Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in
Amministrazione, finanza e controllo
ordinamento ex D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

La crisi finanziaria del 2008: il ruolo della deregolamentazione

Relatore
Ch. Prof. Dino Rizzi

Laureando
Patrizio Petrin
Matricola 837208

Anno Accademico
2017 / 2018

INDICE

RINGRAZIAMENTI **1**

INTRODUZIONE **3**

CAPITOLO 1: LA CRISI DEL 2008 ..... **5**

1.1 Introduzione 5

1.2 Le premesse 5

1.2.1 Il boom economico degli anni novanta 5

1.2.2 La disuguaglianza nella distribuzione del reddito 8

1.2.3 Il mercato immobiliare 10

1.2.4 La bolla delle dot-com 13

1.3 Gli attori della crisi 14

1.3.1 I derivati e la cartolarizzazione 14

1.3.2 Le banche d'investimento 16

1.3.3 Le agenzie di rating 19

1.4 Da crisi finanziaria a crisi economica 21

1.5 La crisi del debito sovrano europeo 23

1.6 La crisi nella cultura di massa 26

1.7 Conclusioni 27

CAPITOLO 2: LA DEREGOLAMENTAZIONE NEGLI STATI UNITI **29**

2.1 Introduzione 29

2.2 L'evoluzione degli strumenti regolatori 30

2.2.1 Il Glass-Steagall Act 30

2.2.2 Il Gramm-Leach-Bliley Act 33

2.2.3 Il Commodity Futures Modernization Act 39

2.2.4 La Dodd-Frank Wall Street Reform Act 41

2.2.5 Altre misure 44

2.3 I fautori della deregolamentazione 45

2.3.1 L'operato di Alan Greenspan 45
2.3.2 Il ruolo dei Segretari al Tesoro 49
2.4 Conclusioni 55

CAPITOLO 3: LA DEREGOLAMENTAZIONE AL DI FUORI DEGLI STATI UNITI 59
3.1 Introduzione 59
3.2 Gran Bretagna 60
3.3 Francia 64
3.4 Italia 66
3.5 Germania 68
3.6 Islanda 70
3.7 Irlanda 72
3.8 Giappone 73
3.9 Corea del Sud 77
3.10 Cina 79
3.11 Confronti 80
3.12 Conclusioni 85

CAPITOLO 4: CONCLUSIONI 87

ELENCO DELLE FIGURE 93

ELENCO DELLE TABELLE 95

BIBLIOGRAFIA 97

RINGRAZIAMENTI

Scrivere i “Ringraziamenti” di un elaborato che rappresenta la conclusione di un percorso iniziato ormai sette anni fa non rappresenta sicuramente cosa facile, almeno per me. In questo momento mi sembra di essere come il personaggio di Isaac nel film “Manhattan” di Woody Allen, quando nel monologo iniziale non sa come esordire nel “Capitolo primo” del proprio libro, e si dilunga a provare vari modi con cui partire, decidendo infine per adottare un approccio più diretto. Per questo ho deciso di iniziare nello stesso modo, andando diretto, e senza avanzare con lunghi preamboli; essere sintetico per qualcuno che è abituato ad essere prolisso di suo, come me, non risulta infatti cosa semplice, ma credo che sia la via migliore per rendere al meglio ciò che voglio dire.

Ringrazio innanzitutto i miei genitori, Roberto e Rosanna, che mi hanno sempre sostenuto, sia nei momenti facili, che in quelli difficili; credo che un percorso lungo come questo, non può essere reso possibile se alle spalle non si ha una famiglia che compie gesti che tante volte ci dimentichiamo di apprezzare, dandoli troppo spesso per scontati.

Voglio poi passare con il ringraziare, in modo veramente sentito, tutti gli amici, i colleghi e i parenti che in questi anni hanno speso anche solo una parola per incoraggiarmi durante questo lungo viaggio. Guardandomi indietro devo riconoscere con deciso stupore quanti siate stati. In particolar modo mi sento di dover ringraziare Fanny e Diego; nonostante il tempo passi, portandoci a vivere esperienze diverse, mi rendo conto di come la vostra amicizia per me rappresenti qualcosa di incredibilmente prezioso e di irrinunciabile.

Ci tengo inoltre a fare una menzione per Consuelo, Cristina, Eleonora ed Erika, che quasi quotidianamente dai miei racconti hanno vissuto la stesura di questo elaborato, sapendo realmente spronarmi e strapparmi un sorriso nei momenti più complicati. Grazie.

Obbligatorio, un ringraziamento al prof. Dino Rizzi, che con la sua incredibile disponibilità, l’esperienza, e non meno la pazienza, ha saputo guidarmi durante i mesi che hanno portato alla scrittura di questa tesi. Lo ringrazio in particolar modo per i consigli che di sicuro mi hanno portato a migliorare il risultato finale.

Ultimo, ma non di sicuro per importanza, IL ringraziamento più grande di tutti non può che andare ad Anna. Grazie perché sei stata tu a convincermi ad iscrivermi a questo corso, dimostrando ancora una volta di aver pensato innanzitutto a qual è il meglio per me.

Grazie soprattutto per essere sempre stata al mio fianco in questi ultimi quattro anni, senza di te non avrei potuto avere il coraggio di affrontare le sfide di ogni giorno.

Infine, un doveroso ringraziamento all'Università Ca' Foscari di Venezia, per avermi permesso di compiere questo percorso di studi mettendomi a disposizione professori, che in particolar modo in questi ultimi anni, hanno saputo stimolarmi; non posso che ringraziarli per come mi hanno arricchito sia come studente, ma soprattutto come persona.

Veramente, a tutti voi, grazie di cuore.

INTRODUZIONE

Lo scopo di questo elaborato è di far conoscere al lettore come si è sviluppata la crisi economico-finanziaria che ha interessato non solo gli Stati Uniti, ma il mondo intero nel corso dell'ultimo decennio. Si cercherà di evidenziare, come la deregolamentazione dei mercati finanziari, che è iniziata proprio negli Stati Uniti, principalmente durante gli anni settanta e ottanta, si sia sviluppata in modo particolarmente ampio. Inoltre sottolineeremo come questa sia stata la miccia decisiva nel far esplodere tutta una serie di eventi che verranno esaminati punto per punto nel corso di questo scritto.

Nel primo capitolo analizzeremo, in modo approfondito, tutti gli aspetti che hanno portato allo scoppio della crisi, partendo da quelli meno conosciuti e apparentemente non collegati, come lo scoppio della bolla delle dot-com avvenuta ad inizio anni duemila; fino ad arrivare alle conseguenze che continuiamo a subire tuttora (al momento della stesura di questo elaborato, il presidente della BCE Mario Draghi, sta continuando a perseguire una politica di quantitative easing per immettere moneta nei mercati, con lo scopo di arginare gli effetti della crisi).

Nel secondo capitolo, andremo invece, ad esaminare nel dettaglio gli effetti della deregolamentazione negli Stati Uniti; di come questa si è evoluta nel corso degli anni, passando da leggi strettamente regolatorie, come il Glass-Steagall Act, per arrivare ad atti profondamente liberalizzatori, approvati a cavallo del nuovo millennio. Vedremo anche chi sono stati i suoi principali sostenitori e quali economisti invece ammonivano e mettevano in guardia sulle possibili conseguenze che poi si sono manifestate. Non tralasceremo nemmeno di indicare i motivi per i quali questo processo è stato così tanto appoggiato da parte delle varie amministrazioni che si sono succedute.

Passeremo poi, nel terzo capitolo, ad approfondire il ruolo che la deregolamentazione stessa ha avuto in alcuni dei principali Paesi che l'hanno fatta propria nel corso dello stesso periodo storico. Analizzeremo, come questa ha influito nello scoppio sia di crisi economico-finanziarie, che possono essere considerate ramificazioni di quella scoppiata negli Stati Uniti, sia di crisi a sé stanti avvenute nel decennio precedente. Vedremo come queste potevano già creare un campanello d'allarme nel mondo finanziario, ma come invece sono state ignorate dalla stragrande maggioranza degli economisti, dei politici e degli operatori di mercato. Alla fine del capitolo, andremo a confrontare le misure

liberalizzatorie che sono state adottate, in modo da poter evidenziare quante sono state quelle utilizzate da ogni Paese, e quali hanno influito in misura maggiore a livello mondiale.

Concluderemo con il quarto capitolo, provando ad osservare la deregolamentazione sotto altri punti di vista, in modo da poter avere una panoramica più completa sulle conseguenze che essa porta nei mercati, e ci accorgeremo di come ha influito sulla ciclicità delle crisi economiche nel corso della storia.

CAPITOLO 1: LA CRISI DEL 2008

1.1 Introduzione

Iniziamo subito con il sottolineare che non sarebbe corretto chiamarla "crisi del 2008", ma piuttosto "grande recessione", in quanto gli effetti della stessa sono stati parecchio più vasti di quello che si può pensare, ed hanno portato come diretta conseguenza, giusto per restare nella nostra Europa, alla crisi del debito sovrano degli ultimi anni (come vedremo nel paragrafo 1.5).

In questo capitolo si vogliono esporre nel dettaglio sia le premesse, che le conseguenze della crisi economico-finanziaria che andremo a trattare. Si cercherà in particolar modo di mettere in luce le linee di faglia che in modo sommerso e silenzioso hanno portato il mercato finanziario mondiale sull'orlo del baratro, ovvero (Rajan, 2012):

- la crescita della disuguaglianza dei redditi;
- la spinta al credito immobiliare;
- la crescita guidata e dipendente dalle esportazioni;
- la spinta all'assunzione di rischi che di conseguenza gonfiano bolle;
- quando il capitalismo viene finanziato da denaro governativo il pericolo è quello di mettere in repentaglio i prezzi e aumentare i rischi.

Passeremo poi ad evidenziare quali sono stati i ruoli e gli errori commessi, nonché i problemi che hanno causato, le agenzie di rating e le più grandi banche d'investimento che lo stesso ex governatore della Federal Reserve Alan Greenspan definì: *"If they're too big to fail, they're too big"* (The New York Times, 2009).

Concluderemo il capitolo con un breve cenno al ruolo che la crisi ha avuto nella cultura di massa portando l'esempio di numerosi film e documentari che sono stati pubblicati, in particolare, ma non solo, dal 2009 in poi.

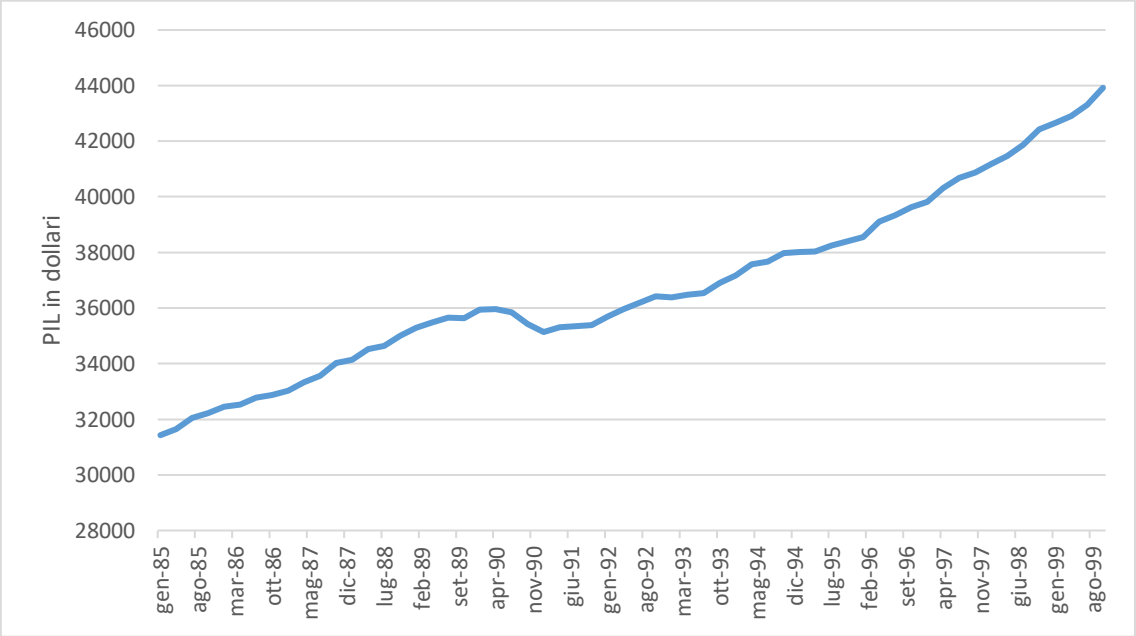
1.2 Le premesse

1.2.1 Il boom economico degli anni novanta

Per parlare del boom economico che ha contraddistinto l'economia statunitense negli anni duemila, dobbiamo prima di tutto fare un passo indietro, e presentare l'economia

americana durante i primi anni novanta. Gli Stati Uniti erano stati governati per ben dodici anni da un'amministrazione di stampo repubblicano, prima con il presidente Ronald Reagan, e successivamente con il suo vice George H. W. Bush. Il presidente Reagan aveva utilizzato come cavalli di battaglia della sua politica economica la deregolamentazione dell'attività finanziaria, e la diminuzione delle tasse. Questo secondo punto non venne rispettato dal suo successore in quanto subito dopo la caduta del muro di Berlino, e la disgregazione dell'Unione Sovietica, gli Stati Uniti finirono per imboccare la via della recessione economica, che comportò, oltre alla perdita di numerosi posti di lavoro, anche un innalzamento della pressione fiscale. Questa recessione venne causata da un generale indebolimento dell'economia statunitense dovuto alla politica monetaria restrittiva della Federal Reserve (da qui in poi FED) messa in moto con lo scopo di contrastare l'inflazione, a cui si aggiunse la fine del boom immobiliare che aveva contraddistinto la prima metà degli anni ottanta (Franceschini, 1990).

Figura 1: Andamento del PIL Pro Capite negli Stati Uniti dal 1985 al 2000



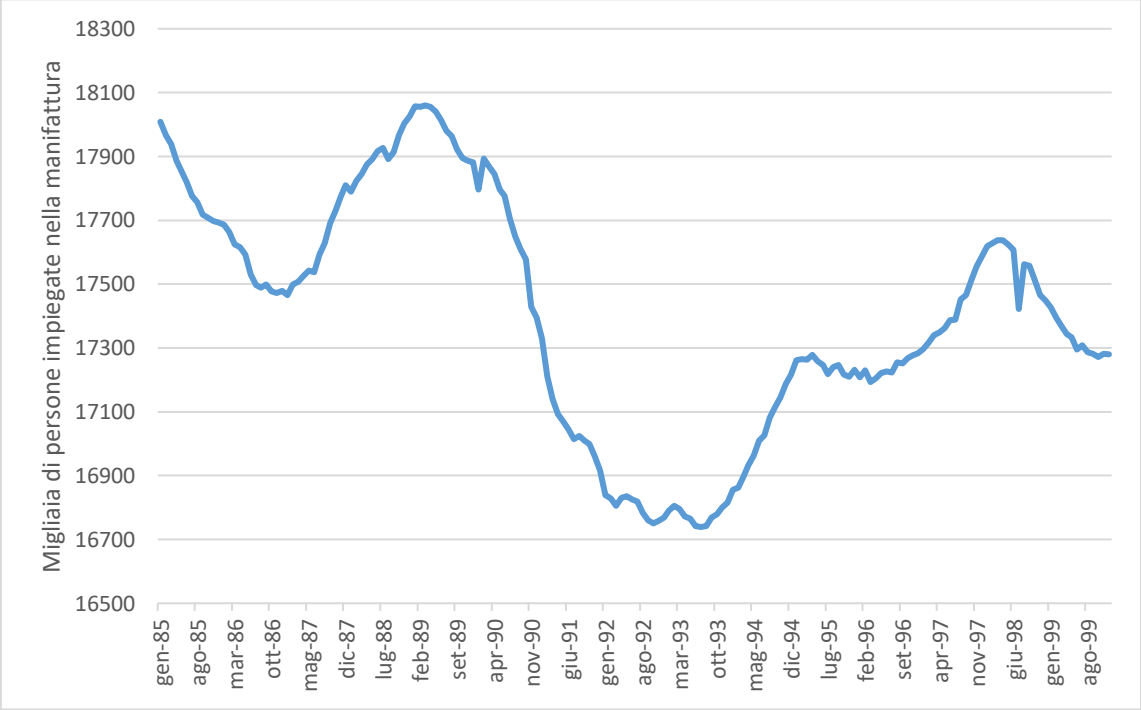
Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Real gross domestic product per capita

Come si può notare in modo molto chiaro nella Figura 1; gli Stati Uniti furono colpiti da recessione durante il corso dell'anno 1990, con una successiva lenta risalita dell'economia fino al momento in cui entrò in carica il presidente Clinton nel 1993.

Terminata la recessione, l'economia tornò rapidamente alla crescita, spinta questa volta dal boom di internet, dai modici tassi d'interesse, dai bassi prezzi energetici, e da un

mercato immobiliare tornato ai livelli degli anni ottanta (come potremo vedere in seguito, alcuni di questi elementi saranno chiari segnali di un mercato non efficiente). Rispetto alle crisi che furono vissute in tempi più remoti, vi fu una differenza fondamentale nell'economia in ripresa: i nuovi incrementi di PIL non si sono tradotti automaticamente in un aumento dei posti di lavoro (Stiglitz, 2004).

Figura 2: Andamento del tasso di occupazione negli Stati Uniti dal 1985 al 2000



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, All Employees: Manufacturing

Possiamo notare questo andamento osservando la Figura 2: anche se la recessione risultava finita da svariati anni, ancora a metà del decennio il tasso di occupazione faticava a riprendersi, ed era anzi stato contraddistinto da un calo continuo fino alla fine del 1993; come se le aziende nel periodo di ripresa economica avessero imparato a cavarsela anche con un minor uso della forza lavoro. Questo problema fu lo stesso che capitò immediatamente dopo la breve recessione del 2001. La ripresa senza occupazione indusse la FED a mantenere bassi i tassi d'interesse per un periodo sostenuto, con lo scopo di stimolare la creazione di nuovi posti di lavoro, cosa che invece procedeva a rilento, e finì invece per dare il via ad una frenetica assunzione di rischi finanziari (Rajan, 2012).

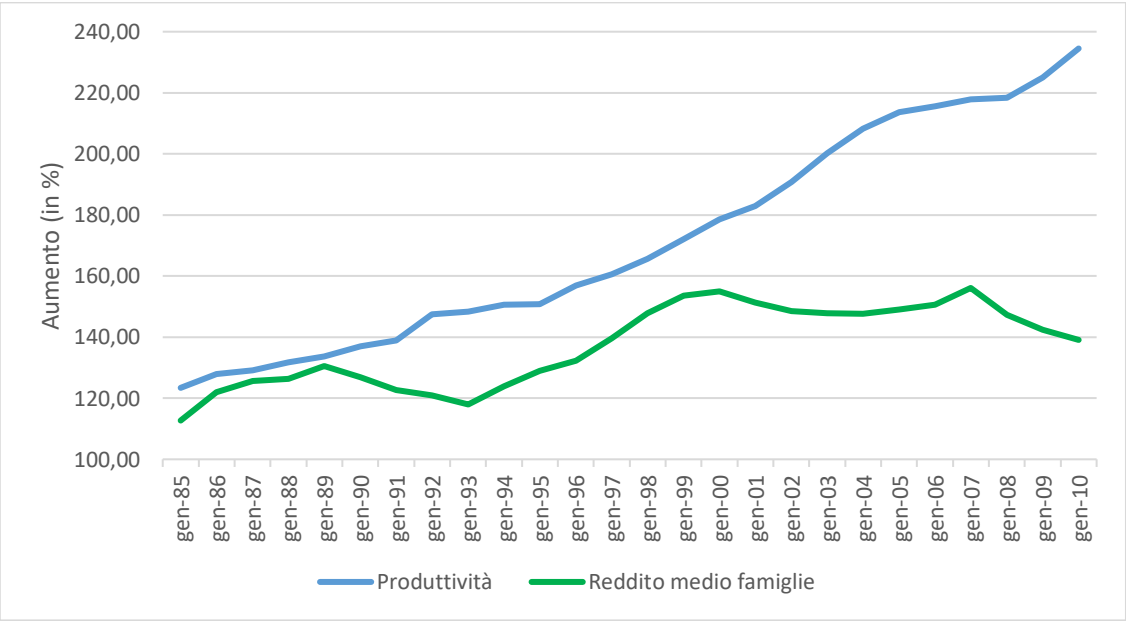
Un'osservazione che si può fare dopo aver visionato entrambi i dati riportati in queste due figure, ci porta alla conclusione che, per la prima volta nella storia, un boom economico

non fu seguito di pari passo da un aumento dell'occupazione, ma da una crescita dei servizi finanziari stimolati dal taglio delle imposte sui redditi di capitale, che non fece altro che provocare un'ondata di investimenti in borsa che portò il livello delle attività a non avere più una relazione con il loro valore intrinseco.

1.2.2 La disuguaglianza nella distribuzione del reddito

Un'altra delle cosiddette "linee di faglia" è rappresentata dalla crescente disuguaglianza nella distribuzione del reddito, che si è vista aumentare sempre di più nel corso degli ultimi decenni. Per esempio, nel 1976 l'1% delle famiglie con i redditi più elevati possedeva l'8,9% del reddito totale negli Stati Uniti, mentre nel 2007 la percentuale posseduta dalla stessa fascia di popolazione era salita al 23,5% (Rajan, 2012).

Figura 3: Confronto fra la produttività e il reddito medio delle famiglie americane dal 1985 al 2010



Fonte: The State of Working America, Productivity and real median family income growth, 1948-2013

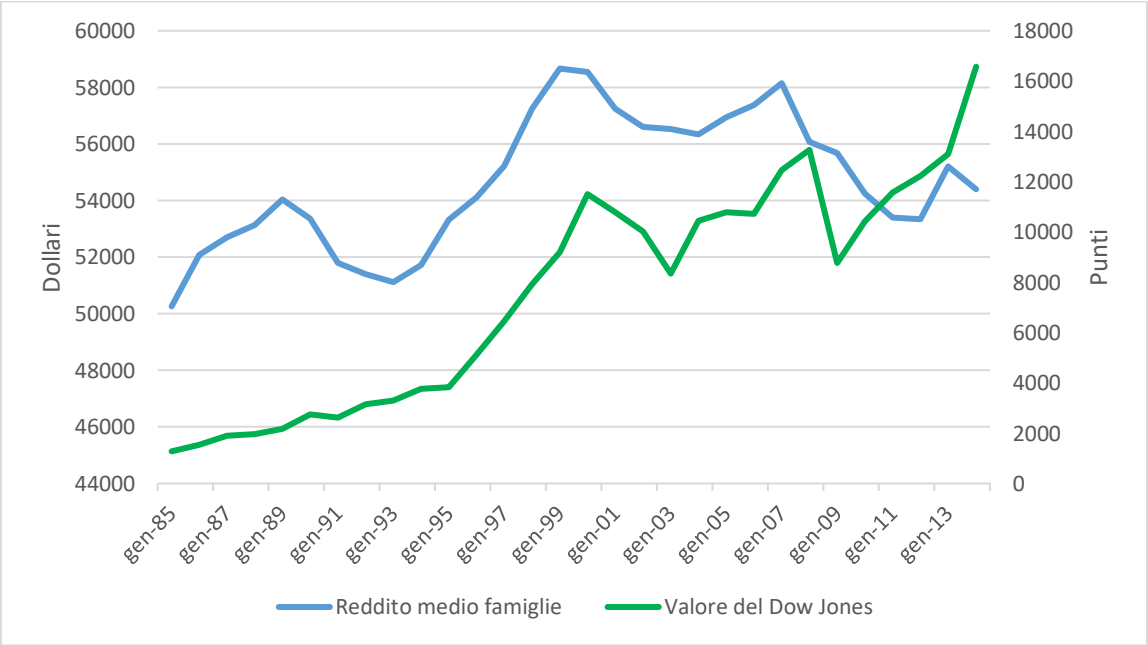
Come possiamo notare distintamente dalla Figura 3 qui sopra riportata, a partire dall'inizio degli anni novanta c'è stato un forte aumento della produttività del lavoro che non è coincisa con un aumento del reddito medio delle famiglie. Anche questo trend ci fa trarre delle conclusioni che non possono essere positive: dall'anno 2010 sembra che il divario sia aumentato sempre più. È diventato decisamente preoccupante il fatto che

proprio la differenza fra la ricchezza posseduta dai più ricchi, e quella posseduta dal resto della popolazione, sia diventata il valore migliore con cui rappresentare il forte squilibrio economico. Questa disparità si è anche tradotta in squilibrio per quel che riguarda l'accesso all'istruzione, ad un lavoro migliore, ad un'assicurazione sanitaria, e a migliori condizioni di vita in generale.

I politici a Washington hanno contribuito ad aumentare questo divario, in quanto negli ultimi decenni invece di aumentare la tassazione sul reddito delle persone più abbienti (con lo scopo di alleggerire il carico fiscale sulle altre fasce della popolazione), hanno finito, in particolar modo durante l'amministrazione Bush, con il tagliare le aliquote proprio ai ceti che ne avrebbero avuto meno bisogno (Zucconi, 2001).

