	114	Cape Verde	57	123	Sierra Leone	31
5	Norway	85	35	United Arab Emirates	70	115	Korea (South)	55	124	Tanzania	31
6	Switzerland	84	36	Estonia	69	116	Latvia	55	125	Bolivia	30
7	Singapore	84	37	Cuba	68	117	Malta	55	126	Mexico	30
8	Netherlands	83	38	France	67	118	The FYR of Macedonia	54	127	Vietnam	31
9	Luxembourg	82	39	Costa Rica	67	119	Turkey	54	128	Guyana	30
10	Canada	81	40	Saint Vincent and the Grenadines	67	120	Kuwait	54	129	Niger	30
11	Australia	80	41	Botswana	65	121	South Africa	44	130	Mauritania	30
12	Germany	79	42	Malaysia	63	122	Brazil	43	131	Argentina	34
13	Iceland	79	43	Sri Lanka	63	123	Hungary	43	132	Gambia	29
14	United Kingdom	78	44	Cyprus	63	124	Portugal	43	133	Indonesia	34
15	Belgium	78	45	Puerto Rico	63	125	Czech Republic	51	134	Honduras	29
16	Japan	78	46	Poland	61	126	Slovakia	50	135	Kazakhstan	29
17	Barbados	74	47	Israel	60	127	Poland	49	136	Nepal	29
18	Hong Kong	74	48	Sri Lanka	60	128	Jordan	49	137	Ethiopia	33
19	Ireland	74	49	Spain	60	129	Montenegro	42	138	Togo	29
20	United States	74	50	Lithuania	58	130	Sao Tome and Principe	42	139	Kosovo	29
			51	Dominica	58	131	Senegal	42	140	Madagascar	28
			52	Lithuania	58	132	Switzerland	42	141	Cote d'Ivoire	32
			53	Saudi Arabia	49	133	Denmark	42	142	Nicaragua	28
			54	Belgium	49	134	Colombia	37	143	Timor-Leste	28
			55	Denmark	49	135	Egypt	37	144	Cameroon	27
			56	France	49	136	Gabon	37	145	Guatemala	32
			57	Italy	49	137	Liberia	37	146	Iran	27
			58	Spain	49	138	Paraguay	39	147	Kyrgyzstan	27
			59	United States	49	139	Peru	39	148	Lebanon	27
			60	United States	49	140	Uruguay	39	149	Nigeria	27
			61	United States	49	141	Uruguay	39	150	Russia	27
			62	United States	49	142	Uruguay	39	151	Zimbabwe	21
			63	United States	49	143	Uruguay	39	152	Burundi	20
			64	United States	49	144	Uruguay	39	153	Uganda	26
			65	United States	49	145	Uruguay	39	154	Conoroso	26
			66	United States	49	146	Uruguay	39	155	Syria	20
			67	United States	49	147	Uruguay	39	156	Angola	19
			68	United States	49	148	Uruguay	39	157	Ukraine	26
			69	United States	49	149	Uruguay	39	158	Guinea-Bissau	19
			70	United States	49	150	Uruguay	39	159	Guinea	25
			71	United States	49	151	Uruguay	39	160	Haiti	19
			72	United States	49	152	Uruguay	39	161	Venezuela	19
			73	United States	49	153	Uruguay	39	162	Yemen	19
			74	United States	49	154	Uruguay	39	163	Laos	25
			75	United States	49	155	Uruguay	39	164	Palau	25
			76	United States	49	156	Uruguay	39	165	Equatorial Guinea	18
			77	United States	49	157	Uruguay	39	166	Central African Republic	18
			78	United States	49	158	Uruguay	39	167	Paraguay	24
			79	United States	49	159	Uruguay	39	168	Congo Republic	23
			80	United States	49	160	Uruguay	39	169	Tajikistan	23
			81	United States	49	161	Uruguay	39	170	South Sudan	15
			82	United States	49	162	Uruguay	39	171	Chad	22
			83	United States	49	163	Uruguay	39	172	Algeria	12
			84	United States	49	164	Uruguay	39	173	Democratic Republic of the Congo	11
			85	United States	49	165	Uruguay	39	174	Sudan	11
			86	United States	49	166	Uruguay	39	175	Korea (North)	8
			87	United States	49	167	Uruguay	39	176	Myanmar	21
			88	United States	49	168	Uruguay	39	177	Somalia	8
			89	United States	49	169	Uruguay	39	178		
			90	United States	49	170	Uruguay	39	179		

La lotta alla corruzione è un aspetto fondamentale per il buon funzionamento del paese. La corruzione a livello fiscale, per esempio, può portare a conseguenze negative quando lo Stato raccoglie le varie imposte, perché da un lato le persone tendono ad evitare il pagamento delle imposte, alimentando l'economia sommersa. Il fatto che meno persone delle potenziali paghino le imposte porta a far aumentare il pagamento richiesto a coloro che le pagano. Inoltre, se le imposte sono molto alte, è più probabile che più persone tendano a non pagarle (come si sa dalla scienza delle finanze). D'altra parte, l'uso che viene fatto del gettito raccolto da parte dei politici e da parte del settore pubblico in genere a volte non è per il bene della società e molto spesso si scoprono tangenti e altri escamotage di politici/dirigenti del settore pubblico che utilizzano parte dei soldi raccolti per uso personale. Quindi, questo fa diminuire la fiducia dei cittadini verso i politici e il settore pubblico, e la fiducia dei politici verso i cittadini che cercano di evitare di pagare le imposte: si crea, così, un circolo vizioso.

5. Altro problema collegato al punto precedente è quello dell'evasione fiscale che consiste nell'adottare comportamenti illeciti da parte del contribuente per avere una riduzione del carico fiscale. In Italia purtroppo

tale fenomeno è molto diffuso: infatti, l'economia sommersa secondo dati ISTAT rappresenta il 17% del PIL. Come si può notare dal grafico di "Tax Justice Network", l'Italia nel 2011 era terza per evasione fiscale a livello mondiale.

Top 10 Countries Losing to Tax Evasion				
COUNTRY	GDP (\$ MILLIONS)	SIZE OF SHADOW ECONOMY (%)	TAX BURDEN OVERALL (%)	TAX LOST AS A RESULT OF SHADOW ECONOMY (\$ MILLIONS)
U.S.	14,582,400	8.6%	26.9%	337,349
Brazil	2,087,890	39%	34.4%	280,111
Italy	2,051,412	27%	43.1%	238,723
Russia	1,479,819	43.8%	34.1%	221,023
Germany	3,309,669	16%	40.6%	214,996
France	2,650,002	15%	44.6%	171,264
Japan	5,497,813	11%	28.3%	171,147
China	5,878,629	12.7%	18%	134,385
U.K.	2,246,079	12.5%	38.9%	109,216
Spain	1,407,405	22.5%	33.9%	107,350

Source: Tax Justice Network

I principali escamotage utilizzati dai contribuenti per evadere le imposte sono i seguenti: sfruttare misure di politica industriale che consentono alle imprese non regolari di godere di benefici fiscali non dovuti, sovrastima dei costi, sottostima dei ricavi, occultamento della filiera produttiva, creazione di società estere per finalità non produttive, dedurre/detrarre costi non detraibili o non deducibili, valori patrimoniali non corretti. Il problema dell'evasione in Italia è che le autorità di competenza svolgono verifiche casuali sulle dichiarazioni dei redditi dei contribuenti e non conoscono il loro vero reddito. Quindi, non viene controllato continuamente il reddito dei contribuenti. Pertanto per il contribuente esiste una certa probabilità che abbia un accertamento fiscale. Nel caso il contribuente si presenti come evasore, dovrà pagare una multa. Per calcolare l'importo atteso dalla multa basta fare il rapporto fra valore della multa e la probabilità che si presenti tale evento. In

conclusione, si può affermare che la possibilità di essere scoperti come evasore in Italia, non essendo una certezza, è un evento probabilistico. Se vi fosse, invece, un controllo continuo, l'evasore avrebbe perdita certa sempre, ma così ha la possibilità di evadere senza essere scoperto per una certa probabilità. Inoltre, all'aumentare dell'aliquota fiscale, aumenta anche l'evasione, perché un valore maggiore dell'aliquota incrementa il beneficio per l'evasore. Quindi, una soluzione per abolire l'evasione fiscale è incrementare gli accertamenti, anche se è dispendioso per lo stato, in modo che la probabilità di controllo di ogni contribuente sia il 100%. Un'altra soluzione sarebbe abolire il contante in modo da avere la tracciabilità di ogni movimento.

6. Prima che la crisi scoppiasse, la vigilanza avrebbe dovuto svolgere un livello più attivo a livello macroeconomico sulla situazione effettiva delle istituzioni bancarie, sulle modalità e sui criteri di concessione del credito. Questo ruolo "passivo" svolto dalla vigilanza trova spiegazione in svariati elementi: incapacità di comprendere l'innovazione finanziaria e le sue implicazioni; "corruzione del regolatore", che finisce per proteggere gli interessi dei soggetti vigilati, com'è successo negli USA con due istituti semipubblici di credito fondiario, Fannie Mae e Freddie Mac; il ruolo del regolatore veniva visto come funzionale allo sviluppo dell'industria finanziaria; fiducia acritica nella virtù e nelle capacità di autoregolamentazione del mercato. Quindi, è fondamentale che all'interno di uno stato gli organi deputati alla vigilanza svolgano il ruolo compito correttamente.
7. Dalla crisi si può trarre il seguente insegnamento, ossia che l'analisi economica non è un insieme di regole valide in tutte le occasioni; dovrebbe essere, invece, un'occasione di riflessione sulla realtà circostante, che permetta di adattare le soluzioni ai problemi in base ai cambiamenti del mondo circostante. L'unico vero ostacolo al benessere del mondo sono le dottrine obsolete che anebbian la mente delle persone.