Per ovviare a questo problema si è deciso di aumentare le linee di credito nei confronti dei meno abbienti, con il risultato che le banche hanno finito con il concedere prestiti senza nessun tipo di discrezione, nemmeno valutando i rischi che questo tipo di comportamento avrebbe potuto comportare. La possibilità di contrarre mutui in modo facile venne sostenuta nel corso di tutto il periodo che ha portato alla crisi: il rapporto tra credito e PIL è aumentato dal 150% del 1969 al 350% del 2007 (Duncan, 2008).

Figura 4: Confronto fra il reddito medio delle famiglie americane e il valore medio del Dow Jones dal 1985 al 2014



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Real Median Household Income in the United States e Dow Jones Industrial Average

Dalla Figura 4 possiamo notare che, se il reddito medio delle famiglie, e il valore medio dell'indice Dow Jones sono andati di pari passo fino al 2009, ovvero l'anno successivo allo scoppio della crisi, successivamente i valori hanno iniziato a prendere strade diametralmente opposte. Anche questo fatto ci porta a individuare dei meccanismi alquanto singolari presenti nel mercato, riguardanti la straordinaria crescita del settore finanziario, che è continuata e che continua, in modo quasi inarrestabile dagli anni ottanta (se vogliamo escludere i due brevi periodi di recessione post bolla delle dot-com e post crisi 2008), alla quale non corrisponde una crescita del reddito delle famiglie. Questo andamento ci fa intuire come questa sia stata una delle principali cause della crisi economica.

1.2.3 Il mercato immobiliare

Se questo elaborato fosse una storia, il mercato immobiliare ne sarebbe l'indiscusso protagonista. Ed è facile capirne il motivo, in quanto tutto ruota attorno ad esso (e al suo crollo). Ma ciò che ci dobbiamo chiedere innanzitutto è: quali sono stati i motivi per cui si è verificata una bolla in questo settore? Cercherò di rispondere citando parola per parola un discorso del 1995 del presidente Clinton (Rajan, 2012, p.57):

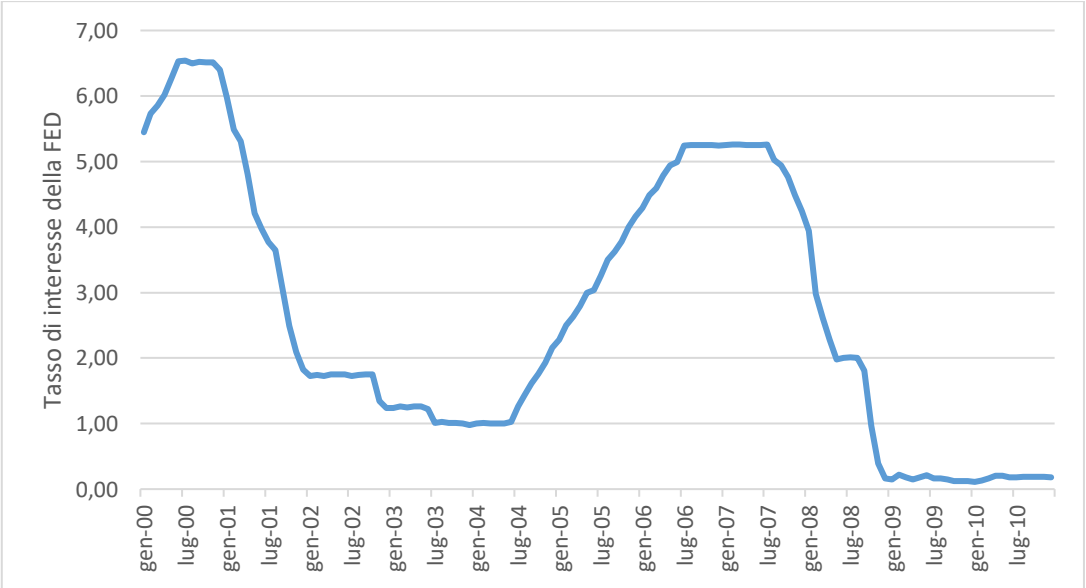
> *"Nell'ultimo anno, ho chiesto al segretario dell'Hud Henry G. Cisneros [...] di sviluppare un piano per spingere entro la fine di questo secolo l'acquisto della propria abitazione in America a livelli mai raggiunti prima [...] Incrementare il numero delle case di proprietà fortificherà le famiglie e le comunità della nazione, rinforzerà la nostra economia e farà crescere la grande classe media di questo Paese. Riaccendere nelle famiglie lavoratrici il sogno di possedere la propria abitazione può preparare la nostra nazione a cogliere le ricche possibilità offerte dal XXI secolo. [...] Per molti potenziali acquirenti, la mancanza del denaro da mettere da parte per l'acconto necessario e per i costi di chiusura è il principale impedimento all'acquisto di una casa. Altre famiglie, invece, non hanno un reddito disponibile sufficiente ad affrontare le rate mensili dei mutui finanziati ai tassi di interesse del mercato per i termini di prestito standard. Le strategie di finanziamento, alimentate dalla creatività e dalle risorse del settore privato e di quello pubblico, dovrebbero tendere al*

superamento di queste due barriere finanziarie all'acquisto della propria abitazione."

È chiaro quindi, dopo la lettura di questa citazione, che è stato il governo americano a stimolare i mercati e a fare in modo che questi concedessero prestiti ai cittadini per l'acquisto della casa, e non solo, in quanto il presidente Clinton suggerisce al settore finanziario di trovare strumenti creativi per dare la possibilità, a chi normalmente non ce l'avrebbe avuta, di poter acquistare un immobile.

Vennero quindi creati nuovi strumenti finanziari, quali i mutui sub-prime, ovvero prestiti che le banche concedono a soggetti che non dispongono di un reddito stabile, e che normalmente non potrebbero avere accesso alle linee di credito. Questi tipi di mutui sono contraddistinti dal fatto che ai debitori venivano chieste basse garanzie, se non nulle, portando l'istituto di credito erogante ad avere un'alta percentuale di rischio per ogni contratto di questo tipo sottoscritto. I mutuatari erano agevolati da questi contratti, in quanto venivano sottoscritti a tassi variabili; fintantoché questi restavano bassi potevano permettere il pagamento delle rate, mentre al loro aumentare diventavano insostenibili e li portavano all'insolvenza (Borsa Italiana, 2007).

Figura 5: Variazioni del tasso di interesse da parte della FED dal 2000 al 2010

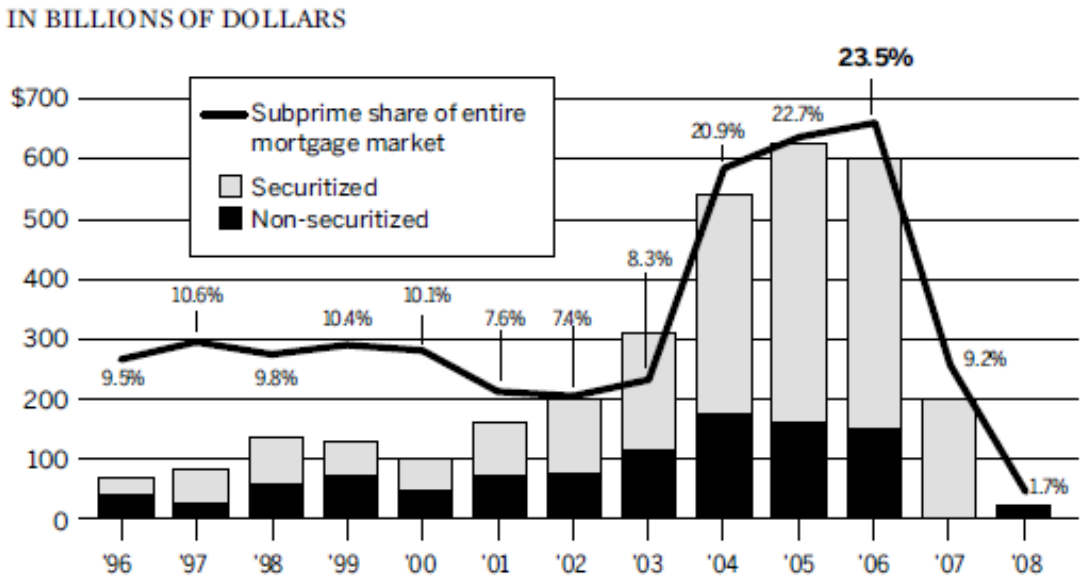


Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Effective Federal Funds Rate

Come possiamo osservare bene in Figura 5, i tassi di interesse sono scesi e si sono mantenuti bassi per un periodo discretamente lungo a inizio decennio, incentivando per

l'appunto, come detto in precedenza, la sottoscrizione di mutui sub-prime, i quali hanno iniziato a creare problemi agli intestatari e a divenire insolventi mano a mano che i tassi ritornavano a salire. I prezzi delle case, nello stesso arco di tempo continuavano a salire sempre di più, spinti da un mercato immobiliare in preda all'euforia. Quest'altro fatto incentivò maggiormente le banche a concedere ancora più mutui a tassi d'interesse bassi, sicure del fatto che in caso di insolvenza avrebbero potuto pignorare la casa e rivenderla nel mercato ad un prezzo decisamente più alto. Questo meccanismo funzionò finché l'offerta di case non divenne incredibilmente superiore rispetto alla domanda, rendendo impossibile la vendita delle stesse, e provocando il crollo del mercato immobiliare nell'autunno del 2006, dopo che i prezzi avevano raggiunto il loro picco nel 2005. Di conseguenza le banche che avevano concesso tali mutui registrarono ingenti perdite in bilancio (Mishkin, 2010).

Figura 6: Sottoscrizione dei mutui sub-prime dal 1996 al 2008



Fonte: The Financial Crisis Inquiry Commission

Come possiamo ben dedurre dalla Figura 6, la riga nera individua la percentuale di mutui sub-prime sottoscritti rispetto al totale dei mutui dell'intero mercato. Possiamo così mettere in evidenza come si fosse arrivati ad una percentuale molto consistente del totale dei mutui sottoscritti, rendendo sempre più "drogato" il mercato immobiliare. Sempre da questo grafico possiamo individuare il crollo dello stesso settore immobiliare, che coincide con la brusca frenata nella stipulazione di mutui subprime, passata dal picco del 23,5 % nel 2006 all'1,7% del 2008.

Il fatto che dal 1997 al 2006 il valore delle abitazioni salì del 124% ci fa capire come questo mercato fosse completamente fuori controllo (Raviolo, 2009). Emblematico è il caso di un raccoglitore di fragole messicano con un reddito annuo di circa 14.000 $ che parlava poco l'inglese, che ottenne da una finanziaria legata a Washington Mutual, un mutuo da 720.000 $ per comprarsi una casa (Friedman, 2008).

1.2.4 La bolla delle dot-com

La bolla delle dot-com è stata l'ultima grande bolla prima di quella immobiliare. Con società dot-com intendiamo le società operanti nel settore informatico, in particolar modo quelle collegate ai servizi internet, che videro una notevole espansione in particolar modo nel corso della seconda metà degli anni novanta. È fondamentale farne un cenno per avvalorare la tesi di come tutti i mercati fossero euforici in questo particolare periodo storico (e quindi non solo per quel che riguarda il settore immobiliare), e di come questo fatto potesse rappresentare un campanello d'allarme, che invece non venne individuato per tempo.

Negli anni novanta gli investimenti finanziari, oltre che nel mercato immobiliare, si concentrarono soprattutto sui titoli tecnologici, dato che molte aziende appartenenti a questo settore vennero quotate in borsa nel listino del Nasdaq. La bolla scoppiò in quanto i prezzi azionari continuavano a salire, mentre le azioni erano basate su imprese che non fatturavano utili, ma vendevano i loro titoli a prezzi astronomici sulla base del numero di passaggi che avevano avuto sui rispettivi siti web, e non sulla base di un concreto valore economico (Rajan, 2012). Questo meccanismo continuò fino a quando la FED non aumentò i tassi d'interesse fra il 2000 e il 2001, come abbiamo potuto notare in Figura 5. A questo punto il valore di mercato delle dot-com iniziò a ridursi sensibilmente, e gli operatori di borsa iniziarono una pesante fase di vendite. Il Nasdaq passò da un picco di 5000 punti, a soli 800 punti nel giro di due anni. Molte aziende tecnologiche finirono con lo scomparire, in quanto non avevano semplicemente le basi per restare in vita, né una chiara idea di come fare profitti, mentre altre aziende vennero pesantemente ridimensionate, e si ripresero solamente dopo molti anni (Cassidy, 2003).

Questo crollo portò negli Stati Uniti ad una breve recessione, della durata di circa un anno, alla quale la FED rispose con il consueto modo: abbassando i tassi (Cassidy, 2003).

Se i bassi tassi d'interesse avevano permesso la nascita della bolla delle dot-com, gli stessi bassi tassi d'interesse, stabiliti dalla FED per arginare le conseguenze della recessione e far riprendere la crescita, furono la miccia che alimentò la bolla immobiliare, come abbiamo già visto in precedenza nel paragrafo 1.2.3.

1.3 Gli attori della crisi

1.3.1 I derivati e la cartolarizzazione

Nel paragrafo 1.2.3 abbiamo visto come la crisi del 2008 giri intorno al mercato immobiliare, e come questo avesse raggiunto livelli insostenibili. Le banche stesse concedevano sempre più prestiti, e con sempre meno garanzie da parte dei mutuatari. Per poter concedere ancora un più alto volume di prestiti, venne messo in moto un procedimento chiamato "cartolarizzazione", che vedremo nel dettaglio.

Prima che venisse attuato il meccanismo della deregolamentazione, le operazioni legate al prestito risultavano parte di un procedimento piuttosto lineare: quando il proprietario della casa pagava la rata del mutuo, questo corrispettivo veniva incassato dal creditore, che di conseguenza concedeva i prestiti in modo scrupoloso e con le dovute garanzie sottostanti. Negli ultimi decenni, invece, agli istituti che erogano i prestiti è stata concessa la facoltà di poter vendere il mutuo già sottoscritto dal debitore alle banche d'investimento, le quali combinavano gli stessi mutui con altri tipi di prestiti (debiti per acquistare l'auto, debiti scolastici, debiti della carta di credito) con l'intento di creare un tipo di strumento derivato chiamato CDO ovvero "collateralized debt obligation". Questi a loro volta venivano venduti agli investitori, i quali potevano comprare CDO in base al profilo di rischio desiderato, dato che questi strumenti venivano valutati dalle agenzie di rating (come vedremo nel paragrafo 1.3.3). È curioso riportare la definizione che dette Warren Buffett nel 2002 di questo tipo di strumento finanziario, ovvero *"armi di distruzione di massa"*; una visione profetica di uno dei pochi membri del mondo finanziario, che in tempi non sospetti aveva portato alla luce la mancata regolamentazione di questo settore. Sempre lo stesso Buffett sottolineava che *"nessuna banca centrale ha il compito di prevenire i crac a cascata nei derivati e nelle assicurazioni"* (Berkshire Hathaway Annual Report, 2002).

L'effetto implicito di questo meccanismo, comporta che l'istituto che concede inizialmente il prestito, non è, in nessun modo, incentivato a richiedere delle garanzie al mutuatario, dato che comunque non dovrà essere lui a preoccuparsi della riscossione delle rate. In un sistema come questo, è chiaro che la tendenza sarà quella di concedere prestiti finché il mercato non collassa su sé stesso, proprio come abbiamo visto avvenne durante la crisi dello scorso decennio (Battaglia, 2015).

I derivati non vennero usati solamente per "spacchettare" i mutui e renderli più appetibili per gli investitori. Vennero anche creati dei titoli chiamati "credit default swap" (o CDS), che venivano venduti, fra i tanti, anche dalla più grande compagnia assicurativa del mondo, l'AIG, e che funzionavano come una sorta di polizza assicurativa per gli investitori che possedevano i CDO. A differenza delle normali assicurazioni che risarciscono solamente il proprietario, in questo caso, l'AIG permetteva ad altri investitori di comprare i CDS su CDO che non possedevano. In poche parole l'AIG era convinta del fatto che il mercato immobiliare non sarebbe mai crollato, e di conseguenza vendeva dei derivati a degli investitori che volevano scommettere sul crollo dello stesso mercato, sicura di aumentare a dismisura i propri profitti. Così facendo, nel momento in cui il mercato sarebbe crollato, e i mutuatari non sarebbero più stati in grado di ripagare i prestiti, l'AIG avrebbe pagato non solamente il premio ai titolari dei CDO che avevano sottoscritto i CDS per tutelarsi dal rischio di insolvenza, ma anche a tutti coloro che li avevano acquistati per specularvi. In questo modo le perdite nel sistema sarebbero diventate proporzionalmente maggiori, come effettivamente avvenne (La Repubblica, 2008).

La deregolamentazione ebbe anche un ruolo chiave nel rischio di crollo dell'AIG nel 2008, in quanto, dato che i CDS vennero deregolamentati, l'AIG non venne obbligata ad accantonare una parte della propria liquidità per coprire le eventuali perdite (La Repubblica, 2008).

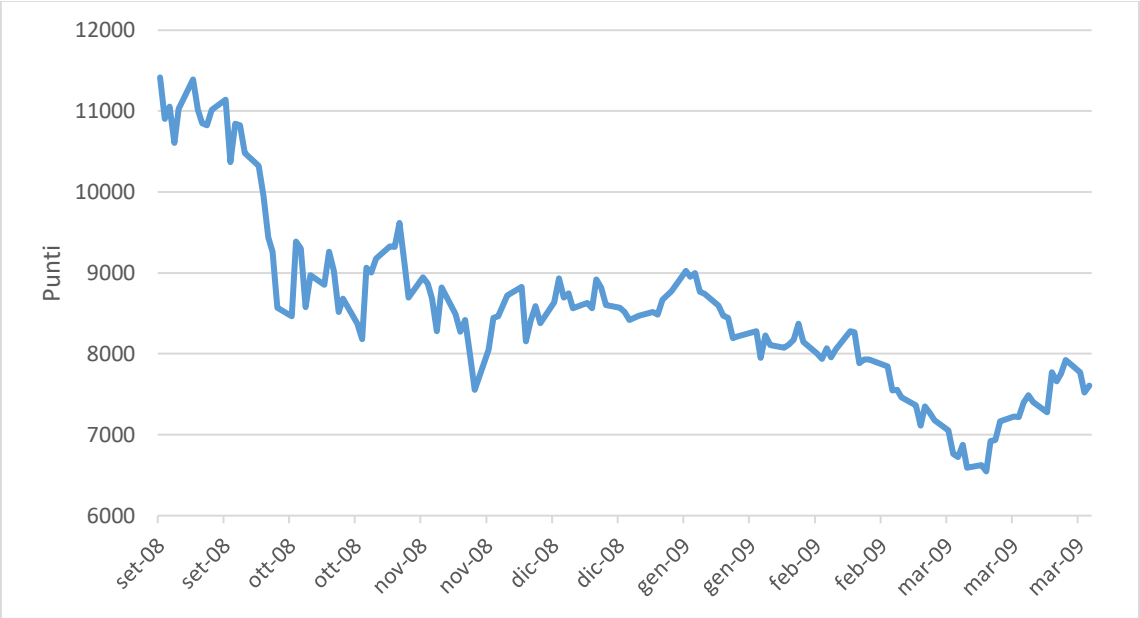
Un'altra delle conseguenze scatenate dalla politica adottata dall'amministrazione Clinton, fu quella di incentivare società come Freddie Mac e Fannie Mae, che operavano la compravendita dei mutui, a sottoscrivere sempre più mutui sub-prime per permettere al maggior numero di persone di poter possedere una casa. Il risultato fu che le stesse arrivarono quasi a dichiarare la bancarotta nel 2008, fino a che il governo non intervenne nazionalizzandole il 07/09/2008, portando alla luce il problema insito nel mercato della cartolarizzazione selvaggia che aveva contraddistinto quegli anni (Il sole 24 ore, 2008).

1.3.2 Le banche d'investimento

Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, il settore immobiliare aveva messo in pericolo il mercato finanziario a causa della stretta correlazione fra i beni, e gli strumenti di finanziamento. Il mercato finanziario è rappresentato dalle banche d'investimento, le quali hanno avuto il ruolo di amplificare la crisi del 2008 tramite il loro operato, che potremo valutare come alquanto sconsiderato nel corso di questo paragrafo.

La prima grande banca statunitense che ammise di essere in difficoltà, fu la Bear Stearns, che il 15 marzo 2008 venne rilevata da JP Morgan, con l'aiuto della FED. L'acquisizione della Bear, e il fatto che la FED non l'avesse fatta fallire, portò ad alcuni mesi di euforia nel mercato borsistico mondiale. Il vero shock arrivò invece il 15 settembre 2008, la data in cui la Lehman Brothers dichiarò bancarotta a causa dell'elevato indebitamento, pari a 613 miliardi di dollari, causato principalmente dai derivati basati sui mutui a basso rating e rimasti invenduti. La Lehman Brothers non era solamente una semplice banca d'investimento, ma in quel momento era la quarta per ordine di grandezza negli Stati Uniti (O'Toole, 2013).

Figura 7: Andamento medio del Dow Jones dal 2008 al 2009



Fonte: Dow Jones Industrial Average

Il suo fallimento portò ad un crollo nel mercato azionario mondiale; come possiamo notare bene dalla Figura 7, il valore medio del Dow Jones passò dai 11.416 punti del 15 settembre 2008, per arrivare fino al minimo di 6.547 punti il 10 marzo dell'anno

successivo. Nell'ottobre del 2008, gli Stati Uniti stanziarono il "Troubled Asset Relief Program" (TARP), che permise al Tesoro americano di comprare asset, o immettere capitale, per un importo pari a 700 miliardi di dollari, a cui vennero aggiunti anche 150 miliardi di sgravi fiscali (Biraschi, Caretta, Padrini, 2009).

La mala gestione che contraddistingueva tutte le banche d'investimento, era nata a causa della deregolamentazione. Come vedremo successivamente, questa liberalizzazione finanziaria aveva permesso alle stesse istituzioni finanziarie di indebitarsi enormemente per comprare più prestiti dalle banche erogatrici, ed emettere contestualmente sempre più CDO.

Figura 8: Rapporto di indebitamento delle banche dal 1998 al 2007

Fonte: The Economist (2012)

Possiamo apprezzare questo trend nella Figura 8, il quale è molto interessante perché ci fa vedere quanto abbia influito l'aumento sui limiti del rapporto di indebitamento approvato dalla SEC (l'ente statunitense a cui è affidata la vigilanza della borsa), nel far aumentare a dismisura i rapporti di indebitamento già elevati all'interno delle principali banche d'investimento.

Questo provvedimento venne fatto approvare da Henry Paulson, che nel 2004 era l'amministratore delegato di Goldman Sachs, e che poi, nel 2008, si trovò a dover arginare una crisi che anche lui aveva contribuito a creare, in quanto venne nominato Segretario al Tesoro durante l'ultima parte della seconda amministrazione Bush (Onado, 2011).

Un altro degli aspetti distorti che caratterizzava l'operato delle banche d'investimento vedeva delle grosse cifre utilizzate dalle stesse per pagare bonus ai propri top manager. Questi bonus aumentavano in proporzione al livello di rischio con cui le banche chiudevano le operazioni. Questo controverso sistema di incentivi aveva permesso al mercato immobiliare di vivere sempre più in preda all'euforia, e di ingigantire la bolla e le distorsioni che di conseguenza si erano create nel mercato (Cohan, 2017). Riportiamo ora alcuni dei compensi che hanno ottenuto, nel corso del loro incarico, alcuni dei maggiori dirigenti di questi istituti finanziari:

- Joseph Cassano, dirigente AIG, 315 milioni di dollari (Daly, 2009);
- Dick Fuld, CEO Lehman Brothers, 480 milioni di dollari (Swaine, 2008);
- Henry Paulson, CEO Goldman Sachs, 485 milioni di dollari (Da Costa, 2008);
- Angelo Mozilo, CEO Countrywide, 470 milioni di dollari (Zingales, 2013).

Questi compensi risultano eccessivi, soprattutto se pensiamo che riguardano top manager di società successivamente fallite, o che hanno rischiato di esserlo durante gli anni che stiamo prendendo in considerazione. Inoltre, il più delle volte, le banche hanno erogato questi bonus poco prima di ricevere aiuti governativi per evitare la bancarotta. Oltre a ciò, questi soggetti non hanno neppure pagato per aver agito incuranti del rischio che le loro banche hanno dovuto sopportare, e risultarono impuniti dopo il processo che venne istruito dal Congresso degli Stati Uniti. Solo in pochi casi le banche si ritrovarono a pagare una multa, come nel caso di Goldman Sachs, la quale nel 2010 dovette versare 550 milioni di dollari alla SEC, e 267 milioni di dollari alla FSA britannica (Da Rold, 2010).

La stessa Goldman Sachs ha potuto beneficiare a dismisura della deregolamentazione che ha permesso la creazione di alcuni conflitti di interesse fra il settore pubblico e il privato, di cui elencheremo solo le figure più importanti (Prins, 2013):

- Henry Paulson, prima di diventare Segretario al Tesoro degli Stati Uniti vi ha lavorato a partire dagli anni settanta, fino a ricoprire il ruolo di CEO dal 1999 al 2006;

- Robert Rubin, Segretario al Tesoro dal 1995 al 1999 è stato socio della banca dal 1966 al 1992 e co-presidente dal 1990 al 1992;
- Robert Zoellick, presidente della banca mondiale dal 2007 al 2012 è stato consigliere delegato della banca dal 2006 al 2007.