Bibliografia - Sitografia

Bibliografia

- *Paul Krugman, "Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008. Il premio nobel per l'economia ci spiega il grande crac e come uscirne", ed.2009*
- *Joseph G. Haubrich & Andrew W. Lo, "Quantifying systemic risk", National Bureau of Economic Research, 2013, capitolo 1*
- *Edoardo Demo, "PI" (storia economica)*
- *Olivier Blanchard, Alessia Amighini, Francesco Giavazzi, "Macroeconomia, una prospettiva europea", 2014*
- *Giacomo Devoto, Gian Carlo Oli, "Vocabolario della lingua italiana", Le Monnier, Milano, 2009.*
- *Franco Montanari, "Vocabolario della lingua greca", Loescher editore, Torino, 2001*
- *M. Cortelazzo, p. Zolli, "Dizionario etimologico della lingua italiana", Zanichelli, Bologna, 1999*
- *S. Battaglia, "Grande dizionario della lingua italiana"*
- *Jean-Paul Fitoussi, Pietro Ginefra, Rainer Masera, Andrea Paci, Giuseppe Roma, Luigi Spaventa, prefazione di Enrico Letta, "Fare i conti con la crisi", casa ed. il mulino, Bologna, anno 2010. Tale testo contiene i seguenti riferimenti:*
 - *Akerlof G. "Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior", <<American Economic Review>>, June 2012*
 - *Bair S., "Too big to fail", Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate, Senate Office Building, May 6, 2009*
 - *Barone-Adesi G., "Seven Pillars of Wisdom", The Swiss Finance Institution, University of Lugano, May 14, 2009*
 - *Bini M., "Fair value accounting nell'industria bancaria", <<European Banking Report>>, Abi, luglio 2008*
 - *Black F. and Scholes M., "The pricing options and Corporate Liabilities", <<Journal of Political Economy>>, May-June, 1973*

- *Brown R., "A Brief account of microscopical observations made in the months of June, July, August 1827 on the particles contained in the pollen of plants", privately circulated, 1828*
- *Brunnermeier M., et al., "The Fundamental Principles of Financial Regulation", Cepr, 2009*
- *Capriglione F., "Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano", Cedam, Padova, 2009*
- *Commissione Europea, "Comunicazione su European Financial Supervision", Brussels, May 27, 2009*
- *De Larosière J., "Report of the high Level Group on Financial Supervision in the Eu", European Commission, Brussels, February 25, 2009*
- *Di Noia C. e Micossi S. con Carmassi J. E Peirce F, "Keep it smile policy responses to the financial Crisis", Centre for European Policy Studies (Ceps), Brussels, Assonime, Rome, 2009*
- *Draghi M., Intervento, "Aiaf-Assiom-Atic Forex", Milano, 21 febbraio, 2009*
- *Dragomir L, "European Prudential Banking Regulation and Supervision", Routledge, 2009*
- *Ecfin, "MoU on Cooperation on cross-border financial stability, Brussels, June 1, 2008*
- *Einstein A., "Über die von der molekularkinetischen Theorie der Wärme geforderte Bewegung von in ruhenden Flüssigkeiten suspendierten Teilchen", <<Annalen der Physik und Chemie>>, 17 (4), 1905, pp 549-560*
- *Fama E., "Efficient capital markets: 2", <<Journal of Finance>>, 1991*
- *Gaspar V. e Schinasi G., "Global Financial Crisis, Current Market Conditions and Remaining Policy Channellenges" , <<Bepa Monthly Brief>>, March, 2009*
- *Group of Thirty, "The structure of financial supervision, Approches and Challenges in a Global Marketplace", 2009*
- *Imf, "Global Financial Stability Report", April 2009*