Questi soggetti, come abbiamo visto poco fa con Paulson, sono stati alcuni dei principali sostenitori delle deregolamentazioni del mercato, anche se le stesse furono effettuate con l'idea di rendere in apparenza più snello il settore finanziario.

Gli effetti sulle banche non si fecero sentire solamente negli Stati Uniti, ma anche in Europa; il primo istituto a manifestare dei problemi fu la Northern Rock, banca britannica che trattava principalmente mutui immobiliari, la quale arrivò a concedere prestiti ai clienti fino al 125% del valore delle case (Raviolo, 2009). Per salvarla, la Banca Centrale Inglese stanziò 110 miliardi di sterline. Anche altri istituti di credito britannici in difficoltà, come la Royal Bank of Scotland, e la Lloyds TDB hanno ricevuto un aumento di capitale da parte del governo britannico per far fronte alle difficoltà. Inoltre alcune banche tedesche come IKB Deutsche Industriebank e Deutsche Bank, solo per citarne un paio, registrarono parecchie perdite in bilancio (Franceschini, 2009).

1.3.3 Le agenzie di rating

Le agenzie di rating sono delle società che assegnano il proprio giudizio su specifiche imprese e su particolari prodotti finanziari, utilizzando delle scale di valutazione predeterminate. Le tre principali agenzie di rating sono (Il sole 24 ore, Le Agenzie di Rating):

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

Queste società si sono sviluppate ed ingrandite in particolar modo negli ultimi decenni, parallelamente con l'evolversi del mercato finanziario, e di conseguenza con il crescente bisogno di informazioni da parte del pubblico degli investitori. Bisogna dire inoltre, che le agenzie sopraelencate sono tutte americane; (manca un'agenzia di rating europea, e ce n'è

solamente qualcuna di asiatica), questo per evidenziare come il giudizio sui mercati, e sulla bontà dei titoli sia in mano quasi completamente statunitense (Rame, 2017).

Tabella 1: I rating

Sortable Table Key	Moody's	Fitch	S&P
Highest grade credit	Aaa	AAA	AAA
Very high grade credit	Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-	AA+, AA, AA-
High grade credit	A1, A2, A3	A+, A, A-	A+, A, A-
Good credit grade	Baa1, Baa2, Baa3, Baa4	BBB+, BBB, BBB-	BBB+, BBB, BBB-
Speculative grade credit	Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-	BB+, BB, BB-
Very speculative credit	B1, B2, B3	B+, B, B-	B+, B, B-
Substantial risks - In default	Caa1, Caa2, Caa3, Ca	CCC, CC, C, RD, D	CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D

Fonte: Credit Report Service

La Tabella 1, indica, mettendo a confronto nel miglior modo possibile, quali sono le tipologie, e le sigle di classificazione delle tre principali agenzie di rating. Il verde rappresenta il più alto grado di solvibilità, mentre se ci spostiamo progressivamente verso il basso, la probabilità di pagamento diminuisce in modo drastico, fino a farci vedere quali sono i titoli che metterebbero maggiormente a rischio un investimento, evidenziati nella sezione in rosso. Ora, dopo aver brevemente descritto il ruolo e il tipo di lavoro che compiono queste agenzie, possiamo individuare quale peso hanno avuto nell'ultima crisi.

Nel nostro caso, le agenzie di rating avevano il compito di dare il proprio giudizio sul valore dei titoli derivati che venivano emessi dalle banche. Normalmente un investitore con bassa propensione al rischio, tende a comprare titoli sicuri, ovvero quelli valutati AAA dalle agenzie, mentre gli investitori con una propensione maggiore al rischio sono disposti ad accollarsi anche titoli con un rating meno elevato, che di conseguenza, essendo più rischiosi, pagano somme più elevate alla scadenza. I problemi sono nati nel momento in cui le banche hanno iniziato a creare dei pacchetti contenenti titoli a rischiosità mista (quindi uno stesso derivato poteva contenere ad esempio titoli valutati AAA, A-, BB, CCC+), rendendo difficile la loro valutazione alle agenzie. L'obiettivo delle banche era quello di ottenere il numero più elevato possibile di titoli con alto rating e con rendimento

elevato. Dato che erano proprio le banche a pagare le agenzie di rating per le valutazioni che davano sui titoli che esse stesse emettevano, le agenzie erano incentivate ad assegnare il numero maggiore di AAA possibile. Quando poi il mercato immobiliare crollò, quasi tutti i derivati che erano basati sui mutui sub-prime iniziarono a presentare problemi, in quanto molti avevano al loro interno titoli valutati AAA che invece non lo erano, per cui come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, anche il mercato dei derivati iniziò ad andare in difficoltà.

È chiara la distorsione presente nel meccanismo appena presentato, basti pensare che i titoli della Lehman Brothers erano valutati con "A" il giorno prima che la stessa dichiarasse bancarotta. Non si può valutare con "A" il titolo di una società il giorno prima del fallimento, quando invece da Tabella 1 sembra chiaro che avrebbe dovuto essere valutato C o D (Frydman, Goldberg, 2013).

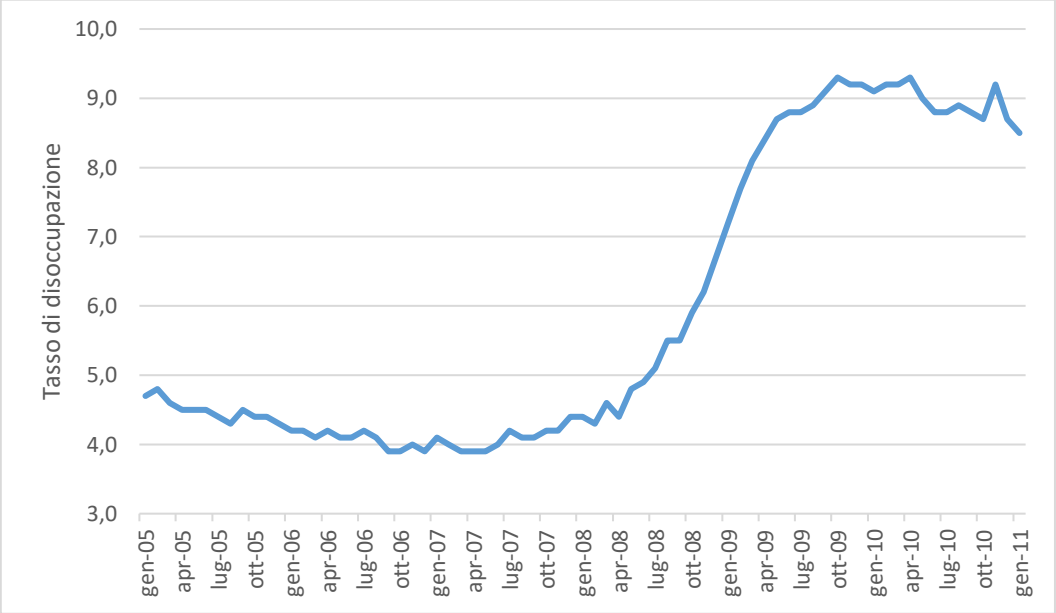
La regolamentazione potrebbe intervenire in questo sistema, dato che ad oggi le agenzie di rating non devono di fatto rispettare nessuna regola, ed operano creando il più delle volte stretti rapporti di collaborazione con le banche d'investimento. Una maggiore regolamentazione dei mercati, potrebbe risolvere questo problema, obbligando le agenzie a rendere pubblici i criteri con i quali operano il loro giudizio (Il sole 24 ore, Le Agenzie di Rating).

Di sicuro nel corso dell'ultima crisi, le agenzie di rating hanno contribuito in modo fondamentale alla creazione della bolla, dato che assegnando AAA alla maggioranza dei titoli, hanno fatto in modo che prosperasse l'illusione che il mercato immobiliare fosse solido, e hanno incentivato il meccanismo della cartolarizzazione in modo folle, finché il castello di carte non è definitivamente crollato.

1.4 Da crisi finanziaria a crisi economica

La crisi finanziaria ha avuto ripercussioni dirette sull'economia mondiale, dovute inizialmente al crollo del mercato immobiliare, e successivamente al venir meno della possibilità da parte delle imprese di finanziare le proprie attività, dato che le banche avevano interrotto le loro linee di credito. Ci fu anche una forte flessione nei consumi in tutto il mondo, e contemporaneamente un considerevole aumento della disoccupazione, comportato dalla chiusura di numerose imprese.

Figura 9: Tasso di disoccupazione negli Stati Uniti dal 2005 al 2011



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Unemployment Rate: 20 years and over

Come possiamo apprezzare dalla Figura 9, negli Stati Uniti c'è stato un chiaro aumento del tasso di disoccupazione che è passato da valori vicini al 4% nel periodo pre-crisi, fino a toccare punte superiori al 9% nel 2009.

Ovviamente la crisi non ha avuto le sue conseguenze solamente negli Stati Uniti, ma queste si sono protratte in tutto il mondo a causa dell'interconnessione dei mercati finanziari mondiali e della globalizzazione ormai diffusa. Per fare alcuni esempi la Philips annunciò il taglio di 6.000 posti di lavoro; in Inghilterra alcune imprese presero in considerazione la possibilità di ridurre la settimana lavorativa a tre giorni per non far aumentare ulteriormente la disoccupazione; in Italia si è visto il fallimento di 82.000 imprese fra il 2008 e il 2015, con la conseguente perdita di un milione di posti di lavoro (Ansa, 2015).

Per facilitare nuovamente l'accesso al credito, ed evitare così di bloccare l'economia mondiale, i governi dei Paesi più colpiti hanno stanziato ingenti quantità di denaro alle principali istituzioni finanziarie, a tassi particolarmente vantaggiosi. In particolare la FED, tramite il programma denominato TARP, prestò alle banche riportate qui in elenco le seguenti somme (CNN Money, Bailed out banks):

- Goldman Sachs 10 miliardi di dollari
- Bank of America 15 miliardi di dollari
- Citygroup 25 miliardi di dollari

- JP Morgan Chase 25 miliardi di dollari
- Wells Fargo 25 miliardi di dollari
- Morgan Stanley 10 miliardi di dollari
- Bank of New York Mellon 3 miliardi di dollari

Venne immessa liquidità anche nelle banche sane, per evitare che il mercato potesse capire quali erano quelle con maggiori sofferenze in bilancio, e si scatenasse di conseguenza un nuovo panico nei mercati. Queste misure si resero necessarie anche per evitare che il mercato interbancario si bloccasse, dato che le banche in piena crisi non si prestavano più denaro fra di loro, se non a tassi considerevolmente alti. Dobbiamo comunque precisare che questi tipi di interventi sono stati sostenuti sia dall'allora governatore della FED Ben Bernanke, che dal già citato Paulson, i quali erano contrari all'utilizzo di denaro pubblico per aiutare i debitori. Questi interventi che facevano parte del programma TARP, non avevano lo scopo di aiutare le famiglie in difficoltà a ripagare i loro mutui, ma servivano per aiutare le principali istituzioni finanziarie che vedevano i propri titoli in difficoltà a ritrovare una buona liquidità (Amato, Fantacci, 2009).

In Europa, oltre al salvataggio delle banche e all'intervento diretto dei governi nei mercati finanziari, si è assistito come per gli Stati Uniti all'utilizzo del Quantitative Easing. Questo meccanismo porta ad un aumento della circolazione della moneta a bassi tassi d'interesse nei Paesi membri, per stimolare i consumi e gli investimenti. La particolarità nella differenza di applicazione di questo strumento sta nel fatto che gli Stati Uniti lo utilizzarono fin da subito, mentre la BCE iniziò ad adoperarlo solamente nel 2011, dopo il cambio di governatore da Jean-Claude Trichet a Mario Draghi. Questo ritardo nell'utilizzo di uno strumento così importante ne ha portato ad un uso continuativo nel tempo, con una più difficile azione per arginare la complicata situazione economica europea, che l'attesa aveva contribuito ad aggravare. I tassi d'interesse sono stati comunque mantenuti bassi per un lungo periodo sia da parte della FED, che da parte della BCE; un procedimento iniziato subito dopo la crisi, che si è protratto fino alla fine del 2015 (Fawley, Neely, 2013).

1.5 La crisi del debito sovrano europeo

In Europa la crisi finanziaria si è manifestata in particolar modo a causa dell'eccessivo debito pubblico (Bagella, 2015). Per dimostrare la facile interconnessione fra gli attori

della crisi, basti pensare che la crisi del debito sovrano europeo iniziata nel 2010, e considerata una prosecuzione della crisi finanziaria del 2008, è stata innescata dai downgrade operati dalle agenzie di rating.

Alcuni Paesi dell'Unione Europea, soprattutto del sud, ma non solo, a partire dalle fine del 2009 avevano registrato segni di debolezza a causa del rapporto fra debito pubblico e PIL. I più esposti in tal senso risultarono essere il Portogallo, l'Irlanda, la Spagna, l'Italia, e soprattutto la Grecia. Si temeva che questi Paesi, dopo lo scoppio della crisi finanziaria, non fossero più in grado di far fronte ai propri impegni finanziari. Dato che beneficiavano in gran parte di investimenti esteri, rischiarono di trovarsi insolventi, visto che avevano emesso negli anni precedenti un elevato debito pubblico. Le agenzie di rating iniziarono quindi un pesante declassamento dei loro rating, contribuendo a scatenare il panico nei mercati, e provocando di conseguenza ancora più danni nell'economia mondiale per il possibile default di uno o più Paesi appartenenti all'area euro (Polidori, 2009). Passiamo ora ad esaminare nel dettaglio le situazioni di questi Paesi:

IRLANDA

In Irlanda, allo scoppio della bolla immobiliare nel 2008, il PIL si ridusse del 7,5%, la disoccupazione toccò il 13,8%, mentre vi fu una deflazione del 6,5%. Il problema del debito pubblico del Paese si manifestò, nel momento in cui, per salvare le banche irlandesi che rischiavano di fallire a causa dei crediti deteriorati sui mutui, le stesse richiesero al governo un piano di salvataggio di 50 miliardi, che rappresentava circa il 30% dell'economia irlandese (Il sole 24 ore, 2010). La conseguenza fu che l'agenzia di rating Moody's tagliò le stime sul debito portandole a Ba1, quando fino a ventiquattro mesi prima erano Aaa (La Repubblica, 2011).

GRECIA

Per la Grecia, il discorso fu diverso, in quanto il problema fu causato dal debito pubblico quasi raddoppiato sotto il governo di Karamanlis che passò da 160 miliardi di euro a 300 miliardi nel giro di pochi anni, e che lo stesso governo aveva occultato falsificando il bilancio statale. Il problema venne alla luce con il cambio di governo nel 2009, e con la contestuale scoperta che il deficit di bilancio risultava essere del 13,6%. Una corruzione dilagante e un'economia sommersa pari al 35% della stessa economia greca non aiutavano il sistema. La situazione fu aggravata dalla crisi finanziaria, che portò una stretta al credito a livello mondiale. Le agenzie di rating abbassarono sempre più la

classificazione di questo Paese; Moody's arrivò a valutarlo Caa1 nel 2011, nonostante i numerosi aiuti messi in campo dall'Unione Europea e dal Fondo Monetario Internazionale (Corriere della Sera, 2011).

PORTOGALLO

Per il Portogallo, invece il problema derivò dalla mancata competitività della propria economia, che portò nel 2011 le banche nazionali ad annunciare di non riuscire ad acquistare i titoli di debito emessi dal proprio governo. A questo problema seguirono 80 miliardi di euro di aiuti da parte dell'Unione Europea. Anche in questo caso, come avvenne per la Grecia, le agenzie abbassarono la valutazione del Paese subito dopo gli annunci degli aiuti; Moody's declassò il rating del Portogallo portandolo fino a Ba2 (La Repubblica, 2011).

SPAGNA

In Spagna, l'economia nel decennio pre-crisi fu trainata dal settore edilizio e da quello bancario, per cui anche in questo caso, come per l'Irlanda, vi fu un grosso impatto allo scoppio della bolla finanziaria. Le conseguenze furono: un vertiginoso aumento del debito pubblico che raddoppiò nel giro di cinque anni, un deficit annuo vicino al 10%, e il tasso di disoccupazione che superò il 21% nel 2011 (Corriere della Sera, 2012). Nonostante molti economisti l'abbiano definita come l'economia più in difficoltà dell'eurozona, Standard & Poors nell'aprile del 2012 tagliò il rating solamente fino a BBB+ (La Repubblica, 2012).

ITALIA

Infine parliamo anche dell'Italia. Il nostro Paese ha subito vicende simili agli Stati soprariportati per quanto riguarda il declassamento del debito da parte delle agenzie di rating, anche se per motivi diversi dai precedenti. I timori maggiori che sono stati presi in considerazione per esprimere una valutazione sul debito, si riferiscono oltre che all'elevato debito pubblico, alla bassa crescita che ha contraddistinto l'economia italiana negli ultimi decenni, che lasciava perplessi, in merito alla solvibilità del debito sempre crescente. Anche in questo caso tutte e tre le agenzie hanno proceduto progressivamente ad abbassare il rating sul debito pubblico dell'Italia, che nel momento in cui sto scrivendo questo elaborato, risulta essere fra i più bassi dell'intera eurozona (Teleborsa, Rating Agenzie):

- Standard & Poor's BBB
- Moody's Baa2
- Fitch BBB

1.6 La crisi nella cultura di massa

Vogliamo ora evidenziare come la crisi finanziaria non abbia avuto solamente conseguenze dal punto di vista economico, come abbiamo potuto vedere nei paragrafi precedenti, ma anche di come abbia contribuito a crearsi uno spazio importante in quella che viene solitamente definita "cultura di massa".

Il settore che più di tutti ha sviluppato e raccontato le vicende intercorse nel decennio scorso è stato quello cinematografico, con la creazione di numerosi film. Ma andiamo con ordine. Nell'immaginario collettivo coloro che lavorano nel settore finanziario sono stati dipinti sempre più come avidi uomini d'affari senza scrupoli, che nell'ottica di un maggiore profitto (personale ovviamente), non si tirano indietro dall'effettuare operazioni discutibili in borsa. Il personaggio chiave che incarna perfettamente questa definizione risulta essere Gordon Gekko, il quale è stato originariamente e magistralmente interpretato da Michael Douglas nel film Wall Street di Oliver Stone (Desloires, 2015). Questo soggetto non è stato solamente ripescato con un ruolo fisso per il sequel "Wall Street – Il denaro non dorme mai" del 2010 (ambientato appunto durante l'ultima grande crisi finanziaria); ma viene citato spesso all'interno di dialoghi in altri film, come per esempio in "The Wolf of Wall Street" di Martin Scorsese. Inoltre gli sono state dedicate copertine reali di numerosi periodici finanziari come Fortune. Anche il Primo Ministro australiano, Kevin Rudd (2008), in piena crisi in corso lo cita:

> *"Forse è arrivato il momento di ammettere che non abbiamo imparato tutta la lezione dell'ideologia dell'avidità è buona. E oggi stiamo ancora ripulendo il disastro lasciatoci dai figli di Gordon Gekko del XXI secolo."*

Un film che ha riscosso un notevole successo nel 2016, con ben cinque candidature ai Premi Oscar è stato "La grande scommessa". Questa pellicola, racconta la storia di un manager di hedge fund che intuisce quali sono le crepe presenti nel mercato immobiliare basato sui mutui sub-prime, e ne prevede il crollo. Investendo grossissime cifre in CDS, ottiene profitti altissimi una volta scoppiata la bolla (D'agostini, 2016).

Non sono stati prodotti solamente dei film sulla crisi, ma anche dei documentari piuttosto interessanti come "Inside Job" che ha vinto l'Oscar per il miglior documentario nel 2011; nel corso della pellicola viene narrata direttamente la crisi del 2008, con interviste alla maggior parte dei protagonisti e ad un gran numero di economisti. Direttamente collegato a questo documentario possiamo citare anche "Too Big to Fail – Il crollo dei giganti", che vede come protagonista Henry Paulson e le manovre adottate per arginare la crisi nei giorni più cruciali della fine del 2008. Questo film, a differenza dei precedenti, racconta gli stessi avvenimenti ma con l'occhio del governo.

"Margin Call", invece è una pellicola che fa particolarmente riflettere sul ruolo che una crisi può avere per milioni di persone, per quel che riguarda il peggioramento delle condizioni di vita. Questo film narra le vicende di un broker di Wall Street che non sa se appoggiare la scelta della società per cui lavora di vendere tutti i titoli tossici che ha in portafoglio, in quanto è cosciente che questa decisione potrebbe far scoppiare il panico nei mercati, e di conseguenza ridurre in povertà milioni di persone.

Infine dobbiamo riportare anche "Capitalism: A Love Story", documentario di Michael Moore del 2009, che parte dalla crisi dei mutui sub-prime dell'anno precedente, per fare una panoramica generale sul ruolo dell'economia nella società, sui bassi salari, e sulle conseguenze della disparità sociale che questi contribuiscono a creare (Sollazzo, 2009).

1.7 Conclusioni

> *"Ma come possiamo sapere quando un'irrazionale esuberanza ha gonfiato indebitamente i prezzi delle attività patrimoniali, che poi diventano soggetti a inaspettate e prolungate contrazioni come è accaduto in Giappone nel decennio passato? [...] In quanto banchieri centrali, non dobbiamo necessariamente preoccuparci, se il collasso di una bolla degli asset finanziari non minaccia di danneggiare l'economia reale, la sua produzione, i posti di lavoro e la stabilità dei prezzi [...] Ma non dovremmo sottovalutare o compiacerci della complessità delle interazioni che sussistono tra i mercati delle attività patrimoniali e l'economia. Pertanto, valutare i movimenti dei bilanci in generale, e dei prezzi degli asset in particolare, deve essere parte integrale dello sviluppo di una politica monetaria."* (Rajan, 2012, p.177)

Volevo iniziare il paragrafo conclusivo di questo capitolo, con una citazione che mi sembra perfetta per sottolineare nuovamente l'irrazionalità che era presente nei mercati nello scorso decennio. Questa frase è stata pronunciata dall'allora presidente della FED Alan Greenspan, il 5 dicembre 1996 (questo famoso discorso viene chiamato Greenspan Put). Mi sono soffermato sulla parola "irrazionalità" in quanto Greenspan, che è stato per vent'anni circa il presidente della FED, ha sempre appoggiato durante il suo mandato una politica monetaria basata sul laissez faire, piuttosto di intervenire direttamente, come in questo caso, per anticipare una bolla che sarebbe scoppiata dopo più di dieci anni. Questa risposta ci viene parzialmente fornita, sempre dallo stesso Greenspan, in un discorso tenuto a Jackson Hole nel 2002 (quindi dopo la bolla delle dot-com), in cui sostenne che, sebbene la FED non potesse riconoscere o impedire un'espansione dei prezzi delle attività patrimoniali, avrebbe potuto mitigare le ricadute qualora si fossero verificate e, sperabilmente, facilitare la transazione a una nuova espansione (Rajan, 2012, p.178).

Questo esempio ci risulta perfetto per spiegare in parole povere la politica che fu sostenuta in quegli anni: si è preferito ignorare i segnali che parlavano di una probabile crisi in arrivo nel mercato immobiliare, per concentrarsi solamente sui dati positivi di un'economia in espansione a livello mondiale, trainata oltre che dai Paesi emergenti, dalla stessa crescita del settore immobiliare, e da un forte aumento del debito privato negli Stati Uniti. Come si è visto nel corso del capitolo, arginare una crisi comporta delle immediate manovre di politica economica, ad esempio come è stato fatto nel 2001 con la riduzione dei tassi di interesse. Bisognerebbe magari porre una maggiore attenzione sulle stesse manovre che vengono poste in essere, in quanto se combinate con altri tipi di interventi, e di distorsioni già presenti nel mercato, possono arrivare a causare un'altra bolla di maggiori dimensioni dopo solo pochi anni (come effettivamente è successo dal 2001 al 2008).

Ma arginare le conseguenze di una bolla di più grosse dimensioni, come può risultare facile pensare, è un processo difficile e soprattutto lungo, come è stato già dimostrato con la crisi del 1929. Infatti, come vedremo nel corso del prossimo capitolo, dopo la grande depressione sono stati creati degli strumenti volti ad impedire la formazione di queste crisi, in particolar modo, ponendo dei freni e regolamentando il mercato finanziario.

CAPITOLO 2: LA DEREGOLAMENTAZIONE NEGLI STATI UNITI

2.1 Introduzione

Per poter parlare di deregolamentazione, dobbiamo necessariamente iniziare con lo spiegare la fase precedente, ovvero quella in cui il mercato finanziario non era particolarmente flessibile, né tantomeno dinamico, a causa delle leggi che erano state promulgate dopo lo scoppio della crisi del 1929, le quali erano volte a riparare le falle presenti nel sistema. Cominceremo infatti con il parlare del Glass-Steagall Act del 1933, che ha avuto il compito di separare le banche commerciali da quelle d'investimento, per poi passare al Gramm-Leach-Bliley Act del 1999, che ha sostituito parzialmente la precedente legge, dando un forte impulso alla deregolamentazione del mercato finanziario, incoraggiando così, quei comportamenti che hanno portato alla crisi finanziaria del 2008.

Dobbiamo evidenziare come, negli Stati Uniti, il processo di deregolamentazione sia iniziato nel periodo a cavallo fra gli anni settanta e gli anni ottanta, e sia continuato fino agli inizi del nuovo millennio. Ricordiamo in merito il Garn-St. Germain Depository Institutions Act del 1982 che portò ad una deregolamentazione quasi totale dei risparmi; il Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act del 1994 che eliminò le precedenti restrizioni sulle banche interstatali; il Citicorp-Travelers Merger del 1998 che diede per la prima volta ad una banca commerciale la possibilità di fondersi con una società di assicurazioni, creando così la più grande società finanziaria del mondo; il Commodity Futures Modernization Act del 2000 che ha impedito la regolamentazione della maggior parte dei contratti derivati; la Voluntary Regulation del 2004 che ha consentito alle banche d'investimento di detenere meno capitale in riserva e di aumentare la leva finanziaria (Sherman, 2009). Passeremo poi ad esaminare la Dodd-Frank Wall Street Reform Act, ovvero la prima misura che è stata approvata dopo la crisi finanziaria, per limitare il potere che negli anni le grandi società finanziarie sono arrivate ad accumulare, riproponendo così una parziale regolamentazione del mercato.

Nella seconda parte del capitolo, invece, concluderemo questa nostra analisi andando ad evidenziare quali sono stati i principali personaggi che hanno promosso e attuato la

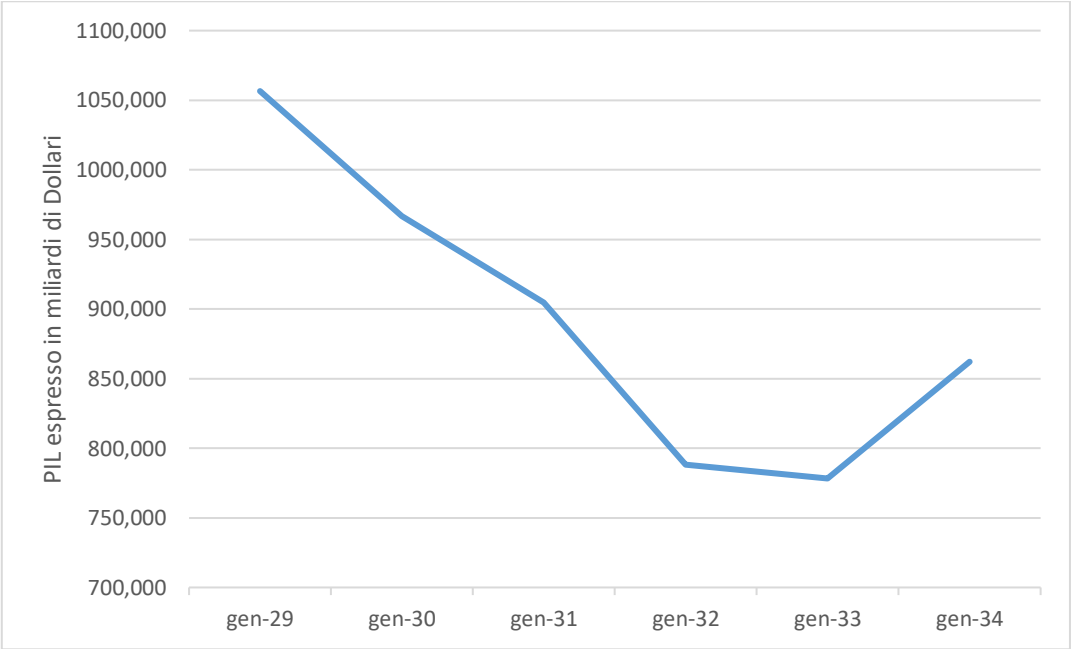
deregolamentazione, esaminando i rapporti che hanno avuto con le varie amministrazioni che si sono succedute nel tempo. In particolare analizzeremo l'operato di Alan Greenspan, sotto la cui presidenza della FED sono state promosse la maggior parte delle leggi deregolamentatorie. Inoltre vedremo le principali azioni adottate dai più influenti Segretari al Tesoro che si sono succeduti negli ultimi decenni.

2.2 L'evoluzione degli strumenti regolatori

2.2.1 Il Glass-Steagall Act

Innanzitutto dobbiamo partire con il mettere in primo piano il fatto che ha portato all'emanazione di questa legge, ovvero la crisi del 1929. Le due principali conseguenze economiche che ebbe questa crisi furono l'aumento smisurato della disoccupazione, e la forte diminuzione del PIL; come possiamo infatti notare dalla Figura 10, esso ebbe un vero e proprio tracollo, costante e senza precedenti, nei quattro anni successivi al martedì nero (Bollino, 2005).

Figura 10: Andamento del PIL negli Stati Uniti dal 1929 al 1934



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Real Gross Domestic Product

Il periodo successivo alla prima guerra mondiale fu, infatti, caratterizzato da una forte attività speculativa nel sistema finanziario, a cui non fu posto un limite; vi era nel mercato

un'euforia che aveva portato all'accumulazione di titoli azionari da parte degli investitori, senza che questi si preoccupassero della qualità degli stessi. Questo meccanismo portò sia ad una crescita della domanda di azioni, che ad un aumento delle quotazioni, a cui non corrispose però un aumento della vendita di beni, causato dai salari rimasti stabili. Fu infatti questo il fattore che portò ad una vendita senza precedenti di titoli. Di conseguenza ci fu il crollo della borsa, e il panico fra i risparmiatori stessi che si precipitarono nelle banche per ritirare il proprio denaro. Si arrivò così al fallimento della gran parte degli istituti finanziari negli Stati Uniti, con conseguenze che per la prima volta si propagarono anche in Europa e nel resto del mondo (Galbraith, 2003).

Per evitare il ripetersi di situazioni come quella appena descritta, si rese necessario porre dei freni al sistema finanziario, e quindi di conseguenza riformarlo. Per questo nel 1933 venne promulgato dal congresso il Banking Act, di cui facevano parte anche quattro disposizioni chiamate Glass-Steagall Act (Federal Reserve Bank of St. Louis: Banking Act of 1933).

La legge bancaria del 1933 viene spesso indicata con i nomi dei suoi due promotori, ovvero Glass e Steagall, che in effetti sono stati gli artefici del punto più importante della stessa, ovvero quello che prevedeva la separazione delle banche commerciali dalle banche d'investimento. Dobbiamo comunque sottolineare alcune delle misure presenti nel Banking Act che furono inserite per contrastare la speculazione, e aumentare la regolamentazione dei mercati, nel dettaglio (Federal Reserve Bank of St. Louis: Banking Act of 1933):

- la creazione del FOMC, ovvero del comitato federale del mercato aperto;
- il Regolamento Q che pose attenzione sull'ammontare degli interessi da pagare sui conti aperti, e sulla loro modalità di pagamento;
- limitazione degli usi speculativi del credito bancario.

Questo atto istituì quella che poi sarebbe stata considerata come la tradizionale regolamentazione bancaria di separazione fra banca commerciale e banca d'investimento, che limitò la concorrenza sui depositi e sul tasso d'interesse per dare maggiori assicurazioni ai depositanti sui loro risparmi (Garten, 1991). I molti sostenitori di questo atto affermano che esso ha contribuito a creare un lungo periodo di stabilità nel mondo

bancario e della finanza, grazie anche alla riduzione dei rischi, che di conseguenza ha portato le banche a guadagnare profitti elevati (Russell, 2008).

Passiamo ora a vedere nel dettaglio il Glass-Steagall Act, presente alle sezioni 16, 20, 21 e 32 del sopracitato Banking Act. Il testo della legge venne scritto basandosi sul risultato delle investigazioni poste in essere dalla "Pecora Commission", ovvero l'inchiesta iniziata il 4 marzo 1932 dalla commissione del Senato degli Stati Uniti creata con il compito di indagare sulle cause del crollo di Wall Street del 1929, dalla quale emerse principalmente che (Carpenter, Murphy, Murphy, 2016):

- le banche commerciali usavano i depositi dei clienti per partecipare ad operazioni di mercato, e speculare su di esso, oltre ad altre operazioni che per legge le banche commerciali non dovevano affrontare;
- le banche commerciali violavano il dovere fiduciario nei confronti dei depositanti dando consigli di investimento senza curarsi del cliente che avevano di fronte;
- gli impiegati di banca ricevevano compensi eccesivi per le vendite di titoli.

La prima conseguenza diretta fu che si arrivò alla separazione fra attività bancaria tradizionale, e attività bancaria d'investimento, venne inoltre istituito il Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) che aveva lo scopo di garantire i depositi per le banche appartenenti al Federal Reserve System, vigilare sulla solvibilità delle banche statali non appartenenti a questo sistema, oltre che tutelare i depositanti in modo da evitare corse allo sportello che potessero causare il panico, come avvenne nel 1929 (Federal Reserve Bank of St. Louis: Banking Act of 1933).

Un primo grande esempio di come questa legge portò dei concreti cambiamenti in Wall Street è stata la nascita di Morgan Stanley. Questa banca, ha visto infatti la propria storia iniziare a causa del Glass-Steagall Act: dopo l'obbligo di separazione fra banca commerciale e banca d'investimento, JP Morgan decise di operare come banca commerciale, mentre alcuni impiegati della stessa, fra i quali Henry S. Morgan e Harold Stanley, lasciarono la banca nel 1935 e si unirono ad altri soci per formare la Morgan Stanley, che avrebbe operato come banca d'investimento (Dufries, 2011).

Guardiamo ora nel dettaglio le varie sezioni di questa legge (Carpenter, Murphy, Murphy, 2016):

- la sezione 16 vietava alle banche nazionali di acquistare o vendere titoli, tranne che per conto del cliente, e proibiva inoltre alle banche di sottoscrivere o di distribuire gli stessi titoli. Questa sezione permetteva invece agli istituti finanziari di acquistare, vendere e sottoscrivere obbligazioni emesse dal governo americano, o dagli stati federali;
- la sezione 20 vietava alle banche di affiliarsi con società, imprese, o altre organizzazioni impegnate principalmente nell'emissione, nella sottoscrizione, e nella vendita di azioni ed obbligazioni;
- la sezione 21 che attualmente risulta essere in vigore, anche se in modo difforme, rendeva illegale che una banca impegnata in attività di emissione, sottoscrizione, e vendita di titoli potesse raccogliere anche i risparmi dei clienti;
- la sezione 32 invece, imponeva che nessun dirigente di una banca fosse un funzionario, un direttore, o un manager di un'altra società impegnata principalmente nell'acquisto, nella vendita, o nella negoziazione di titoli.

Con il Banking Act del 1935 è stata modificata la sezione 32, per renderla coerente con la sezione 20, in particolar modo vietando che una società ed una banca potessero avere in comune non solo un funzionario, ma anche un semplice dipendente (Kress, 1935).

Questa legge è considerata la legge di riferimento in materia di regolamentazione del mercato, ma presentava anche delle piccole scappatoie, una fra tutte derivava dal fatto che sia nella sezione 20, che nella sezione 32, è presente la parola "principalmente", per cui questi potevano non essere interpretati come divieti assoluti. Uno dei suoi punti di forza, stava invece nel fatto di prevedere che tutte le banche avrebbero dovuto far parte del sistema della Federal Reserve. Questo venne meno con la riforma del 1983, e portò gli Stati Uniti ad avere di fatto un sistema bancario doppio, in cui molte banche rimasero fuori da questa struttura, con la conseguenza che c'erano istituti finanziari che non dovevano sottostare alle disposizioni presenti nel Banking Act (Norton, 1987).

2.2.2 Il Gramm-Leach-Bliley Act

Come abbiamo anticipato, la progressiva erosione del Glass-Steagall Act è avvenuta a partire dagli anni settanta, per poi continuare prepotentemente fino agli anni ottanta e novanta; anni in cui sia la FED che le altre agenzie governative di supervisione dei mercati

ne permisero l'aggiramento. Le banche sono state infatti autorizzate gradualmente a sottoscrivere svariate tipologie di titoli, fino ad arrivare ad operare anche nel comparto assicurativo. Il culmine, arrivò precisamente con il Gramm-Leach-Bliley Act approvato dal Congresso nel 1999, che finiva con l'abrogare le precedenti disposizioni, fino a sostituirle con una nuova legislazione, la quale, secondo i suoi promotori, doveva essere al passo con la modernizzazione del sistema finanziario, e con le sempre maggiori attività in cui si impegnavano le istituzioni finanziarie (Bottiglia, 2012).

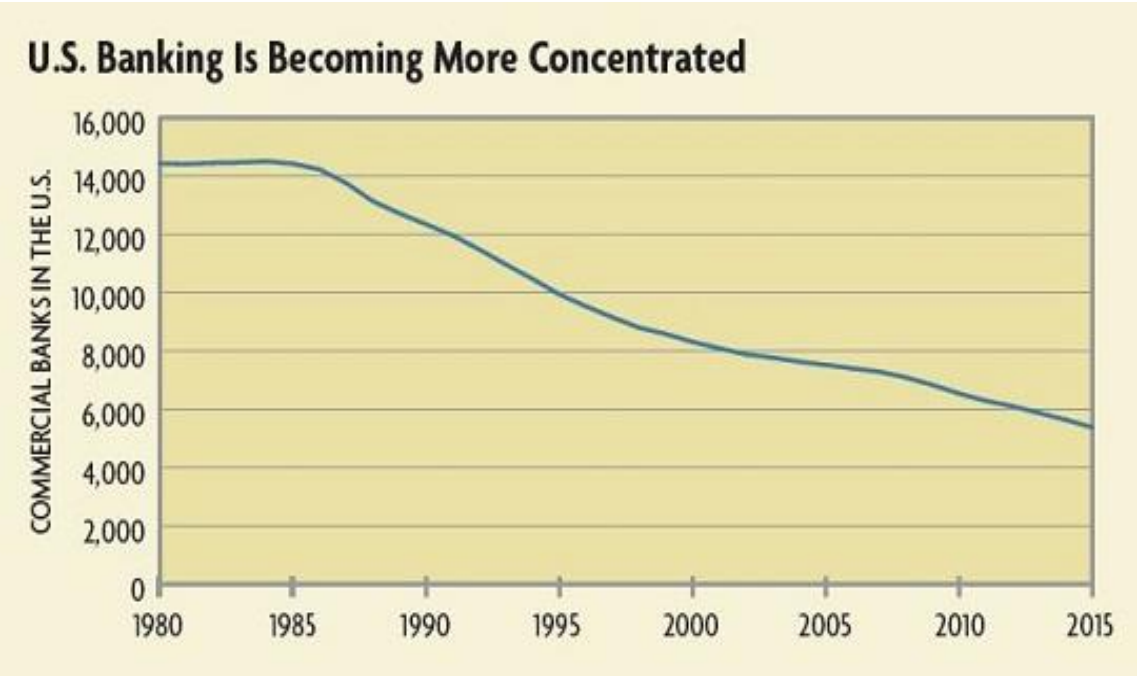
Ma andiamo con ordine. Le prime significative misure di ripensamento del Glass-Steagall Act, avvennero nel dicembre 1986, quando la stessa FED reinterpretò la legge stabilendo che una banca poteva conseguire solo fino al 5% dei ricavi lordi da attività di investimento bancario. Anche se questa disposizione sembrava essere in conflitto con l'interpretazione letterale della legge, la FED sostenne che il Glass-Steagall Act non definiva con precisione il significato della parola "principalmente", per cui la legge poteva essere interpretata in modo più estensivo. Anche nel 1987 la FED continuò ad allentare le restrizioni, concedendo a diverse banche di partecipare ad attività di compravendita di titoli, con il paletto che gli utili provenienti da tali attività non superassero il limite del 10%. Nel 1996, si arrivò ad una prima grande svolta: la FED permise alle banche di detenere operazioni di investimento bancario, alzando la soglia al 25% dei loro ricavi. Questa decisione, rendeva di fatto obsoleto il Glass-Steagall Act, dato che praticamente ogni banca poteva restare tranquillamente al di sotto del limite del 25% (Sherman, 2009). Nel 1998, ci fu la fusione fra Citicorp e Travelers, ovvero fra una banca commerciale ed una holding finanziaria, resa possibile da una deroga al Glass-Steagall Act, che di fatto ne anticipò l'abolizione dello stesso (Zampaglione, 1998).

Si arrivò quindi al 1999, e all'approvazione, come abbiamo accennato ad inizio paragrafo, del Gramm-Leach-Bliley Act, ovvero della legge che portava all'abrogazione di gran parte del Glass-Steagall Act del 1933. Questo atto, fu incentivato soprattutto per il fatto che veniva ritenuto che portasse ad una maggior capacità di diversificazione, mitigazione del rischio, e conseguimento di migliori risultati reddituali tramite il modello della banca universale. Questo fu solamente il punto di arrivo di un processo, che come abbiamo visto, è partito negli anni ottanta; l'innovazione finanziaria determinò una riduzione significativa dei profitti derivanti dall'attività bancaria tradizionale, che portò alla diminuzione del numero di banche commerciali. La conseguenza diretta fu che il settore

finanziario vide ingrandirsi enormemente la propria influenza, anche a causa del processo di deregolamentazione che era iniziato. Importante fu l'emanazione di alcune leggi, come la "Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act" del 1994, che in questo caso ha portato le banche commerciali ad aumentare la loro grandezza, come abbiamo visto che avvenne ad esempio con la fusione fra Citicorp e Travelers nel 1998 (Bradsher, 1994).

Possiamo iniziare ora, a fare le prime considerazioni. Abbiamo visto come la progressiva erosione della regolamentazione finanziaria, e la creazione di sempre nuovi strumenti finanziari, abbia caratterizzato i decenni precedenti alla crisi del 2008. È stato infatti questo mix che ha influito in modo significativo, nel comportamento degli agenti operanti nel sistema finanziario; è anche vero che l'aumentare della dimensione delle banche ha portato ad una più alta probabilità di erogazione di prestiti rischiosi, e di conseguenza ha contribuito a minare il mercato dei mutui, e il mercato immobiliare su cui era basato il tutto (Boyd, Runkle, 1993).

Figura 11: Numero di banche negli Stati Uniti dal 1980 al 2015



Fonte: Sgroi (2017)

Possiamo notare bene questo trend dall'andamento del grafico presente in Figura 11; la progressiva modifica delle leggi regolatorie ha portato ad una diminuzione graduale del numero di banche, con il conseguente aumento della loro concentrazione, che portarono

ad una diminuzione della concorrenza. Le banche sono passate da essere più di 14.000 nel 1980, a meno di 6.000 nel 2015 (Sgroi, 2017).

La possibilità di creare una nuova struttura universale chiamata "Financial Holding Company" fu una delle novità, in quanto permetteva una maggiore libertà rispetto alle società controllate, nei confronti delle quali vi erano ancora alcuni divieti quali: l'attività assicurativa, il merchant banking e l'investimento in beni immobili (McCoy, 2002).

Come abbiamo visto, il principale compito di questa legge, è stato quello di permettere le fusioni fra istituzioni finanziarie di vario tipo, quindi fra banche commerciali, compagnie assicurative, e banche d'investimento. La diretta conseguenza fu la creazione di istituzioni finanziarie di sempre maggiore dimensione, che ha portato lo stesso ex governatore della Federal Reserve Alan Greenspan a dire: *"If they're too big to fail, they're too big"* (The New York Times, 2009). Queste banche, come abbiamo avuto la possibilità di vedere nel primo capitolo, sono state aiutate in modo diretto dalla FED e dal governo degli Stati Uniti durante la crisi del 2008, per evitare che potessero divenire insolventi. Gli istituti finanziari americani che rientrarono in questa categoria, secondo i criteri stabiliti dal Financial Stability Board (2008) sono:

- Bank of America;
- Bank of New York Mellon;
- Citigroup;
- Goldman Sachs;
- JP Morgan Chase;
- Morgan Stanley;
- State Street;
- Wells Fargo.

Andando con ordine, ed esaminando banca per banca solo le operazioni più rilevanti, possiamo evidenziare come la maggior parte di esse siano il risultano di acquisizioni e di fusioni di più istituzioni finanziarie, avvenute nel corso degli ultimi due decenni (ovvero in periodi successivi all'approvazione del Gramm-Leach-Bliley Act).

Bank of America per come la vediamo noi ora, è il risultato dell'acquisto di Countrywide Financial (che si occupava dell'erogazione di mutui), avvenuto nel gennaio del 2008 per 4 miliardi di dollari (Franceschi, 2008), e dell'acquisto di Merril Lynch nel settembre dello

stesso anno (e della successiva fusione con la stessa Merril nell'ottobre del 2013), conclusosi per 50 miliardi di dollari (Platero, 2008). Queste due operazioni sono avvenute in tempi recenti, ma dobbiamo anche ricordare di come BoA sia il risultato dell'acquisizione di BankAmerica da parte di NationsBank avvenuta nel 1998 per 62 miliardi di dollari, che all'epoca rappresentava il più grande acquisto bancario della storia. Dobbiamo rammentare che anche se il Gramm-Leach-Bliley Act doveva ancora essere approvato, c'erano forti pressioni per arrivare all'abolizione del Glass-Steagall Act, e di fatto questo non veniva applicato per tale materia (Mitchell, 1998).

Bank of New York Mellon è invece il risultato della fusione avvenuta nel 2007 fra Bank of New York e la Mellon Financial, che creò una delle più grandi società di gestione patrimoniale al mondo (Teather, 2006).

Se di Citigroup abbiamo già parlato, passiamo ora a Goldman Sachs, che nel 1999 ha acquistato la Hull Trading Company, ovvero una delle principali società operanti nel settore finanziario per 531 milioni di dollari (Burns, 1999).

La storia di JP Morgan Chase, risulta essere invece più complessa. Nel 2004 acquistò la Bank One, diventando così la più grande emittente di carte di credito negli Stati Uniti, e nel 2008 fu il turno della Bear Stearns, che in quel momento era la quinta banca d'investimento negli Stati Uniti, ma che rischiava di divenire insolvente a causa della crisi dei mutui che era appena scoppiata (Sorkin, 2008). Stessa sorte toccò alla Washington Mutual sempre nel 2008, che cedette le proprie attività per una cifra pari a 1,9 miliardi di dollari, in quanto non era più in grado di proseguire le proprie operazioni per mancanza di liquidità (Corriere della Sera, 2008).

Infine Wells Fargo, nel 2008 ha acquistato Wachovia, (che a sua volta era il risultato della fusione avvenuta nel 2001 fra la banca commerciale First Union e la banca d'investimento Wachovia) per 15,1 miliardi di dollari (Poggi, 2008).

Possiamo notare ora, come l'approvazione del Gramm-Leach-Bliley Act, principalmente per quello che riguarda la fusione fra banche commerciali e ogni altro tipo di istituzione finanziaria, abbia portato alla creazione di grandi holding bancarie. Queste istituzioni, nella passata crisi hanno avuto un ruolo da protagonista, causato in primis dall'aumento del rapporto di indebitamento e dal mancato controllo degli enti governativi sul loro operato, in particolar modo per ciò che riguarda la concessione di mutui, e la

cartolarizzazione degli stessi. Proprio questo risulta essere stato il problema, in quanto più grande diventa un'istituzione finanziaria, più questa opererà in modo rischioso, dato che dal sistema verrà considerata "too big to fail", ovvero troppo grande per poter essere lasciata fallire. Per esporre il fatto nel modo più completo possibile, possiamo dire che queste risultano essere delle società così radicate nel sistema, e con un volume d'affari così elevato, che un loro fallimento potrebbe avere conseguenze catastrofiche. Questo fatto porta di conseguenza i loro manager a non curarsi delle azioni che intraprendono, visto che presumono sarà il governo a pensare al loro salvataggio nel caso di guai (Ennis, Malek, 2005).

Il fatto paradossale risulta essere che sia il governo che la FED hanno incoraggiato particolarmente la creazione di grosse holding bancarie, anche dopo lo scoppio della crisi, in questo caso tra l'altro per cercare di arginare la crisi stessa. In poche parole si è scelto come soluzione quella di creare banche ancora più grandi per risolvere i problemi che proprio le grandi banche avevano causato precedentemente (Jenkins, Bott, 2017).

Un articolo pubblicato nel 2007 da Craig e Hardee, illustra l'effetto che queste grandi istituzioni finanziarie hanno sull'erogazione del credito alle piccole imprese, e contribuisce a studiare gli effetti di questa legge nel mercato. La loro ricerca si basa sulle informazioni disponibili al 1998 nell' "Indagine sulle finanze delle aziende di piccole dimensioni" della FED, contenente dati su 3561 piccole imprese, dalla quale risulta che per le piccole imprese è più difficile ottenere credito nel momento in cui il mercato è dominato da grandi banche.