- Hamilton J., *“Time Series Analysis”*, Princeton, University Press, 1999
- Hicks J., *“Economic Perspectives: further Essays aion Money and Growth”*, Oxford, University Press, 1977
- Ito K., *“On stochastic integrals”*, *Proceedings of the Imperial Academy*, Tokyo, 1944
- Ito K., *“On stochastic Differential Equations”*, *American Mathematical Society*, 4, 1951
- Kahneman D., *“Economia della Felicità”*, Milano, <<Il Sole 24 Ore>>, 2007
- Lastra R., *“Legal Foundation On International Monetary Stability”*, Oxford University Press, Oxford, 2006
- Lucas R., *“Econometric Policy Evaluation: a Critique, in the Phillips Curve”*, Brunner K e Meltzer A., Amsterdam, North Holland, 1976
- Malliaris A. e Brock W., *“Stochastic Methods in Economics and Finance”*, Amsterdam, North Holland, 1988
- Markov A., *“Theory of algorithms”*, Imprint Moscow, Academy of Sciences of the Ussr, 1954, in *“Russian Translation of Works Mathematical Institute”*, Academy of Sciences of the Ussr, v.42. Original title: *Teoriya algorifmov.*
- Martinez Oliva J. E Schlitzer G., *“Le battaglie della lira”*, Firenze, Le Monnier, 2005
- Masera R., *“La corporate Governance nelle banche”*, Bologna, il Mulino, 2006
- Masera R e Mazzoni G., *“Actuarial and Continuous Time Risk Models: Towards a Synthesis”*, *Proceedings of the Cladag Conference, Macerata 12-14 settembre 2007*
- Masera R., *“Valuation, liquidity and capital in the financial industry”*, *European Banking Report, luglio 2008, Abi, 2008*
- Masera R., *“The Great Financial Crisis”*, Roma, Bancaria Ed., 2009
- Merton R., *“Theory of Rational Option Pricing”*, <<Bell Journal of Economics and Management Science”, Spring, 1973
- Merton R., *“Continuous Time Finance”*, Oxford, B. Blackwell, 1990

- *Moody's. "European Corporate Default and Recovery Rates", May, 2009*
- *Muth J., "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", <<Econometrica>>, 1961*
- *Rosengren E., "Challenges in resolving systemically important financial institutions", The Institute of Regulation and Risk North Asia, Hong Kong, May 5, 2009*
- *Saccomanni F., "La crisi internazionale: Elementi di dialogo con gli operatori", paper presentato alla conferenza "La turbolenza dei mercati finanziari: dialogo fra autorità ed operatori", Milano, 19 febbraio 2008*
- *Savona P. e Oldani C., "Crisis, Response and Innovation in Europe", The 2009 Pre-G8 Summit Conference, Rome, June 30, 2009*
- *Sarcinelli M., 2007: "La crisi da Subprime", in Perez R., "Finanza privata e finanza pubblica", Maggioli ed., San Marino, 2009*
- *Spaventa L., "La crisi della nuova finanza", in Perez R., "Finanza privata e finanza pubblica", Maggioli ed., San Marino, 2009*
- *Strauss-Kahn D., "Speech", School of Advanced International Studies, Washington DC, April 23, 2009*
- *Tremonti G., "International Legal Standard", 2009, www.tesoro.it/documenti/open.asp?idd=20499*
- *Unicredit Group, "Forum on financial cross-border groups", March 2009*
- *Wiener N., "Differential Space", <<Journal of Mathematical-Physics>>, 2, 2009, pp. 131-174.*

Sitografia

- <http://us.spindices.com/indices/real-estate/sp-case-shiller-us-national-home-price-index>
- *Barry Eichengreen, Kevin H. O'Rourke, "A Tale of two Depressions", advisor perspectives, 21 April 2009*
(http://www.advisorperspectives.com/newsletters09/pdfs/A_Tale_of_Two_Depressions.pdf)
- <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/TEDRATE#>
- <http://www.tradingeconomics.com/united-states/business-confidence>

- <http://www.transparency.org/cpi2014>
- <http://geert-hofstede.com/united-states.html>
- <http://geert-hofstede.com/italy.html>
- <http://www.pensierocritico.eu/crisi%20economica%20ue.html>
- Lawrence Mishel, Josh Bivens, Elise Gould, Heidi Shierholz, “The State of Working America 12th Edition. Wages”.
<http://www.stateofworkingamerica.org/subjects/wages/?reader>
- O. Longo, Agricoltura nell’antica Grecia
(<http://genweb.dsa.unipd.it/georgofili/attivita%20relazione%20longo.pdf>)
- <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2014/sintesi/index.html>
- <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2015-4/index.html>
- https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economia-italiana-in-breve/2015/iteconom_103_ita.pdf
- http://www.tackletaxhavens.com/Cost_of_Tax_Abuse_TJN%20Research_23rd_Nov_2011.pdf
- <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/1W-IT-EU?display=graph>
- “World economic outlook”, IMF, October 2015,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/text.pdf>
- <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1374.pdf?f30f854f98f8cbbd7486f4b8f872ca62>
- <http://www.euribor.it/tassi-storici-euribor/>
- <http://www.emmi-benchmarks.eu/eurepo-org/eurepo-rates.html>
- <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pil.htm>
- http://www.assbb.it/contenuti/file/2009_02_2.pdf
- <http://it.euribor-rates.eu/che-cosa-euribor.asp>
- <http://www.bancariaeditrice.it/glossario/index/categoria/id/1/>
- <http://data.worldbank.org/topic/economy-and-growth>