Anche il premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz, in un discorso tenuto al congresso degli Stati Uniti nel 2009, sosteneva come l'abolizione del Glass-Steagall Act e la conseguente creazione di istituzioni finanziarie "too big to fail", sia stata probabilmente la causa principale della crisi dell'anno precedente. Anzi, lo stesso Stiglitz non si ferma a questo, ma invita anche il Congresso a ritornare sui propri passi e a regolamentare nuovamente il mercato, per evitare che si verifichino ancora una volta problemi come nei punti soprariportati. Suggerisce soprattutto che le banche tornino al loro compito originario, ovvero quello di operare come banche commerciali, lasciando il rischio alle altre istituzioni finanziarie. Insomma anche a detta di Stiglitz il problema è scaturito proprio dall'abuso del più importante strumento del Gramm-Leach-Bliley Act.

Per concludere, dobbiamo ricordare che questa legge è stata fortemente voluta sia da parte dei democratici, che da parte dei repubblicani, cosa che possiamo puntualmente dimostrare, sottolineando che è stata approvata con il voto di 90 senatori favorevoli e di soli 8 contrari. Una frase che fa particolarmente riflettere risulta essere quella di uno di quegli 8 senatori che votarono contro, Byron Dorgan, che disse (Leonhardt, 2008):

> *"Penso che fra dieci anni guarderemo indietro, e diremo che non avremmo dovuto farlo, ma l'abbiamo fatto perché ci siamo dimenticati le lezioni che il passato ci ha dato"*.

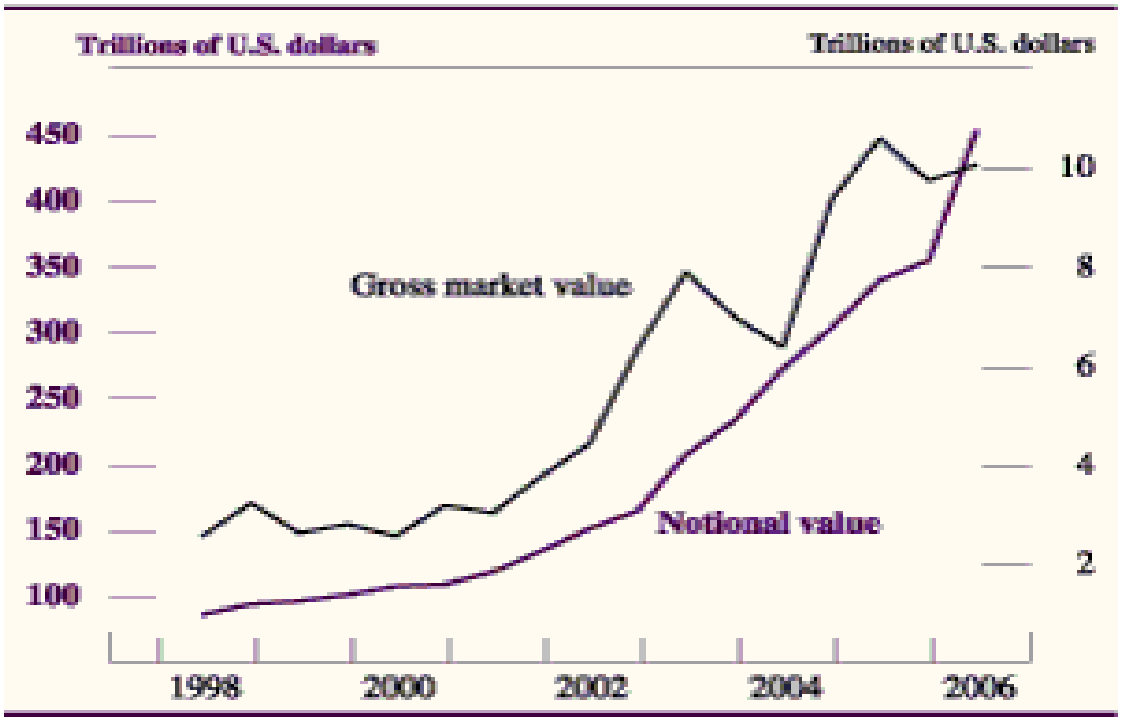
2.2.3 Il Commodity Futures Modernization Act

Come abbiamo visto, uno dei promotori del Gramm-Leach-Bliley Act, è stato il senatore del Texas Phil Gramm, che contribuì anche a dare il proprio nome alla suddetta legge. Lo stesso senatore, risulta essere stato anche uno degli ideatori del Commodity Futures Modernization Act, che mirava a deregolamentare il mercato dei derivati; legge firmata dal presidente Clinton il 21 dicembre 2000 (Lipton, 2008).

L'effetto principale di questo atto è stato quello di sottrarre i derivati dal controllo sia della Security and Exchange Commission (SEC), che della Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Di conseguenza venne permesso lo scambio dei derivati over the counter (OTC), ovvero quei titoli che vengono negoziati al di fuori delle contrattazioni borsistiche ufficiali, in quanto non hanno i requisiti per essere riconosciuti nei mercati regolamentati (Federal Reserve Bank of St. Louis: Commodity Futures Modernization Act).

La sempre maggiore innovazione presente nel mercato finanziario, abbinata ad una globalizzazione decisamente in aumento ha portato ad un rapido sviluppo delle transazioni di derivati, e di conseguenza anche ad un'espansione del loro settore. Come possiamo ben notare dalla Figura 12; il valore nozionale di questo mercato è passato da una cifra inferiore ai 100 trilioni di dollari nel 1998, per arrivare a toccare un valore di poco inferiore ai 450 trilioni di dollari nel 2006, all'apice dello sviluppo del mercato dei titoli derivati, ovvero in soli otto anni.

Figura 12: Andamento del mercato dei derivati dal 1998 al 2006



Fonte: Curcuru (2007)

Dato che il Commodity Futures Modernization Act (d'ora in poi CFMA) è intervenuto nella regolamentazione di tutti i tipi di derivati, possiamo anche misurare il loro valore attraverso il nozionale (ovvero il valore dell'attività finanziaria su cui è basato il titolo), e vedere come lo stesso è variato nel corso del tempo. Alla fine del 1999, ovvero un anno prima dell'approvazione del CFMA, il valore totale dei nozionali dei derivati OTC era pari a 88 trilioni di dollari, mentre è passato ad un valore di circa 670 trilioni nel 2008, nel momento dello scoppio della crisi. Per far riflettere, è come se ogni uomo sulla terra avesse scommesso una cifra pari a 100.000 dollari a testa in derivati. È paradossale pensare che lo scopo principale di questa norma (almeno così venne dichiarato) fosse di: "ridurre il rischio sistemico migliorando la certezza del diritto nel settore, per le transazioni in futures e derivati". Come abbiamo visto già in precedenza nello scorso capitolo, il derivato risulta essere pericoloso se utilizzato per speculare, e non come una vera e propria assicurazione, in quanto tende ad amplificare gli effetti di una possibile crisi nel momento in cui più persone scommettono su un determinato titolo, pur non possedendo il bene sottostante. L'esponenziale aumento che abbiamo visto poc'anzi del valore del nozionale, fornisce sicuramente una prova di come sia aumentato il rischio nei mercati, successivamente all'approvazione di questa legge. (Stout, 2011).

Uno dei pretesti con cui il CFMA ha liberalizzato i controlli anche sui CDS, era, che questi dovevano essere strumenti riservati solamente a pochi operatori esperti, in possesso di capacità professionali tali da essere perfettamente coscienti del rischio insito in determinate operazioni, anche senza l'obbligo di legge, da parte del venditore, di informare gli acquirenti (Zingales, 2008).

Il CFMA ha avuto il ruolo non solo di deregolamentare il sistema finanziario, ma anche il commercio di materie prime, esentando gli scambi realizzati OTC dalla regolamentazione della CFTC. Di conseguenza, anche in questo settore c'è stato un sostenuto aumento della speculazione, tanto che i futures sulle materie prime sono arrivati a valere il doppio rispetto a quelli scambiati sui mercati regolamentati (Ghosh, 2011).

Prima dell'approvazione del CFMA, i derivati erano regolamentati dal Commodity Exchange Act del 1936 (anche se questa legge era limitata solo ai futures), che anche in questo caso rimase in vigore per più di sessant'anni, come successe anche per il Glass-Steagall Act. Questo trend deregolamentatorio non aveva contagiato Brooksley Born, la presidente della CFTC, la quale era decisa a mettere sotto controllo i derivati, e che manifestò il proprio dissenso in merito quando disse: *"i derivati minacciano i nostri mercati regolamentati e l'intera nostra economia senza che nessuna agenzia federale ne tenga conto"*. Il risultato fu che la Born venne isolata e costretta alle dimissioni da Alan Greenspan, Robert Rubin e Larry Summers (Margiocco, 2009).

Possiamo ora trovare più di un'analogia con il Gramm-Leach-Bliley Act: entrambi gli atti andavano a riformare nuovamente e in modo particolarmente drastico, una legislazione che aveva contribuito a proteggere i mercati da forti scossoni per più di mezzo secolo. Inoltre anche in questo caso, chi aveva avuto il coraggio di manifestare la propria contrarietà alla riforma, prevedendo con anni di anticipo l'influenza e le conseguenze che avrebbe avuto nei mercati, non è stato solamente inascoltato, ma cosa particolarmente grave, è stato allontanato dal proprio ruolo, anche se questa è una posizione di cui non discuteremo ora, ma che approfondiremo nel paragrafo 2.3.2.

2.2.4 La Dodd-Frank Wall Street Reform Act

La Dodd-Frank Wall Street Reform Act è la legge divenuta effettiva il 21 luglio 2010, e voluta dal presidente Barack Obama. Con essa si cercava di porre rimedio alle

conseguenze della crisi appena passata, regolamentando nuovamente in modo parziale la finanza americana, con lo scopo di tutelare i consumatori; il nome intero della legge sarebbe infatti: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (U.S. Congress, 2010).

Questo atto è composto di 15 titoli, i più importanti fra di essi sono i primi nove, che poi esamineremo nel dettaglio, tenendo per ultimo la cosiddetta Volcker Rule (U.S. Congress, 2010):

1) Atto di stabilità finanziaria del 2010;
2) Autorità di liquidazione;
3) Trasferimento dei poteri ai controllori, alla FDIC, e alla FED;
4) Regolazione dei consulenti degli Hedge Fund;
5) Assicurazioni;
6) Migliorare la regolamentazione (Volcker Rule);
7) Trasparenza e responsabilità di Wall Street;
8) Pagamento, liquidazione e vigilanza;
9) Protezione degli investitori e miglioramento della regolamentazione dei titoli.

Il primo titolo, ovvero l'atto di stabilità finanziaria, ha creato due nuove agenzie: il Financial Stability Oversight Council (FSOC), e l'Office of Financial Research (OFR). Il FSOC ha come principale compito quello di identificare il rischio derivante sia dalle istituzioni finanziarie, che da quelle non finanziarie, promuovendo la disciplina del mercato, eliminando l'aspettativa di ripianamento delle perdite da parte del governo in caso di fallimento, e infine rispondendo alle minacce emergenti alla stabilità del sistema. L'OFR invece, ha l'obiettivo di lavorare a stretto contatto con il FSOC, e di rendere disponibili i dati delle proprie ricerche (U.S. Congress, 2010).

Il secondo titolo ha cambiato invece la legislazione per quello che riguarda il fallimento e la liquidazione delle assicurazioni, e più in generale degli istituti finanziari, i quali vengono ora posti in diverse forme di amministrazione controllata in base al settore di provenienza. Inoltre, diventa compito del Segretario al Tesoro riferire al Congresso entro 24 ore dal momento in cui è stato preso questo provvedimento. La sua relazione deve contenere informazioni sullo stato di salute della società, sull'impatto di un suo ipotetico default, e sulle eventuali azioni da intraprendere (U.S. Congress, 2010).

Il terzo titolo prevede l'eliminazione dell'Office of Thrift Supervision, trasferendo i suoi poteri al consiglio dei governatori della Federal Reserve System, alla FDIC e all'Office of the Comptroller of the Currency. Inoltre, dopo l'approvazione del Dodd-Frank Act la garanzia sui depositi è passata da 100.000 dollari a 250.000 (U.S. Congress, 2010).

Il quarto titolo ha previsto che gli operatori degli hedge funds e dei fondi di private equity siano sottoposti al controllo della SEC, mentre il quinto titolo ha istituito il Federal Insurance Office con lo scopo di controllare le operazioni che riguardano il settore assicurativo. Il settimo titolo ha attribuito alla SEC e alla CFTC poteri di regolazione e di controllo sui titoli swap. L'ottavo titolo ha come obiettivo quello di promuovere e di mantenere la stabilità del sistema finanziario, imponendo alla FED di creare standard uniformi per la gestione del rischio, e per la supervisione dei mercati. Il nono titolo revisiona principalmente i poteri e la struttura della SEC (U.S. Congress, 2010).

Il sesto titolo, chiamato anche Volcker Rule, è quello più interessante per l'analisi che stiamo effettuando. Prende il nome da colui che l'ha proposto, ovvero l'ex presidente della FED Paul Volcker. Questa legge è stata voluta, come sottolineato anche da Barack Obama, perché si finisse con l'idea che gli Stati Uniti fossero in ostaggio delle banche "too big to fail" (The Telegraph, 2010). Infatti vieta alle banche commerciali la negoziazione in conto proprio, e l'investimento in hedge fund e in fondi di private equity, ma non esclude la negoziazione per conto della clientela, gli scambi sui mercati valutari, o l'acquisto di titoli di stato. In parole povere, la Volcker Rule non consente alle banche di utilizzare i depositi dei clienti per operare nei mercati, speculando a breve termine, come invece accadeva prima (U.S. Congress, 2010). Possiamo sottolineare come l'intento di questa legge fosse quello di riportare ad una separazione fra banche commerciali e banche d'investimento, indirizzando anche la raccolta di denaro alla concessione di prestiti da parte delle istituzioni finanziarie, dando così nuova linfa agli investimenti che avevano subito una pesante battuta d'arresto durante, e dopo, lo scoppio della crisi. Volcker infatti ha basato la sua legge su tre capisaldi (Margiocco, 2010):

- le banche non possono essere troppo grandi per fallire;
- le banche che raccolgono risparmio non possono rischiare con operazioni in proprio oltre una certa misura sui mercati speculativi;
- i derivati vanno posti sotto attento controllo.

La Volcker Rule è stata parecchio osteggiata dal mondo di Wall Street, sia prima di entrare in vigore, che dopo essere stata approvata dal Congresso; in particolare si è speso in questo senso Jamie Dimon, presidente e amministratore delegato di JP Morgan. Paul Krugman (2012) infatti sostiene che Wall Street continuerà sempre la propria battaglia contro le regolamentazioni, coprendosi gli occhi di fronte ai propri errori, come ha fatto proprio la stessa JP Morgan, che sempre nel 2012 dichiarò di aver perso 2 miliardi di dollari in scommesse sui derivati. Anche Rampini (2011) sottolinea la stessa cosa: *"Non ricordo una sola volta in cui i banchieri non abbiano reagito a nuove regole accusandole di provocare una recessione"*.

Attualmente la Volcker Rule risulta essere sotto attacco dalla nuova amministrazione Trump, che intende smantellare le riforme fatte in precedenza da Barack Obama. In particolare, nel giugno 2017 è stata approvata dalla Camera dei Rappresentanti una revisione al Dodd Frank Act con l'intento di (Valsania, 2017):

- offrire una ridotta supervisione diminuendo gli stress test e rendendo gli stessi più agevoli;
- abbassare i requisiti di capitale;
- ridimensionare i poteri del Bureau per la protezione finanziaria dei consumatori.

2.2.5 Altre misure

Dopo aver esaminato quali sono state le quattro principali leggi in ambito finanziario che hanno interessato il nostro studio, passiamo ora ad elencare quali altre misure sono state adottate negli Stati Uniti, in modo da poter vedere come si è sviluppato, nel modo più completo possibile, questo processo nel corso degli ultimi quarant'anni (Sherman, 2009):

- 1978, Marquette vs. First of Omaha. La Corte Suprema consente alle banche di esportare le leggi sul prestito del loro stato d'origine, a livello nazionale. Questo ha portato ad una completa eliminazione dei massimali sui tassi d'interesse in molti Stati, fra i quali il Sud Dakota e il Delaware;
- 1980, il Depository Institutions and Monetary Control Act. Questa legge ha aumentato l'assicurazione sui depositi da 40.000 a 100.000 dollari; inoltre c'è stata la completa eliminazione dei massimali dei tassi d'interesse sugli stessi;

- 1982, il Garn-St. Germain Depository Institutions Act. Portò ad una deregolamentazione quasi totale dei risparmi;
- 1989, il Financial Institutions Reform and Recovery Act. Questo atto ha abolito la Federal Home Loan Bank Board e il FSLIC, trasferendo i loro poteri all'OTS e alla FDIC;
- 1994, il Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act. Eliminò le restrizioni sulle banche interstatali;
- 1996, la FED reinterpreta varie volte il Glass-Steagall Act, permettendo così alle holding bancarie di guadagnare fino al 25% dei ricavi dalle attività di investimento bancario;
- 1998, la fusione fra Citicorp e Travelers, resa possibile da una deroga al Glass-Steagall Act, ha contribuito a formare la più grande società di servizi finanziari al mondo;
- 2004, la Voluntary Regulation. Questa legge ha consentito alle banche d'investimento di detenere meno capitale di riserva, e di aumentare la leva finanziaria;
- Luglio 2008, l'Housing and Economic Recovery Act. Questo atto era volto a fornire garanzie sui mutui agli acquirenti dei subprime, inoltre ha autorizzato una nuova agenzia, la FHFA;
- Ottobre 2008, l'Emergency Economic Stabilization Act. Questa legge aumenta l'assicurazione sui depositi da 100.000 a 250.000 dollari.

Possiamo notare dopo aver letto questo elenco, come i procedimenti deregolamentatori siano continuati fino allo scoppio della crisi del 2008. Successivamente, abbiamo constatato l'inizio di un trend opposto, che ha riportato una nuova stretta sulle leggi in ambito finanziario, culminata con il Dodd-Frank Act.

2.3 I fautori della deregolamentazione

2.3.1 L'operato di Alan Greenspan

Come abbiamo potuto vedere nei paragrafi e nel capitolo precedente, il grosso del processo di deregolamentazione finanziaria è stato effettuato durante il mandato di Alan Greenspan come presidente della FED, ovvero nel periodo che è andato dal 1987 al 2006.

Andando ad analizzare il periodo di fine anni ottanta, ovvero quando Greenspan è stato nominato presidente della FED, dobbiamo subito evidenziare che Ronald Reagan prese questa decisione in quanto colui che precedentemente ricopriva questo ruolo, vale a dire Paul Volcker (che come abbiamo visto, è stato promotore di recente del più significativo punto del Dodd-Frank Act), era diffidente a riguardo della deregolamentazione, che con insistenza il sistema finanziario stava richiedendo (Hershey, 1987).

Ora viene spontaneo chiedersi come mai la FED non si sia accorta che si stavano creando delle bolle nei mercati, ma il punto è che Greenspan se ne era reso conto già nel 1996 quando definì "esuberanza irrazionale" la bolla che si stava gonfiando sui titoli delle dot-com. Pure nel 2002, in merito al nostro caso, sostenne (AA.VV. 2009):

> *"È difficile non giungere alla conclusione che lo straordinario boom dell'immobiliare [...] finanziato da un fortissimo incremento dei mutui, non potrà andare avanti a tempo indefinito."*

Dato che il principale strumento a disposizione di una banca centrale per indirizzare l'economia del Paese, risulta essere quello di aumentare o di diminuire i tassi di interesse, si capisce come sia naturale che molti economisti addossino le principali colpe a Greenspan che ha mantenuto il costo del denaro troppo basso e per troppo tempo, innescando ed alimentando così la bolla immobiliare, l'indebitamento da consumi, e i debiti a breve delle banche (AA.VV. 2009). Sempre lo stesso Greenspan era ben conscio dell'effetto che avrebbe avuto mantenere i tassi di interesse bassi per un lungo periodo, cosa che fece intendere durante un discorso tenuto nel 1996 (il famoso Greenspan Put), che però non venne recepito da parte dei mercati. Rajan (2012) sostiene che i mercati ignorarono il discorso del presidente della FED, perché questo non diede seguito ai suoi proclami, e non alzò i tassi, probabilmente a causa della reazione che ebbero gli investitori ai suoi annunci. Per spiegare questa situazione, sempre Rajan (2012) riflette anche sul fatto che Greenspan fu influenzato nelle sue scelte pure dalla politica, che non gli avrebbe mai permesso di aumentare i tassi, contribuendo a fermare nel breve termine gli acquisti di case, che, come abbiamo invece visto nel primo capitolo, era uno dei cavalli di battaglia dell'amministrazione Clinton; cosa da lui stesso confermata davanti alla commissione di inchiesta governativa incaricata di indagare sulle cause della crisi finanziaria. Inoltre Greenspan aveva avvertito il Congresso in più occasioni anche della piega che stavano prendendo la Fannie Mae e la Freddie Mac (Mingardi, 2010).

Il presidente della FED era uno strenuo difensore della liberalizzazione, in quanto sosteneva che i regolatori governativi non erano migliori del mercato per imporvi la disciplina; dopo lo scoppio della crisi del 2008, ammise però che la sua fiducia nella deregolamentazione era stata scossa, aggiungendo che comunque si rifiutava di accettare le colpe di ciò che era successo (Andrews, 2008). Mise comunque nuovamente tutti in guardia da un ritorno ad una eccessiva regolamentazione come risposta alla crisi, mancando però di indicare una possibile soluzione (Taylor, 2009). C'è chi lo definisce anche come: "l'ideologo vivente del libero mercato più potente al mondo", dato che durante il suo mandato da presidente della FED non si limitò solamente a predicare il laissez-faire, ma intervenne anche nel mercato per salvare i protagonisti che si trovavano in difficoltà, rendendo di fatto ipocrita il ragionamento che lui stesso sosteneva, sull'intervento diretto delle istituzioni nell'economia (Klein, 2007). Greenspan contribuì anche a mandare un chiaro segnale ai banchieri di come avrebbe agito in caso di flessione dei mercati, alimentando il già grande problema dell'azzardo morale (Rajan, 2012):

> *"Non preoccupatevi di accantonare liquidi o asset liquidabili per i giorni di magra: noi saremo lì ad aiutarvi."*

Anche un altro economista di fama mondiale come Stiglitz individua in Greenspan uno dei principali responsabili della crisi, ed elenca gli errori che ha compiuto durante il suo mandato (Pedemonte, 2008):

- ha incoraggiato la diffusione dei mutui subprime;
- ha assicurato che la bolla immobiliare non esisteva;
- ha tenuto basso il costo del denaro per troppo tempo.

Il secondo punto sembra proprio quello più assurdo, dato che è stato pronunciato dallo stesso presidente della FED il 9 giugno del 2005 durante un discorso al Congresso sulle prospettive economiche della nazione, nel quale tendeva a minimizzare l'aumento dei prezzi degli immobili (Greenspan, 2005):

> *"Anche se una bolla immobiliare di scala nazionale non sembra probabile, sembra che ci siano al minimo segnali di "schiuma" in alcuni mercati locali dove i prezzi degli immobili hanno raggiunto livelli insostenibili."*

Altra citazione memorabile risulta essere la seguente (Goodman, 2008):

"Il problema non è nei contratti in sé ma nel comportamento delle persone che li hanno gestiti. […] Se le persone che hanno emesso derivati si fossero comportate con l'affidabilità del farmacista che segue le indicazioni prescritte nella ricetta del medico, questa situazione si sarebbe potuta evitare."

Sorge quindi spontanea una domanda: "perché non sono state prese delle precauzioni per evitare che succedesse qualcosa di irreparabile nei mercati?". È infatti ironico pensare che il presidente della FED si sia basato solamente sull'affidabilità e l'onestà degli operatori di mercato come unico strumento che ne potesse garantire il corretto funzionamento. Ricorda infatti Klein (2008) come nel 1994 ad un'audizione al Congresso parlando di derivati, Greenspan continuasse ad insistere sull'autoregolazione del mercato:

"I rischi sono tenuti sotto controllo dai privati […] di per sé, non vi è nulla nella regolamentazione federale che la renda migliore della regolamentazione di mercato."

Anche Warren Buffett nel 2003 aveva avvertito Greenspan del potenziale pericolo di un mercato dei derivati deregolamentato, definendo gli stessi come: *"armi finanziarie di distruzione di massa che rappresentano un grave rischio per la stabilità del sistema finanziario"*. Il presidente della FED rispose a queste critiche nel consueto modo laconico, replicando che (English, 2003):

"I vantaggi derivanti hanno superato di gran lunga i costi."

Infine, anche l'allora membro della Camera dei Rappresentanti Bernie Sanders (2003), in tempi non sospetti attaccò Greenspan, durante un'interpellanza al Congresso, sul fatto che le sue manovre monetarie stavano contribuendo a creare una povertà generalizzata, in particolare per la classe media, in quanto era il fautore di politiche che erano orientate a favorire solamente i più ricchi.

È difficile a questo punto, dopo aver sviscerato nel dettaglio i vari fattori che hanno portato allo scoppio della crisi, e analizzato l'operato di Greenspan, non concordare con la visione che diede la stessa Klein sempre nel 2008, nella quale affermava che la crisi finanziaria ha contribuito a distruggere la reputazione di colui che prima veniva chiamato "maestro". Non possiamo, inoltre, fare a meno di citare in merito Krugman (2015) che l'ha definito: *"il peggior governatore della FED di sempre".*

2.3.2 Il ruolo dei Segretari al Tesoro

Vorrei iniziare questo paragrafo con una foto, per la precisione la copertina della rivista Time del 15/02/1999, che vede raffigurati da sinistra a destra Robert Rubin, Alan Greenspan e Larry Summers, accompagnati dal titolo: "Il comitato per salvare il mondo", e dall'occhiello: "Dentro la storia di come i tre sostenitori del libero mercato hanno impedito finora un tracollo economico globale".

Figura 13: Copertina Time 15/02/1999

Fonte: Time (1999)

Abbiamo infatti già parlato del ruolo avuto da Alan Greenspan, ma durante questo paragrafo parleremo nel dettaglio dell'altrettanto significativo ruolo ricoperto da Robert Rubin (Segretario al Tesoro degli Stati Uniti dal 1995 al 1999) e da Larry Summers (che ha sostituito il suo collega dal 1999 al 2001). Ramo (1999) all'interno di questo numero del Time li definisce nel seguente modo:

> *"Negli ultimi sei anni i tre uomini si sono fusi in una sorta di fratellanza. [...] Possono non finire le frasi l'un l'altro, ma possono chiaramente finire i pensieri l'un l'altro. E c'è un grandissimo cameratismo."*

Questo cameratismo è stato lampante, come abbiamo avuto già modo di accennare nel corso del paragrafo 2.2.3, nel caso che ha visto come protagonista l'allora presidente della CFTC Brooksley Born, che era stata una strenua oppositrice della deregolamentazione dei derivati. Dopo che la Born espresse le sue perplessità, Summers disse che i provvedimenti che lei voleva prendere per mantenere regolato il mercato dei derivati avrebbero portato ad una crisi finanziaria. Si aggiunsero anche Greenspan e Rubin che definirono l'operato della presidente della CFTC "altamente problematico". Greenspan, Rubin, e Arthur Levitt (che all'epoca era il presidente della SEC), chiesero al Congresso di impedire alla Born di continuare con il suo operato; decisione che lo stesso Levitt con il senno di poi ha rimpianto, aggiungendo che sia Greenspan che Rubin erano di questa opinione, e che lo avevano persuaso che se non avessero agito, ci sarebbero state delle turbolenze nei mercati. Sotto le pressioni di Greenspan e della lobby finanziaria, il Congresso approvò la legge che toglieva i derivati dal controllo della CFTC, portando di conseguenza la Born alle dimissioni il 1 giugno 1999 (Goodman, 2008).

Abbiamo voluto dedicare questo paragrafo all'influenza che hanno avuto i Segretari al Tesoro nella politica economica americana, dato che c'è chi sostiene, che come fattori chiave per la crisi del 2008, parallelamente alla liberalizzazione di gran parte della finanza, bisogna anche tenere in considerazione l'influenza che le lobby hanno esercitato (ed esercitano) sul mondo della politica (AA.VV., 2009). Infatti, non è raro vedere quelle che vengono definite "porte girevoli" fra il settore governativo (ed in modo particolare per quel che riguarda il Ministero del Tesoro) e Wall Street. Questo avvenne ad esempio per Robert Rubin: per 26 anni punta di spicco di Goldman Sachs, dal 1993 al 1995 direttore del National Economic Council, dal 1995 al 1999 Segretario al Tesoro. Al termine del suo mandato passò a Citigroup, come membro del consiglio di amministrazione, per poi divenirne presidente nel 2007 (Cohan, 2012). Da sottolineare anche la posizione ricoperta da Henry Paulson, che prima di divenire Segretario al Tesoro nel 2006, era stato amministratore delegato di Goldman Sachs dal 1999, proprio fino al 2006; anche lui aveva contribuito in modo determinante alla deregolamentazione dei mercati finanziari (Isidore, 2006).

Come abbiamo già visto nel paragrafo 1.2.3 la crisi è scaturita originariamente dal mercato immobiliare, in quanto venivano concessi mutui per l'acquisto delle abitazioni senza che la controparte avesse delle solide garanzie da dare alla banca, in quanto la

politica del presidente Clinton era quella di portare ad un aumento degli acquisti di prime case. Di conseguenza il presidente Clinton ha dato mandato ai suoi Segretari al Tesoro di trovare gli strumenti adatti per arrivare al fine previsto. Vediamo quindi ora, come hanno operato nel dettaglio.

ROBERT RUBIN

Robert Rubin che è stato Segretario al Tesoro dal 1995 al 1999, è stato il promotore di un particolare tipo di formula economica chiamata in suo onore "Rubinomics", che prevedeva (Calmes, 2008):

- bilanci equilibrati;
- libero scambio;
- deregolamentazione finanziaria.

Questo tipo di politica economica, ha portato gli Stati Uniti al più grande periodo di espansione economica dal dopoguerra in poi. Bisogna però chiedersi se politiche di questo tipo non abbiano avuto delle ripercussioni sulla crisi che ha colpito la finanza nel decennio scorso (soprattutto per quel che riguarda il terzo punto). Su questo aspetto Rubin ha affermato che è un mito il fatto che l'abrogazione del Glass-Steagall Act abbia contribuito alla crisi finanziaria. Sorge allora spontaneo porgersi la domanda se Rubin come Segretario al Tesoro fosse motivato dal desiderio di servire la gente, oppure fosse incentivato dall'opportunità di servire sé stesso e i suoi amici, in quanto (come abbiamo visto prima) si era arricchito parecchio durante i molti anni trascorsi in Goldman Sachs (Cohan, 2012). Fa comunque molto riflettere il fatto che subito dopo aver finito di servire come Segretario al Tesoro, sia passato a Citigroup, banca che aveva avuto il via libera alla propria istituzione nel 1998, tramite la fusione fra Citicorp e Travelers, autorizzata proprio sotto il mandato di Rubin. Dobbiamo anche dire, per onore di cronaca, che Rubin ha anche avuto dei meriti: è stato infatti colui che convinse Bill Clinton a rinunciare ad alcune delle promesse fatte in campagna elettorale, dato che avrebbero potuto creare situazioni di instabilità economica. In particolare venne meno l'abbassamento delle tasse, in quanto si cercò di ridurre invece gli enormi deficit di bilancio che avevano contraddistinto le amministrazioni Reagan e Bush, per evitare interessi altissimi sul debito pubblico negli anni a venire, con il risultato che il bilancio tornò ad essere in surplus (Loomis, 2003). Nonostante quest'ultima precisazione, in molti economisti danno proprio a Rubin la colpa di essere stato il Segretario al Tesoro che ha dato la spinta

definitiva alla deregolamentazione del sistema finanziario, processo poi continuato, come vedremo fra poco, dal suo successore Larry Summers. Ma non solo, c'è chi vede in lui la mano lunga su molte delle nomine della squadra economica dell'amministrazione Obama, in quanto Rubin aveva stretto legami profondi con tutto il sistema finanziario, oltre al fatto che molti di questi soggetti avevano iniziato la loro carriera al Ministero del Tesoro proprio durante il suo mandato (Cohan, 2014).

LARRY SUMMERS

Uno di questi soggetti è stato il Segretario al Tesoro Summers, rimasto in carica dal 1999 al 2001, sotto il cui mandato sono stati approvati sia il Gramm-Leach-Bliley Act che il Commodity Futures Modernization Act. È stato anche direttore per i primi due anni dell'amministrazione Obama del Consiglio Economico Nazionale. Larry Summers è stato sempre uno strenuo difensore della deregolamentazione finanziaria, molto più anche del suo mentore Robert Rubin; sostenendola sia nel suo ruolo di accademico ad Harvard, che come consulente della Banca Mondiale, ed infine portandola a compimento da Segretario al Tesoro (Ferguson, 2010). Decisivo è stato un suo intervento al Congresso americano il 30/07/1998 in cui sosteneva, a proposito del mercato OTC dei derivati, che (Pezzuto, 2013):

> *"Le parti di questo tipo di contratto sono istituzioni finanziarie in gran parte sofisticate che sembrano essere capaci di proteggersi dalle frodi e dalle insolvenze delle controparti."*

Summers, conferma la sintonia con il suo predecessore Rubin, anche in merito ai giudizi sulla crisi, in quanto, sostiene a sua volta che le leggi deregolamentatorie da lui appoggiate durante il suo mandato al Tesoro, non sono state la causa della crisi finanziaria. Afferma infatti, a sua discolpa, che il mercato dei derivati iniziò ad aumentare di dimensione molto tempo prima che venisse approvata la legge che li deregolamentava nel 2000 (Leonhardt, 2008). Nel 2005 alla conferenza di Jackson Hole (alla quale partecipano ogni anno i più importanti economisti del mondo), l'allora capo economista del Fondo Monetario Internazionale, Raghuram Rajan, presentò un documento che viene identificato come il primo avvertimento di una certa importanza sulla crisi che qualche anno dopo sarebbe scoppiata. Rajan sottolineava che la struttura dei compensi del settore finanziario, in combinazione con i prodotti finanziari diventati sempre più complessi, aveva fornito ai banchieri le motivazioni sufficienti per rischiare con i soldi degli altri, senza che fossero

previste delle sanzioni nel caso si fossero manifestate delle perdite. Rajan concluse il proprio intervento sostenendo che questo meccanismo premiava i banchieri per aver compiuto azioni che potevano distruggere la stessa banca per cui lavoravano, arrivando a minare la solidità dell'intero sistema; definendo questa eventualità come un tracollo catastrofico (Ferguson, 2010). Ciò che lascia perplessi è il modo in cui Larry Summers reagì subito dopo il discorso di Rajan, alzandosi in mezzo al pubblico ed accusandolo di ostacolare i cambiamenti che stavano avvenendo nel mondo economico, e respingendo quindi con forza le sue tesi, avvertendolo invece, che un aumento della regolamentazione avrebbe causato dei gravi danni a tutto il settore finanziario (Ferguson, 2010). A proposito della modernizzazione del sistema finanziario, nel momento in cui venne approvato il Gramm-Leach-Bliley Act, Summers affermò (Pezzuto, 2013):

> *"Con questa legge, il sistema finanziario americano, fa un passo importante verso il ventunesimo secolo."*

Gli atteggiamenti molto aggressivi tenuti dal Segretario al Tesoro gli hanno valso le antipatie di una fetta del Congresso americano, anche da parte di molti membri del partito democratico di cui faceva parte, e da cui aveva ricevuto importanti incarichi istituzionali. Questo si è tradotto nella sua rinuncia a succedere a Ben Bernanke nel 2014 come governatore della FED, lasciando campo libero a Janet Yellen, nonostante il favore che gli accordava il presidente Obama. Questo pensiero risulta ben racchiuso in questa citazione del presidente della FDIC Sheila Bair, che ci ricorda nuovamente il ruolo che ha avuto Summers per quanto riguarda il processo di deregolamentazione (Belvedere, 2013):

> *"A differenza di Larry Summers, Tim Geithner and Bob Rubin, frequentemente menzionati dalla stampa economica come potenziali successori di Bernanke, Janet Yellen non ha fatto parte della cricca di deregolamentazione che ci ha portato alla crisi del 2008."*

TIMOTHY GEITHNER

> "*Abbiamo riunito le migliori menti d'America per affrontare una crisi economica di proporzioni storiche di fronte alla quale non c'è un minuto da perdere*."

Questa (La Repubblica, 2008) è la frase usata da Barack Obama nel 2008, per presentare la sua squadra di governo, fra i quali era presente anche Timothy Geithner, che avrebbe coperto il ruolo di Segretario al Tesoro dal 2009 al 2013. Riportiamo anche Geithner in

questo paragrafo, per due ragioni: la prima in quanto anche lui era uno dei "discepoli" di Robert Rubin, e la seconda in quanto ha vissuto in prima persona le vicende legate alla crisi economica, dato che dal 2003 al 2009 è stato presidente della FED di New York. Dobbiamo ricordare che Geithner insieme a Ben Bernanke, e all'allora Segretario al Tesoro Paulson, furono i fautori del piano che vide l'iniezione di miliardi di dollari direttamente nel sistema bancario per salvare le banche dal collasso. Molte critiche gli sono state mosse dall'opinione pubblica che lo ha visto principalmente come "salvatore delle banche", ad esempio quando non si oppose alla distribuzione di bonus da parte dell'AIG ai propri manager, avvenuta dopo il salvataggio della stessa da parte del governo americano (Sorkin, 2014). Becker e Morgenson (2009) criticano anche il ruolo avuto dallo stesso Geithner come presidente della FED di New York, e lo definiscono come *"un'era di sfrenata e disastrosa assunzione di rischi da parte dell'industria finanziaria"*, aggiungendo anche che *"le sue azioni, come regolatore e poi come re di salvataggio, sono spesso in linea con gli interessi e i desideri dell'industria"*. Risulta anche che Geithner durante il suo mandato alla FED, sia stato molto vicino ai dirigenti di Citigroup, che all'epoca era la più grande banca di Wall Street, dove, come abbiamo visto, Robert Rubin ricopriva un importante ruolo dirigenziale. Nel 2005 espresse i suoi dubbi in merito al funzionamento del mercato dei derivati, anche se non spinse particolarmente perché venissero attuate delle riforme (Becker, Morgenson, 2009).

HENRY PAULSON

Henry Paulson è stato nominato da George Bush Segretario al Tesoro poco prima che scoppiasse la crisi del 2008, infatti ricoprì questa carica dal luglio 2006 fino al gennaio 2009. Nel periodo precedente Paulson era stato amministratore delegato di Goldman Sachs, e in questo ruolo aveva usato la sua influenza per far approvare la legge che autorizzava l'aumento del rapporto di indebitamento per le banche, che come abbiamo già potuto vedere nel paragrafo 1.3.2 ha avuto un impatto determinante nell'aumentare il dissesto all'interno di molte istituzioni finanziarie. Il fatto paradossale nell'operato di Paulson è stato, per l'appunto, che nelle vesti di ministro aveva promosso il TARP, ovvero il piano d'intervento per aumentare la liquidità degli istituti di credito, mentre nei panni di banchiere aveva incoraggiato il processo di deregolamentazione; ha in poche parole dovuto rimediare a degli errori che lui stesso aveva contribuito a commettere negli anni precedenti (Sorkin, 2013).

2.4 Conclusioni

> *"La regolamentazione limita i profitti e, per questo, deregulation significa profitti più elevati. Negli anni Novanta, chi intravedeva i guadagni sostanziosi legati alla deregulation non esitava ad investire per ottenerla, stanziando milioni di dollari a favore di campagne elettorali e lobbisti. Tra le aziende che hanno speso di più per esercitare pressioni politiche attraverso le lobby alla fine degli anni Novanta ci sono quelle impegnate a favore della deregulation nei settori bancario e delle telecomunicazioni e contro le norme ambientali e il risparmio energetico."*

Oltre a questa citazione di Stiglitz (2004), anche Krugman (2013) è intervenuto in merito alla deregolamentazione affermando:

> *"Siete consapevoli che la crisi globale del 2008 è stata resa possibile in buona parte dell'erosione della regolamentazione del settore bancario. Come ha documentato l'economista Gary Gorton, dopo la Grande Depressione ci fu un "periodo di quiete" di settant'anni, in cui le crisi finanziarie importanti nei Paesi avanzati erano diventate un evento raro. Gorton sostiene, e la maggior parte di noi è d'accordo, che il segreto di questa quiete è da ricercarsi nella presenza di un sistema finanziario regolamentato e vincolato, che serviva anche a limitare le opportunità di indebitamento eccessivo al di fuori del settore bancario."*

Queste due citazioni, provengono da due premi Nobel per l'economia che hanno analizzato nel profondo le dinamiche che si sono verificate durante il periodo precedente la crisi economica del 2008, che secondo la loro visione, è coinciso con il processo deregolamentatorio, e risultano perfette per avvalorare la tesi che stiamo sostenendo in questo elaborato.

Ciò che abbiamo analizzato durante questo capitolo, sono state, le due principali leggi regolatorie, e i due atti che alla fine dello scorso millennio hanno contribuito ad abbattere i maggiori ostacoli che la regolamentazione prevedeva. Abbiamo anche visto, quale ruolo hanno ricoperto sia la FED, che i vari Segretari al Tesoro, e ci siamo soffermati soprattutto su questo ultimo punto, in quanto abbiamo evidenziato quanto stretti siano diventati i legami, fra le istituzioni bancarie, le lobby, il governo, e la FED. Questi legami divennero particolarmente forti, tanto che durante il mandato di Paulson al Tesoro c'erano talmente

tanti ex membri di Goldman Sachs nell'amministrazione, che questa venne ridefinita "Government Sachs" (Creswell, White, 2008).

Figura 14: Incidenza delle retribuzioni del settore finanziario rispetto al totale delle retribuzioni di tutto il settore privato dal 1910 al 2010

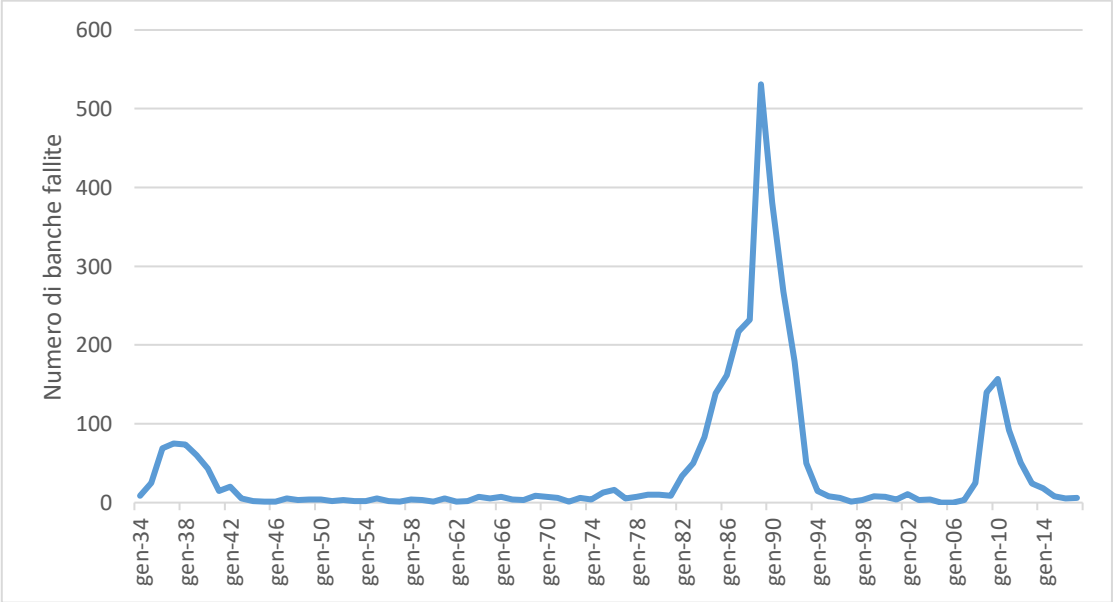
Fonte: AA.VV. (2009)

La Figura 14 ci fa osservare, come il peso rappresentato dal settore finanziario sia diminuito fino a toccare il livello più basso all'inizio degli anni ottanta, per poi cominciare a risalire vertiginosamente una volta inaugurata la stagione delle deregolamentazioni. È infatti il livello dei salari uno dei punti chiave di questo processo. Se come abbiamo visto

da Figura 14, il livello dei salari del settore finanziario aumenta all'aumentare della deregolamentazione, è normale che gli operatori del settore finanziario richiederanno sempre una maggiore libertà nel loro agire; inoltre sembrerebbe opportuno limitare anche i perversi incentivi che hanno caratterizzato le operazioni sul mercato immobiliare e dei mutui nel decennio scorso, come abbiamo già visto nel paragrafo 1.3.2.

Ma ciò su cui vogliamo veramente porre l'attenzione in questo capitolo, deriva dai conflitti di interesse che abbiamo messo in luce fra coloro che hanno ricoperto incarichi di rilievo nelle varie amministrazioni americane, e le principali banche d'investimento. Le "revolving doors" dovrebbero essere osteggiate, e non incoraggiate, dato che il mercato non può dare nessun tipo di sicurezza, men che mai fiducia ai propri investitori, se coloro che sono chiamati a controllarlo, fino a qualche mese prima sono stati il numero uno di una delle principali banche. Per fare un esempio molto facile da capire, è come se in una qualsiasi partita di un qualsiasi sport l'arbitro fosse colui che fino al giorno prima era il capitano di una delle due squadre in campo; è chiaro che sarebbe lecito avere dei dubbi sulla sua imparzialità. Al contempo, lasciare in carica dei soggetti per un lasso di tempo così lungo, come è stato fatto con Alan Greenspan, che ha diretto la FED per vent'anni, rischia di distorcere ulteriormente il mercato, dato che gli errori rischiano di essere ripetuti nel lungo periodo; bisognerebbe quindi limitare il numero di mandati consecutivi per i quali un soggetto può essere nominato (Creswell, White, 2008).

Figura 15: Numero di banche fallite negli Stati Uniti dal 1934 al 2017



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Failures of all Institutions for the United States

La Figura 15 rappresenta il numero di banche fallite negli Stati Uniti dopo l'approvazione del Glass-Steagall Act del 1933; possiamo notare infatti, che dopo un periodo di stabilizzazione coinciso con i processi riformativi inaugurati dal presidente Franklin Delano Roosevelt, la finanza americana ha vissuto un periodo di stabilità fino agli inizi degli anni ottanta. Proprio negli anni ottanta, come abbiamo già visto nel corso di questo capitolo, si è fatta forte la voce di chi voleva che il mercato venisse deregolamentato. Il punto è che guardando il grafico presente in Figura 16, viene spontaneo chiedersi, se la deregolamentazione non abbia reso maggiormente inefficiente il mercato finanziario, e di conseguenza incentivato lo scoppio di varie crisi, come avvenuto negli Stati Uniti con:

- la breve recessione di inizio anni novanta dopo il lunedì nero del 1987;
- la bolla delle dot-com;
- la crisi finanziaria del 2008.

CAPITOLO 3: LA DEREGOLAMENTAZIONE AL DI FUORI DEGLI STATI UNITI

3.1 Introduzione

In questo capitolo vedremo quale percorso ha seguito la deregolamentazione finanziaria, in particolare come si è modificata la normativa a partire dagli anni settanta, in modo da poter confrontare quali differenze ci sono state con il processo deregolamentatorio che si era sviluppato in quello stesso periodo negli Stati Uniti.

Inizieremo parlando della Gran Bretagna, dato che Londra oltre ad essere una delle più importanti capitali finanziarie del mondo, è stato il principale Paese che ha emulato gli Stati Uniti nel deregolamentare il settore finanziario, passando poi a parlare delle altre maggiori economie europee: Francia, Italia e Germania. Arriveremo poi ad esaminare l'Islanda e l'Irlanda, ovvero due dei Paesi che hanno sentito maggiormente gli effetti della crisi del 2008, e che hanno in comune il fatto di essere delle piccole economie, oltre al fatto che la deregolamentazione ha avuto la colpa di distorcere il mercato finanziario islandese, e il mercato immobiliare irlandese. Vogliamo subito far osservare al lettore, come ci sia stata un'armonizzazione per quel che riguarda le direttive nei Paesi dell'Unione Europea, osservando in Tabella 2 le misure che sono state adottate, prima dell'introduzione dell'Euro.

Tabella 2: Liberalizzazioni in Europa

	Lifting of capital controls	Interest rate deregulation	First Banking Directive	Second Banking Directive
Belgium	1991	1990	1993	1994
Denmark	1982	1988	1980	1991
France	1990	1990	1980	1992
Germany	1967	1981	1978	1992
Greece	1994	1993	1981	1992
Ireland	1985	1993	1989	1992
Italy	1983	1990	1985	1992
Luxemburg	1990	1990	1981	1993
Netherlands	1980	1981	1978	1992
Portugal	1992	1992	1992	1992
Spain	1992	1992	1987	1994
United Kingdom	1979	1979	1979	1993

Fonte: Pérez-Caldentey e Vernengo (2012)

Infine usciremo dall'Europa, per parlare del Giappone, della Corea del Sud, e della Cina, in modo da poter analizzare, soprattutto per i primi due casi, di come questi Paesi abbiamo avuto delle difficoltà a risollevarsi dopo la crisi asiatica del 1997, in particolar modo a causa della veloce deregolamentazione che il FMI aveva incentivato.

Negli ultimi due paragrafi, vedremo quante misure deregolamentatorie sono state adottate nei vari Paesi presi in esame, e quali sono state quelle che hanno influito maggiormente sulla deregolamentazione a livello mondiale. Inoltre osserveremo come il tasso di liberalizzazione sia aumentato, con il chiaro scopo di raggiungere il livello degli Stati Uniti.

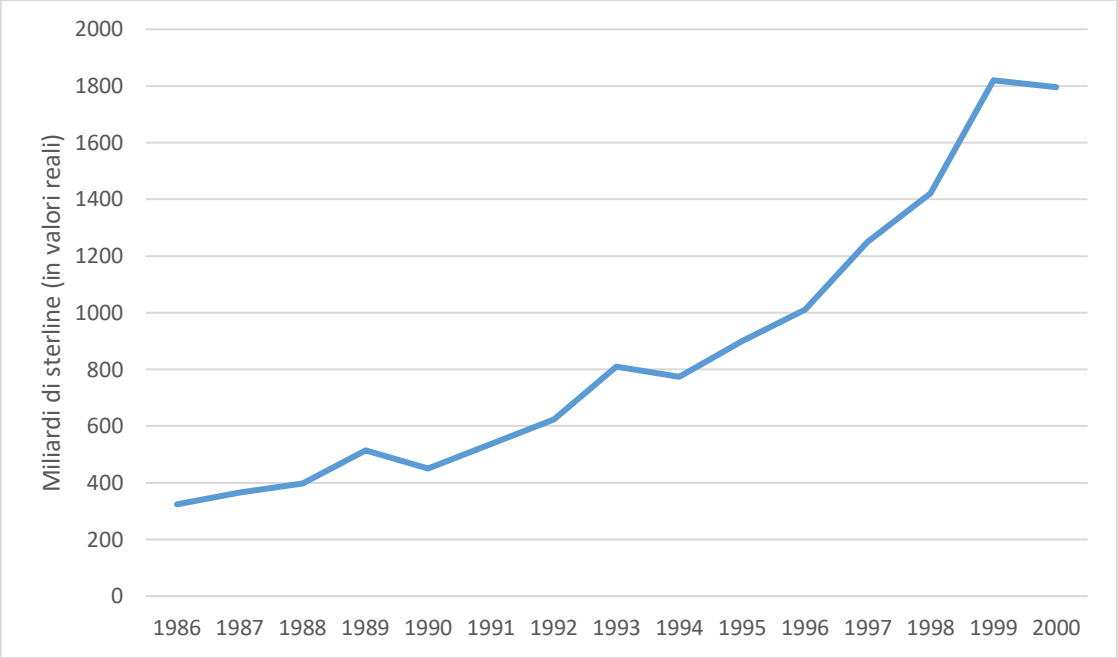
3.2 Gran Bretagna

La Gran Bretagna, è stato il Paese che più di chiunque altro ha seguito gli Stati Uniti nel loro processo di deregolamentazione. Questo trend è partito nel 1979, spinto dall'elezione a Primo Ministro di Margareth Thatcher, e ha riguardato non solo la sfera finanziaria, ma anche quella dei servizi pubblici, come avvenuto per i trasporti e per l'energia, che sono stati via via privatizzati nel corso nel suo mandato a Downing Street (Magazzino, 2013).

Tornando a parlare di ciò che avvenne in ambito finanziario, dobbiamo iniziare necessariamente dal "Big Bang", ovvero la deregolamentazione radicale che è stata attuata per rendere più competitiva la Borsa di Londra, e di conseguenza per farla diventare più attraente per gli investitori. Questa legislazione ebbe la sua origine sulla scia di quello che era avvenuto nel 1975 con la deregolamentazione della Borsa di New York. Le conseguenze furono: la fine delle commissioni fisse, con la diminuzione delle commissioni di brokeraggio, oltre ad un aumento della concorrenza, della liquidità, e dei volumi di scambio (Kay, Vickers, Mayer, Ulph, 1988).

Come possiamo infatti notare da Figura 16, la deregolamentazione finanziaria avviata nel 1986, portò la capitalizzazione in borsa delle imprese a triplicare nel giro di un decennio, con un'evoluzione che non aveva avuto precedenti, ottenuta anche grazie all'alto tasso di cambio che interessò la sterlina fra il 1987 e il 1988, che contribuì a portare un forte afflusso di capitali dall'estero.

Figura 16: La capitalizzazione delle imprese quotate alla Borsa di Londra dal 1986 al 2000



Fonte: London Stock Exchange

Booth (2014) al contrario dell'opinione della maggior parte degli economisti, e degli addetti ai lavori, afferma che il Financial Services Act del 1986 prevedesse una forte espansione della regolamentazione. Infatti fino al 1979, la vendita dei prodotti assicurativi e di investimento era regolata solamente dal diritto contrattuale. Secondo uno studio, gli addetti che direttamente si occupavano di regolamentazione bancaria, sono passati da essere circa 80 nel 1979, per arrivare ad aumentare fino a cinque volte quel numero nel 1990. Il Financial Services Act del 1986, stabilì per l'appunto tre criteri a cui dovevano attenersi gli enti regolatori (Kay, Vickers, Mayer, Ulph, 1988):

- garantire che le persone autorizzate ad operare nel settore finanziario fossero idonee a svolgere attività di investimento;
- fornire un'adeguata protezione agli investitori evitando la formazione di conflitti d'interesse;
- non limitare la concorrenza più delle misure necessarie per proteggere gli investitori.

Nonostante questo suo pensiero controcorrente, lo stesso Booth comunque evidenzia come la regolamentazione finanziaria in Gran Bretagna nel 1986, si distinguesse per

essere la più liberale in tutta Europa. Questo fu evidente anche dall'aumento dei volumi di scambio, che passò dai 4,5 miliardi di dollari nella settimana precedente al "Big Bang", ai 7,4 miliardi di quella successiva (Robertson, 2016). C'è chi indica questo atto come una delle principali cause che hanno portato alla crisi di cui stiamo discutendo in questo elaborato; il cancelliere dello scacchiere Nigel Lawson, ovvero colui che ne promosse l'attuazione, ammise infatti durante un'intervista alla BBC Radio nel 2010, che la crisi finanziaria del 2008 si può considerare come una conseguenza involontaria del Big Bang del 1986 (Lempka, Stallard, 2013).

Altra riforma che può essere citata in questo contesto, è stata l'abolizione della riserva obbligatoria attuata nel 1981, che tolse l'obbligo che avevano le banche di versare un quantitativo di denaro alla Banca d'Inghilterra in proporzione ai loro depositi (Kaldor, 1982).

Ma non è stato solo il governo conservatore di Margaret Thatcher ad avere promosso una deriva deregolamentatoria, infatti anche i laburisti sotto Tony Blair, a partire dal 1997 contribuirono a deregolamentare il settore bancario e finanziario; partendo con l'atto che rese indipendente la Banca d'Inghilterra. Il Financial Services and Markets Act del 2000, contribuì a ridisegnare la struttura della regolamentazione finanziaria in Gran Bretagna. I tratti salienti di questo atto sono stati (Daripa, Kapur, Wright, 2012):

- l'istituzione della Financial Services Authority (FSA), con il compito di supervisione dei mercati finanziari, di protezione dei consumatori, riduzione della criminalità finanziaria, e di mantenere la fiducia nel sistema finanziario;
- la regolamentazione prudenziale delle banche, costruita attorno ai requisiti minimi di capitale delle stesse, resi più flessibili da Basilea II;
- una riduzione della regolamentazione, tramite una riduzione dei poteri della FSA, giudicati eccessivi, e troppo restrittivi per il mercato.

In merito a questo ultimo punto possiamo ora notare, come le caratteristiche del ritorno al governo dei laburisti, si basassero sul desiderio di apparire favorevoli al mercato; essi infatti volevano scrollarsi di dosso la nomea che li aveva contraddistinti fin dal governo Callaghan negli anni settanta, che aveva contribuito a far ottenere scarsi risultati elettorali per ben diciotto anni. Inoltre, dobbiamo considerare anche la mutazione del panorama economico che era intercorsa tra il 1979 e il 1997, non solamente dal punto di vista

finanziario, ma anche per ciò che riguarda le privatizzazioni che avevano contraddistinto in particolar modo tutti gli anni ottanta. Questi fatti, uniti dalla preoccupazione dell'uscita della Gran Bretagna dal meccanismo dei tassi di cambio, nel 1992, e il conseguente rifiuto di adottare l'Euro, come invece fecero le maggiori economie europee, avevano creato l'impressione che ne potesse uscire indebolita. Fu così, che le lobby finanziarie fecero quanto in loro potere per far in modo che la regolamentazione del settore finanziario divenisse più morbida (Daripa, Kapur, Wright, 2012).

Facendo invece un leggero passo indietro, ed andando ad esaminare il tipo di regolamentazione presente prima dei decenni che siamo andati ad esaminare in modo approfondito fino ad ora, dobbiamo evidenziare come la Gran Bretagna appartenesse ad un gruppo di Paesi sviluppati (come Canada, Australia e Nuova Zelanda) nei quali i regolatori operavano senza nessuna legge fissa su cui basarsi. Il sistema bancario britannico fu comunque caratterizzato da un periodo di lunga stabilità (come avvenne infatti anche negli Stati Uniti), dalla fine della seconda guerra mondiale fino agli anni settanta, nel cui lasso di tempo fallirono solamente tre banche. Dopo le prime crisi bancarie occorse negli anni settanta, fu chiaro che era necessario iniziare a regolamentare il sistema, e fu così che venne approvato il Banking Act del 1979. Con questo atto vennero inserite anche un numero di condizioni minime che una banca doveva rispettare per poter operare; oltre a gettare le basi per assegnare dei poteri regolamentatori alla Banca d'Inghilterra (Busch, 2009).

Daripa, Kapur e Wright (2012), evidenziano che se ci dovesse essere una più efficace regolamentazione in futuro, essa richiederà sicuramente molte più risorse di quelle che sono state investite durante i governi conservatori e laburisti che si sono succeduti. Sempre gli stessi autori, pongono anche l'attenzione sul fatto che nel momento in cui l'economia va bene e il settore finanziario genera ricchezza, gli enti regolatori dovrebbero ugualmente assumere una posizione rigorosa, mentre spesso questo non viene fatto, dato che le preoccupazioni sulla produttività superano le preoccupazioni prudenziali (questo non avviene solo in Gran Bretagna, ma può essere considerato come un discorso generalizzato). Si corre il rischio così facendo, di tornare ad una stretta regolatoria in periodi di crisi, con il risultato che diventa molto più difficile riparare gli errori che sono stati commessi durante il periodo precedente (come avvenuto di fatto dopo la crisi del 2008).

Questa crisi, ha infatti comportato una nuova revisione degli enti regolatori tramite il Financial Services Act del 2012, che ha portato come principale effetto la divisione della FSA in due nuovi istituzioni: la Financial Conduct Authority con il compito di mantenere l'integrità dei mercati finanziari, e la Prudential Regulation Authority responsabile della vigilanza delle banche, oltre che la creazione del Financial Policy Committee della Banca d'Inghilterra (U.K. Parliament, 2012).

Abbiamo quindi visto che in Gran Bretagna si è passati da un sistema che non prevedeva nessun tipo di regolamentazione, ad un sistema regolato, ma al minimo. Questo apparato non ha impedito lo scoppio della crisi del 2008, o per meglio dire non ne ha impedito la propagazione, dato che questa si è sviluppata in parallelo e contemporaneamente agli Stati Uniti, per poi espandersi in tutte le piazze finanziarie mondiali. Possiamo quindi dire, che vi sono molto più di alcune semplici analogie fra questi due Paesi, in quanto anche se hanno seguito un percorso differente per arrivare a deregolamentare il settore finanziario, ci sono pur sempre arrivati nello stesso periodo di tempo, e ne hanno subito di conseguenza gli stessi effetti.

3.3 Francia

Restando sempre in Europa, andiamo ora ad analizzare brevemente come si è sviluppato il processo deregolamentatorio in Francia.

L'inizio delle grandi riforme nel settore finanziario in questo Paese viene fatta coincidere sicuramente con l'inizio degli anni ottanta, e con le riforme attuate dal governo Mitterrand, il quale iniziò nazionalizzando la gran parte delle banche che era rimasta in mani private dopo la prima ondata di nazionalizzazioni del 1945. Questa mossa ha contribuito a modernizzare il settore finanziario in Francia, portandolo quasi al livello dei Paesi maggiormente deregolamentatori, anche se bisogna ricordare che queste innovazioni avvennero di fatto a spese dello Stato, dato che le nazionalizzazioni avevano comportato un forte esborso di denaro da parte pubblica (Legifrance, 1982).

La deregolamentazione vera e propria iniziò invece, con la legge bancaria del 1984 che pose fine alla specializzazione delle banche, che poterono da quel punto in poi commercializzare diversi tipi di servizi. Questo fatto può essere benissimo paragonato all'abolizione del Glass-Steagall Act negli Stati Uniti (Legifrance, 1984). Si arrivò quindi ad

un ulteriore sviluppo, ovvero alla creazione della cosiddetta "Bancassurance", ovvero un istituto di credito che oltre alla classica attività bancaria, era attivo anche nella vendita di assicurazioni. La conseguenza fu che le banche arrivarono a detenere a fine decennio una quota pari al 40% del mercato dei prodotti assicurativi, guadagnando in pochi anni una fetta importante di tale settore (Blot, Creel, Delatte, Labondance, Levasseur, 2014).

Nel 1986, iniziò un processo volto ad annullare la nazionalizzazione delle banche che era iniziata quattro anni prima. Alcuni dei principali istituti finanziari fra cui Société Générale, Compagnie Paribas, Compagnie Suez e Crédit commercial de France furono privatizzati, anche se nonostante questa inversione di rotta, lo Stato nel 1988 manteneva ancora il controllo del 42% del settore bancario (Blot, Creel, Delatte, Labondance, Levasseur, 2014). La liberalizzazione delle filiali bancarie, partita a inizio anni settanta, portò una forte competizione sul mercato, anche se a lungo andare questo ebbe un effetto negativo sulla redditività degli istituti finanziari e sui costi di intermediazione, che condusse dal 1986 in poi ad una progressiva chiusura delle filiali meno redditizie (Dermine, 1990).

Un altro fatto che portò a grossi vantaggi per tutto il settore del credito francese, fu la legge del 3 gennaio 1973 che obbligò lo Stato a prendere a prestito il denaro necessario per il proprio fabbisogno, non più dalla Banca di Francia, ma dalle banche private. Venne fatto così un favore a queste ultime, che potevano prendere in prestito il denaro dalla banca centrale ad un tasso molto basso, per poi prestarlo nuovamente allo Stato a tassi decisamente più elevati, guadagnandoci in tal modo senza nessun rischio connesso all'operazione (Attali, 2012).

Il Monory Act del 1978, ebbe il compito di promuovere lo sviluppo del mercato azionario, attraverso benefici fiscali sulle tasse, in modo da incoraggiare il maggior numero di individui possibile a compiere operazioni sul mercato borsistico, dato che la Francia si era posta l'obiettivo di arrivare al livello che già altri Paesi avevano raggiunto. L'aumento dei vari rischi, fra cui il rischio di cambio e il rischio di tasso d'interesse, sono state le principali cause che hanno portato alla nascente domanda di nuovi strumenti, e mercati finanziari (Dermine, 1990).

Quest'ultimo punto in particolare, oltre alle altre riforme bancarie che abbiamo visto nel corso del paragrafo, unite alle conseguenze portate dalla crisi del 2008, hanno contribuito a creare una regolamentazione nel mercato dei CDS. Un'altra conseguenza, non di

secondaria importanza, è stata la decisione di eliminare nell'aprile del 2009 l'utilizzo degli strumenti delle stock option, e delle azioni gratuite per le imprese che avevano ricevuto un aiuto dallo Stato. Inoltre si discusse sull'utilizzo degli elevati bonus che venivano concessi ai manager (Blot, Creel, Delatte, Labondance, Levasseur, 2014).

Questa crisi ha anche avuto il ruolo di incentivare una maggiore armonizzazione fra la legislazione nazionale e quella proveniente dall'Unione Europea. Il ruolo della vigilanza in Francia è basato sul lavoro di due istituzioni: l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) per la supervisione del settore bancario e assicurativo, e la Financial Markets Authority (AMF) a cui è delegata la supervisione dei mercati finanziari. Quest'ultima istituzione fa parte dell'autorità europea per i valori e il mercato (ESMA), che coordina tutte le istituzioni dei singoli Paesi che hanno il compito di controllare i mercati finanziari (Blot, Creel, Delatte, Labondance, Levasseur, 2014).

3.4 Italia

Le riforme in materia bancaria in Italia risultano essere più recenti, rispetto a quanto avvenuto nei Paesi che abbiamo appena avuto il modo di vedere, dato che prima della riforma del 1993 resisteva in vigore il regio decreto-legge del 1936. Questa legge definiva le banche come una "pubblica istituzione", e non individuava il carattere imprenditoriale dell'attività stessa, che sarà riconosciuto per l'appunto solo negli anni novanta.

Innanzitutto dobbiamo partire con la premessa che il settore bancario in Italia è caratterizzato da una struttura divisa in due: in primis un gran numero di piccole banche che lavorano a livello locale e regionale, oltre ovviamente ai grandi istituti finanziari fra i quali Unicredit, Banca Intesa, Banco Bpm e Monte dei Paschi. La Banca d'Italia, oltre ad essere la banca centrale del Paese, ha svolto anche compiti di vigilanza, e ha contribuito a mantenere in vigore la normativa, che comportava la distinzione fra le numerose banche che operavano a livello locale. La preparazione all'adozione dell'Euro ha portato molti cambiamenti nel sistema bancario italiano; in primis con l'approvazione del "Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia" del 1993 che ha comportato (Hagendorff, Collins, Keasey, 2007):

- la possibilità della formazione di holding bancarie;
- l'abolizione della separazione fra finanziamento a breve e lungo termine;

- l'introduzione di una nuova forma di banca universale, in base alle quale gli istituti finanziari possono detenere interessi commerciali nelle società non finanziarie in una misura fino al 15%.

Di conseguenza il programma di privatizzazione ha portato alla riduzione delle attività bancarie controllate dal governo dal 70% del 1993 al 12% del 1999, oltre alle costituzioni di grandi banche fra cui Unicredit, come risposta alla concorrenza estera, con lo scopo di fornire maggiori servizi ad un costo inferiore (Hagendorff, Collins, Keasey, 2007).

Abbiamo fin qui potuto vedere come in Italia non sia stata operata una vera e propria deregolamentazione del settore finanziario, il che ci porta a pensare, che il sistema bancario, sia più solido rispetto a quello degli altri Paesi dell'Unione Europea, che hanno riscontrato delle difficoltà causate dall'eccessivo utilizzo di nuovi strumenti finanziari come i derivati. La presenza di un gran numero di piccole banche, operanti solamente a livello locale, e ognuna con la propria area di influenza ha portato il governo ad operare una riforma sia delle banche popolari, che delle banche di credito cooperativo nel 2016. Le banche popolari con un attivo superiore a otto miliardi di euro sono state obbligate a trasformarsi in s.p.a., mentre le banche di credito cooperativo sono state incentivate ad unirsi in gruppi bancari, sempre sotto forma di s.p.a.. Queste riforme sono state introdotte con lo scopo di superare le debolezze dell'economia del territorio di riferimento, e con il fine ultimo di far diventare le banche più solide riducendone la frammentazione (Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2016).

Dobbiamo ora, invece evidenziare come anche in Italia, non tutto sia andato per il verso giusto nel settore bancario negli ultimi anni. Abbiamo assistito infatti a diverse difficoltà per alcune banche, sia a causa della crisi del 2008, ma soprattutto per la poca vigilanza che è stata operata:

- la Banca Monte dei Paschi di Siena è passata sotto il controllo dello Stato nel 2017, a causa delle difficoltà sulla sua capitalizzazione (Ferrando, 2017);
- il fallimento della Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca nel 2017 (La Repubblica, 2017);
- il fallimento, il 22 novembre 2015 di quattro banche: Etruria, Marche, Chieti e Ferrara (Grassia, 2015);

- le difficoltà riscontrate alla fine del 2017 da Banca Carige, con il conseguente aumento di capitale (Il sole 24 ore, 2017).

Nuove fusioni, fra le quali spicca fra tutte quella avvenuta fra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano perfezionatasi ad inizio 2017, con la creazione di Banco Bpm, stanno inaugurando un trend che vede la creazione di grandi gruppi bancari, che come sostenuto anche dall'amministratore delegato di Banco Bpm Giuseppe Castagna, saranno destinati in Italia ad essere al massimo quattro o sei (Massaro, 2018).

Questo, ci porta infine a riflettere su di un fatto, ovvero che la creazione di grandi gruppi, dovrebbe sì portare il sistema finanziario italiano ad essere più stabile e sicuro, ma può anche rivelarsi un'arma a doppio taglio. È infatti ancora fresco il ricordo delle banche "too big to fail" e delle conseguenze che queste hanno portato negli Stati Unti. La seconda considerazione, invece riguarda il ruolo degli istituti di vigilanza, ovvero la Banca d'Italia e la Consob (oltre ovviamente alla BCE), che alla luce degli avvenimenti sopra esposti, sembrano essere stati un po' in difficoltà nello svolgere regolarmente il loro operato. Una soluzione per risolvere questa situazione, potrebbe essere quella di aumentare i loro poteri, in quanto anche in un Paese come il nostro, dove non c'è stata una forte deregolamentazione, o per lo meno dove se ne sono sentiti meno gli effetti, gli organi di vigilanza dovrebbero ancora di più prevedere, piuttosto che curare, le distorsioni presenti all'interno del suo mercato.

3.5 Germania

Anche in Germania, come avvenuto per la Gran Bretagna e la Francia, la deregolamentazione è avvenuta a partire dagli anni ottanta. Oltre a questo processo si è vista anche l'integrazione con le direttive comunitarie volte ad armonizzare le leggi presenti nei vari Paesi, con lo scopo di creare un mercato unico (Boss, 1996).

Le principali riforme in tal senso sono state:

- 1986: la legge sulle borse. Volta a facilitare l'ingresso in borsa delle piccole e medie imprese (Boss, 1996);
- 1986: la legge per migliorare le opportunità di investimento dei fondi comuni nel governo e nelle società per azioni quotate. Ha contribuito ad aumentare anche le

opportunità di investimento per le compagnie assicurative in società per azioni non quotate (Boss, 1996);

- 1989: la modifica della legge sulle borse. Ha introdotto i requisiti per lo scambio dei futures, e per la diffusione del commercio elettronico (Boss, 1996);
- 1990: la legge per la promozione del mercato finanziario. Ha abolito l'imposta sul volume d'affari investito in borsa, l'imposta sul capitale e l'imposta di scambio. Inoltre ha ampliato le opportunità di investimento per i fondi comuni, e annullato alcuni requisiti di approvazione per i fondi speciali. L'abolizione delle imposte sul commercio dei titoli ha contribuito ad aumentare i volumi di scambio nel mercato borsistico (Boss, 1996);
- 1990: la legge sulla semplificazione del rilascio di obbligazioni. Ha contribuito ad abolire la procedura di autorizzazione per l'emissione di obbligazioni, per adeguarsi alle leggi che erano già in vigore nelle banche straniere (Boss, 1996);
- 1994: la seconda legge per la promozione del mercato finanziario. Ha rafforzato la protezione degli investitori da parte dell'autorità federale di vigilanza bancaria. La legge ha anche consentito ai fondi comuni la negoziazione di strumenti derivati (Boss, 1996).

Sempre Boss (1996) analizza gli effetti che le leggi deregolamentatorie hanno avuto fino a quel momento, e arriva alla conclusione che queste hanno comportato vantaggi ai consumatori in termini di una più ampia gamma di prodotti finanziari, oltre che prezzi più bassi. Individua però, anche dei rischi che possono derivare dall'utilizzo dei nuovi strumenti finanziari, come abbiamo infatti visto che è avvenuto poi nella crisi del 2008, con l'esagerato utilizzo dei derivati.

Analogamente a quello che abbiamo visto avvenire nel resto dell'Europa, le leggi bancarie tedesche hanno portato tradizionalmente poche restrizioni per quel che riguarda la regolamentazione sulle partecipazioni incrociate, e la fusione fra banche commerciali e banche d'investimento; tuttavia in questo Paese è rimasta in vigore una rigida separazione fra banche e assicurazioni. Questo processo ha portato alla creazione di quattro grandi banche universali: Deutsche Bank, Dresdner Bank, HypoVereinsbank e Commerzbank. Con l'acquisto di HypoVereinsbank da parte di Unicredit nel 2005, e di Dresdner Bank da parte di Commerzbank nel 2009, sono diventate infine due. Dobbiamo comunque evidenziare che nonostante la creazione anche in Germania di banche "too big

to fail", il settore bancario in questo Paese si caratterizza per essere il più frammentato dell'intera Europa, con la presenza per la maggior parte, di un gran numero di banche cooperative operanti a livello locale (Hagendorff, Collins, Keasey, 2007).

3.6 Islanda

Abbiamo scritto fino ad ora che la crisi finanziaria del 2008 si è sviluppata principalmente nel mondo anglosassone, per poi espandersi velocemente nel resto del pianeta. Nello stesso periodo di tempo l'economia islandese è stata oggetto di una delle più gravi crisi bancarie della storia, in quanto c'è stato il fallimento di tutte e tre le più grandi banche del Paese, in seguito nazionalizzate. È stata anche definita come la più grande crisi finanziaria della storia, se rapportata alla grandezza economica di un Paese (The Economist, 2007).

Anche in questo caso, come per il resto della crisi finanziaria mondiale, un peso decisivo è di responsabilità della deregolamentazione. Basti pensare che è stato permesso alle banche nazionali di prendere in prestito dai mercati una quantità di denaro pari a dieci volte il PIL della nazione, all'incirca una somma pari a 250.000 dollari per ogni abitante dell'Islanda (Jackson, 2008). Descrivendo brevemente la crisi, in quanto svoltasi in modo leggermente diverso da quella studiata in questo elaborato, dobbiamo dire che le banche, volendo incentivare i risparmiatori ad aprire conti correnti in corone islandesi, portarono la banca centrale ad alzare il tasso d'interesse fino al 15,5% (Sedlabanki, 2008). Questo tasso, rapportato al 4% della zona Euro, e al 5,5% della Gran Bretagna, ci fa immediatamente capire quale tipo di sproporzione fosse stata creata nel mercato. Nel momento in cui le banche necessitavano quindi di rifinanziare i propri debiti nel mercato interbancario, fecero fatica a trovare ulteriori creditori, in quanto erano già in forte difficoltà nel rifondere i prestiti precedentemente contratti. Normalmente, a questo punto interviene la banca centrale come prestatore di ultima istanza, cosa che in questo caso non è stata possibile, dato che la distorsione provocata da questo meccanismo aveva portato le banche coinvolte, ad avere un giro di affari molto più grande dell'intera economia nazionale, rendendone di fatto impossibile il salvataggio (BBC News, 2009).

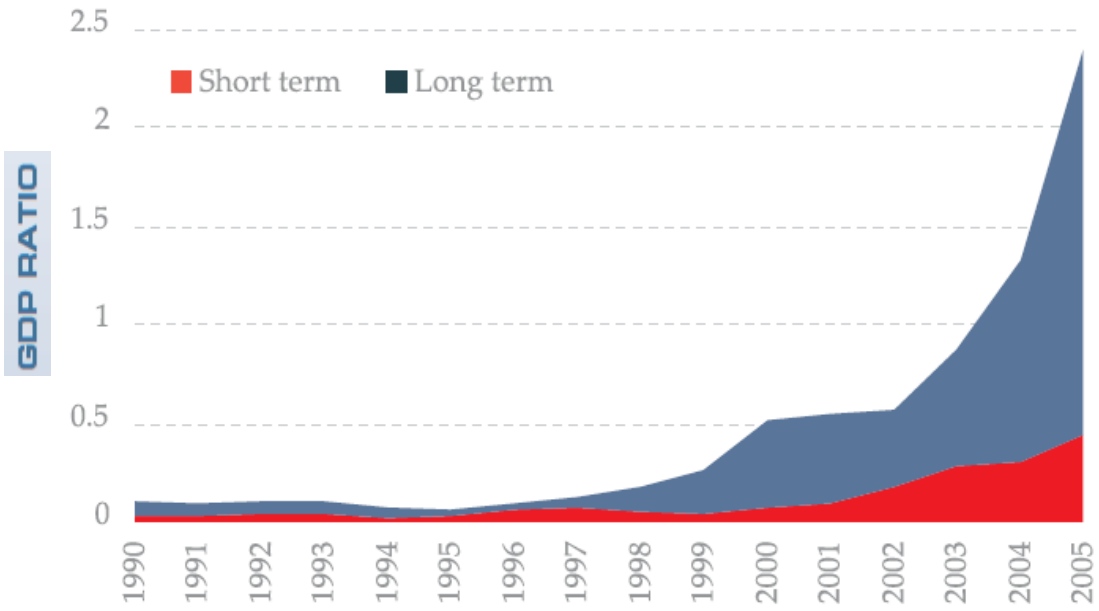
Per quel che riguarda lo scoppio della crisi, risulta curioso il fatto che, nonostante le raccomandazioni poste in essere da Mishkin ed Herbertsson (2006) nel loro studio sulla stabilità finanziaria in Islanda, non sia stata presa nessuna misura per aumentare la

vigilanza finanziaria all'interno della banca centrale islandese. I due economisti, sottolinearono infatti, che una banca centrale ha come compito principale perseguire sia la stabilità dei prezzi, che vigilare se il sistema finanziario risulti vulnerabile dai rischi.

Passiamo ora ad esaminare come si è sviluppata la deregolamentazione in questo Paese. Il primo passo è avvenuto nel periodo 1984-1986, in cui venne abolito il controllo del governo sui tassi d'interesse. Questo provvedimento insieme ad altre forme di deregolamentazione, ha stimolato il rapido sviluppo negli scambi di molti tipi di strumenti finanziari. Successivamente, la banca centrale ha ridotto i coefficienti di riserva obbligatoria delle banche commerciali, dal 28% del 1979 al 2% del 2003. Queste riforme unite ad altre, hanno trasformato il settore bancario islandese da essere concentrato principalmente sul mercato nazionale, in uno che fornisce servizi di intermediazione finanziaria al resto del mondo, in particolare ai Paesi scandinavi e alla Gran Bretagna (Mishkin, Herbertsson, 2006).

Possiamo vedere nel dettaglio l'evoluzione di questa caratteristica, dal grafico presente in Figura 17. Risulta infatti lampante come nel giro di pochi anni, il debito verso l'estero delle banche islandesi sia passato da un valore pari al 50% del PIL nel 2000, a quasi il 240% nel 2005.

Figura 17: Quota sul PIL del debito estero delle banche islandesi dal 1990 al 2005



Fonte: Mishkin, Herbertsson (2006)

Questo trend è stato anche condizionato da un processo deregolamentatorio nel settore bancario, partito agli inizi degli anni novanta con il primo ministro David Oddsson che ha sostenuto politiche volte ad incoraggiare fortemente la privatizzazione delle banche. La conseguenza fu che le principali banche del Paese passarono da una stretta gestione pubblica al controllo privato. Questo fatto, unito alla forte espansione del mercato finanziario islandese, in aggiunta agli effetti dei prestiti ottenuti dall'estero, ha portato nel 2004 il mercato azionario di questo Paese a crescere nel giro di un solo anno del 900%. Inoltre, ulteriori liberalizzazioni su pressione europea, sono coincise con l'obiettivo dell'Islanda di aderire allo "Spazio Economico Europeo" (Boyes, 2009).

3.7 Irlanda

L'Irlanda è stata uno dei Paesi che visto maggiormente gli effetti della crisi finanziaria dell'ultimo decennio, spinta soprattutto dal mercato immobiliare, e anche in questo caso dalla deregolamentazione nel settore finanziario. Anche per quel che riguarda questa nazione, l'inizio del processo deregolamentatorio è coinciso con gli anni ottanta. In questo caso però, la concorrenza nel mercato del prestito al dettaglio è stata incoraggiata con lo scopo di rendere il più aperto possibile il settore finanziario, in modo che l'afflusso di nuovi capitali potesse contribuire a sostenere gli effetti economici del boom del mercato immobiliare. L'Irlanda veniva infatti definita nel periodo a cavallo del nuovo millennio come "la tigre celtica" (Kelly, Everett, 2004).

In questo periodo è iniziato un progressivo smantellamento dei controlli sul capitale e sulle restrizioni dei tassi d'interesse, oltre alla rimozione degli ostacoli giuridici e fiscali che bloccavano lo sviluppo del mercato dei titoli non governativi. In particolare dobbiamo evidenziare che nel 1985 sono state introdotte nuove disposizioni, in base alle quali ogni banca sarebbe stata libera di scegliere la quantità dei prestiti da erogare, e i tassi di deposito. Passiamo ora a vedere quali sono state le principali tappe in questo processo (Kelly, Everett, 2004):

- 1984: fine delle linee guida formali per il prestito bancario al settore privato;
- 1985: nuove disposizioni sui tassi d'interesse volte a facilitare una maggior competizione fra le banche;

- 1986: fine delle linee guida indicative sul credito. Si dà fiducia alla gestione della liquidità e alla politica dei tassi d'interesse;
- 1988: diminuzione dei controlli sugli scambi;
- 1989: fine delle restrizioni sull'acquisto di titoli esteri a medio e a lungo termine;
- 1991: riduzione del coefficiente di liquidità primario dal 10% all'8%;
- 1992: fine delle restrizioni sul possesso di sterline irlandesi da parte dei non residenti. Fine delle restrizioni sui prestiti a medio termine;
- 1992: ulteriore riduzione del coefficiente di liquidità primario al 6%;
- 1993: eliminazione degli ultimi controlli di cambio;
- 1993: abolizione dell'imposta di bollo che gravava sulla maggior parte delle obbligazioni societarie;
- 1993: coefficiente di liquidità primario abbassato al 4%;
- 1994: riduzione del coefficiente di liquidità primario al 3%;
- 1999: riduzione del coefficiente di liquidità primario al 2%.

Sempre Kelly e Everett (2004) hanno evidenziato, come queste riforme, oltre ad aumentare la concorrenza fra le banche irlandesi, abbiano incentivato nuovi attori ad entrare nel mercato irlandese, sempre con lo stesso fine che abbiamo descritto in apertura di paragrafo. Questi eventi, si sono poi ripercossi sulla concorrenza nel mercato dei mutui, arrivando a provocare una bolla anche nel mercato immobiliare irlandese.

Da Rold (2011) sottolinea anche, come le vicende avvenute in Irlanda, possano avere un termine di paragone con l'Islanda, in quanto anche in questo caso l'economia nazionale è stata snaturata; il Paese è stato trasformato in una sorta di mega banca d'investimento, sfruttando una leva finanziaria superiore al PIL, fatto che come abbiamo avuto modo di vedere, ha poi avuto risvolti drammatici.

3.8 Giappone

Il Giappone, non può non essere inserito in questa lista, in quanto, oltre ad essere una delle economie maggiormente sviluppate del mondo, è stato anche il Paese in cui si è verificata una delle più grandi recessioni finanziarie della storia. Questa è avvenuta agli inizi degli anni novanta, e come vedremo fra poco è stata causata in particolar modo dalla deregolamentazione operata nel settore finanziario. La deregolamentazione, è infatti

iniziata nella seconda metà degli anni settanta, ed è poi continuata fino agli anni novanta, su pressione della World Trade Organization, che ha contribuito a far velocizzare questi processi in tutta l'Asia, con lo scopo di modernizzare il settore finanziario (Eva, 2000).

Le principali misure che sono state adottate sono state (Hall, 1998):

- l'internazionalizzazione dello yen attraverso l'uso della moneta nazionale in attività economiche all'estero. Questa misura è stata resa possibile dalla liberalizzazione del mercato dell'euroyen, dalla liberalizzazione del mercato dei bond, e dalla liberalizzazione del mercato dei cambi;
- la liberalizzazione dei tassi d'interesse sui depositi nel 1994;
- la liberalizzazione dei tassi d'interesse sui finanziamenti;
- la liberalizzazione dei mercati finanziari, avvenuta nel 1978 attraverso una maggiore flessibilità dei tassi e delle quotazioni, oltre all'espansione del mercato sia in termini di transazioni, che di soggetti che potevano operare al suo interno;
- la diversificazione dell'attività bancaria, e l'eliminazione della specializzazione delle attività finanziarie, avvenuta nel 1996.

La riforma deregolamentatoria più importante avvenuta in Giappone, è stata nel 1996 quella denominata "Big Bang", la quale come scopo aveva quello di creare un mercato finanziario il più possibile simile a quello presente negli Stati Uniti e in Gran Bretagna. Si basava su tre concetti (Eva, 2000):

- Free: ovvero la creazione di un libero mercato, e la possibilità per gli investitori di avere maggiore libertà nelle scelte di investimento;
- Fair: un mercato più affidabile grazie ad una legislazione più chiara;
- Global: la volontà di rendere il mercato giapponese il più possibile conforme agli altri mercati mondiali.

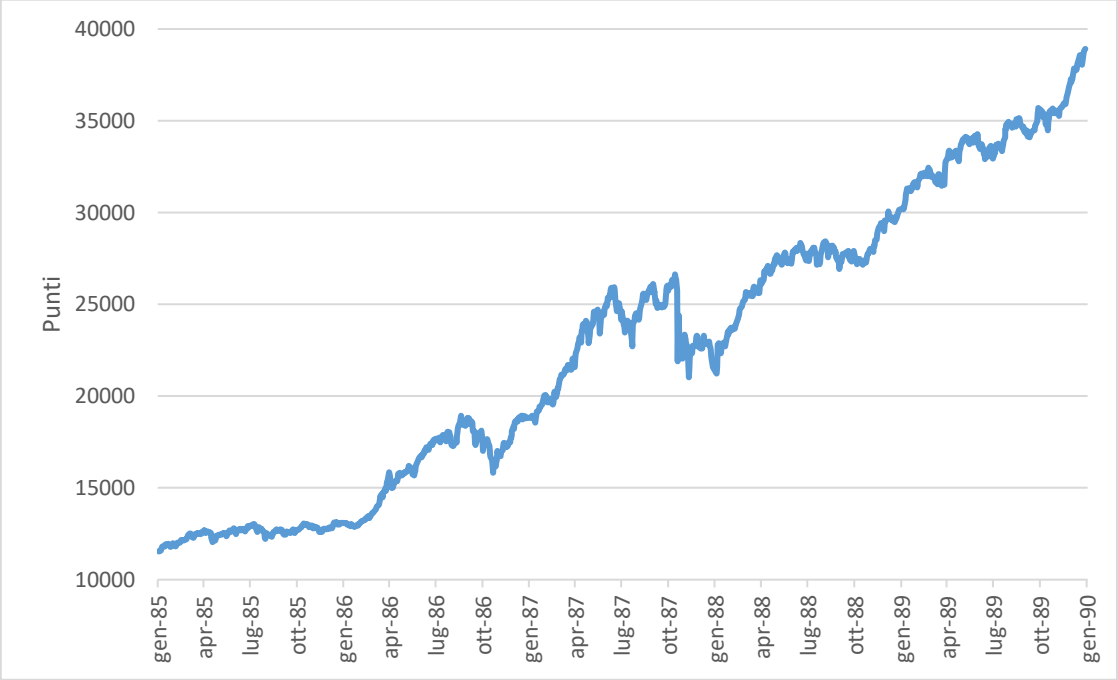
Come si può ben notare, compare subito una differenza con il resto dei Paesi che abbiamo visto negli ultimi paragrafi; se questi avevano avuto come obiettivo quello di attirare il più possibile capitali stranieri, in questo caso, invece, la conseguenza fu che aumentò in modo sostenuto il deflusso degli stessi capitali verso l'estero, con un conseguente indebolimento dello yen. Questa riforma, non riuscì comunque ad evitare il fallimento delle istituzioni finanziarie (Eva, 2000). I punti chiave di questa legislazione furono (Suzuki, 1998):

- gli incentivi allo sviluppo dei rapporti fra le imprese operanti nel settore finanziario, come banche d'investimento, banche commerciali e assicurazioni;
- l'abolizione delle restrizioni su determinati prodotti finanziari;
- la completa deregolamentazione delle commissioni degli agenti di borsa;
- la liberalizzazione del mercato dei cambi tramite l'eliminazione dei controlli sulle transazioni in valuta estera;
- la liberalizzazione delle operazioni in titoli e depositi;
- una maggiore trasparenza attraverso una maggiore informazione;
- le misure volte al mantenimento della stabilità finanziaria;
- la preparazione all'introduzione di nuovi strumenti finanziari nel mercato giapponese;
- l'istituzione di un sistema di vigilanza.

Per quel che riguarda la creazione di grandi istituzioni bancarie, dobbiamo comunque notare una similitudine con ciò che è avvenuto nel resto del mondo. Per ridare fiducia ai mercati, dopo la recessione economica avvenuta ad inizio anni novanta, nel 1996 fu annunciata la fusione fra due grandi banche, la Bank of Tokyo e la Mitsubishi Bank, che sarebbe andata a formare la banca più grande del mondo con attività pari a 700 miliardi di dollari (Eva, 2000).

Se andiamo ad analizzare nel complesso il ruolo che ha avuto la deregolamentazione a livello nazionale, possiamo evidenziare come questa non abbia operato omogeneamente in tutti i segmenti del mercato finanziario, contribuendo a creare un'asimmetria in particolare fra il mondo delle imprese ed il settore privato. Dato che l'apertura ai mercati finanziari mondiali, causata dalle riforme che abbiamo appena avuto modo di vedere, ha causato una forte perdita nel numero di clienti per le banche giapponesi, queste iniziarono a rivolgersi in maggior misura verso le aziende di piccole dimensioni, i mercati stranieri, e il settore immobiliare, contribuendo a innescare la recessione del biennio 1990-91, e ad aggravare gli effetti della crisi asiatica del 1997, che aveva avuto origine in Thailandia (Eva, 2000). Possiamo notare, da Figura 18, come già a fine anni ottanta si stesse formando una bolla speculativa nel mercato azionario, dato che l'indice Nikkei passò da un valore di poco superiore ai 10.000 punti, finendo per triplicare nel giro di 5 anni, ed arrivare così ad un valore di quasi 40.000 punti alla fine del 1989, poco prima che la stessa bolla esplodesse causando la recessione.

Figura 18: Andamento dell'indice Nikkei dal 1985 al 1990



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Nikkei Stock Average

Altro effetto che ha portato la deregolamentazione, è stato quello legato alla scarsa trasparenza, che ha contribuito ad ingigantire la diffusione di cattivi finanziamenti, come possiamo notare in Tabella 3 i quali sono più che raddoppiati nel giro di cinque anni.

Tabella 3: Finanziamenti cattivi in Giappone dal 1993 al 1998

Data	Prestiti cattivi (miliardi di Yen)	Data	Prestiti cattivi (miliardi di Yen)
Marzo 1993	12.685	Settembre 1993	13.732
Marzo 1994	13.659	Settembre 1994	13.439
Marzo 1995	12.961	Settembre 1995	13.421
Marzo 1996	26.831	Settembre 1996	24.383
Marzo 1997	23.987	Settembre 1997	23.896
Marzo 1998	29.758	Settembre 1998	30.078

Fonte: Hoshi, Kashyap (1999)

Hoshi e Kashyap (1999), precisano anche che dal 1993 al 1995 le statistiche coprivano solo i prestiti da imprese fallite e quelli insolventi da almeno sei mesi; queste cifre quindi, non includono i prestiti rinegoziati. Sempre gli stessi autori, precisano che le banche non

hanno dovuto rivelare, e in molti casi hanno scelto di non farlo, i prestiti caratterizzati da pagamenti sospesi. All'incirca quindi, il totale delle perdite sui crediti da parte delle banche ha oscillato intorno al 2,5% del totale dei prestiti concessi.

In modo analogo a quanto avvenuto durante la crisi del 2008, il continuo aumento delle sofferenze nei bilanci delle banche, oltre alle sempre minori garanzie fornite dai debitori, e al conseguente svalutamento del valore degli immobili comportarono l'impoverimento del capitale bancario (Maswood, 2002).

Come abbiamo infatti potuto vedere, le misure deregolamentatorie sviluppate in Giappone, hanno sì contribuito a far diventare questo Paese la seconda potenza economica mondiale negli anni ottanta, ma hanno anche causato la più grave recessione subita dall'economia nipponica dalla fine della seconda guerra mondiale, e hanno amplificato gli effetti della crisi asiatica del 1997, portando a quello che molti economisti hanno chiamato il "decennio perduto" (Rampini, 2010). Possiamo quindi vedere, come anche in Asia, gli stessi meccanismi collaudati nell'occidente abbiano condotto a risultati analoghi, ovvero a riscrivere le regole dei mercati finanziari, probabilmente in un modo troppo affrettato, e non graduale, cosa che poi ha impedito una veloce risoluzione della crisi.

3.9 Corea del Sud

La Corea del Sud viene spesso annoverata nel gruppo dei Paesi economicamente più sviluppati, data l'espansione che ha contraddistinto la sua economia negli anni successivi alla guerra di Corea, che alla fine degli anni ottanta l'ha portata a diventare l'undicesima economia del mondo (Choi, 2001).

Questo fatto è stato determinato da una progressiva deregolamentazione del settore finanziario iniziata nel 1981, avvenuta attraverso cinque importanti punti (Edwards, 1987):

- la creazione di nuovi strumenti finanziari;
- dei procedimenti volti ad aumentare la competizione fra le banche, in particolare tramite la privatizzazione delle banche commerciali, e il permesso alle banche

straniere di operare in determinate aree dove prima le stesse avevano delle restrizioni;

- le banche avrebbero ottenuto il permesso di aumentare la dimensione dei propri affari;
- la competizione nel settore finanziario sarebbe stata incoraggiata, dando una maggiore importanza alle istituzioni finanziarie non bancarie;
- l'intenzione del governo (poi non rispettata) di ridurre la propria influenza per quel che riguarda l'allocazione del credito;
- la concessione di una maggiore flessibilità alle banche per ciò che concerne il tasso di interesse che le stesse possono applicare sui loro prestiti.

Un vero e proprio programma di deregolamentazione è stato avviato dal presidente della Corea Kim Young-Sam nel 1993, con lo scopo di abbracciare gli stessi standard globali, in modo da far diventare il Paese più competitivo sui mercati mondiali (Lynn, 2009). Heo e Kim (2000) individuano subito un primo problema, nel fatto che la deregolamentazione è stata eseguita senza un'adeguata supervisione dagli organi di controllo, che ha portato ad una crescita degli investimenti all'estero, con il conseguente aumento del numero dei prestiti internazionali. A causa della differenza dei tassi d'interesse fra la Corea del Sud e il resto del mondo, le banche coreane hanno trovato profittevole prendere in prestito denaro all'estero, e prestarlo ai mutuatari interni. Inoltre, come abbiamo visto prima per il Giappone, le varie misure deregolamentatorie hanno portato ad una crescita dei cattivi prestiti che venivano concessi, i quali sono aumentati fino ad arrivare alla fine del 1996 a quota 1,8 miliardi di won, ovvero il 4,1% del totale.

Nel 1991 sono state attuate ulteriori riforme per quel che riguarda il sistema finanziario, le quali hanno comportato un'ulteriore deregolamentazione dei tassi d'interesse, oltre alla liberalizzazione delle scadenze sui prestiti, delle transazioni in valuta estera e degli investimenti stranieri. In particolar modo anche queste misure sono state effettuate per poter favorire una maggiore globalizzazione finanziaria (Hao, Hunter, Yang, 2001).

Alcuni economisti come Gilbert e Wilson (1998), evidenziano come il continuo processo deregolamentatorio intrapreso durante questi decenni, abbia contribuito a migliorare la produzione potenziale, oltre che la produttività delle banche coreane, sottolineando come i precedenti controlli intrapresi nel sistema finanziario coreano fra gli anni sessanta e gli anni settanta, devono essere soppesati con gli effetti negativi sulla produttività delle

banche. Ciò che questi autori non esaminano, però, è come la deregolamentazione abbia contribuito a rendere instabile l'economia sudcoreana. Altri autori invece, come Choi (2002), sottolineano, come sia stata proprio la normativa tollerante, unita all'indebolimento dei controlli sui mercati finanziari, ad incidere enormemente sullo sviluppo e sulla propagazione della crisi all'interno di questo Paese.

3.10 Cina

La Cina è un Paese che si è affacciato solamente di recente nell'economia mondiale, in quanto fino al 1978 era contraddistinta da un'economia pianificata. L'apertura al mercato è stata quindi caratterizzata da una forte liberalizzazione in vari settori dell'economia, anche se con sempre forti livelli di intervento da parte del governo; fino ad arrivare alla deregolamentazione in materia finanziaria, come avremo modo di vedere nel corso di questo paragrafo (Lin, 2017).

La deregolamentazione del settore bancario, fu una delle condizioni principali per l'accesso della Cina nel WTO nel 2001. La continuazione di questo trend nel 2006, ha comunque comportato un'apertura del mercato bancario, alla concorrenza di banche straniere, cosa che in precedenza era stata invece limitata (Ho, 2008).

La liberalizzazione del settore bancario è iniziata nella seconda metà degli anni ottanta, in cui le autorità hanno approvato la creazione di nuove istituzioni finanziarie sia nazionali che regionali, tutte regolate dalla Banca Popolare Cinese. Sempre nello stesso periodo si è vista una maggiore flessibilità per quel che riguarda i tassi d'interesse, in quanto a partire dal 1983 la Banca Popolare Cinese è stata autorizzata dall'Assemblea nazionale del popolo, ovvero l'organo legislativo, a variare i tassi d'interesse di una cifra pari al 20% rispetto a quelli che il governo fissava (Ballantyne, Hambur, Roberts, Wright, 2014). In particolare, a partire dal 1996, il tasso di interesse sui prestiti è stato gradualmente liberalizzato, mentre quello sui depositi è rimasto tuttavia ancorato al tasso imposto dalla Banca Popolare Cinese (Ho, 2008). Tra il 1996 e il 2007, sono state approvate circa 120 riforme riguardanti i tassi d'interesse, fino ad arrivare al 2013, in cui sono state abolite tutte le restrizioni sui tassi a prestito (Ballantyne, Hambur, Roberts, Wright, 2014).

Nonostante gli effetti causati dalla crisi del 2008, e in particolar modo dalla deregolamentazione, gli enti regolatori, nel 2017, hanno deciso di seguire allo stesso modo ciò che hanno fatto anche altri Paesi, ovvero aprire il mercato dei futures ad investitori stranieri, così da attirare nel Paese un buon numero di capitali. Inoltre sono stati incoraggiati anche gli investimenti esteri nel proprio mercato dei capitali, con misure deregolamentatorie sempre maggiori (Reuters, 2017).

A partire dal 2007, sono divenute scambiabili anche le quote delle azioni non negoziabili, che precedentemente erano state bloccate dalla China Securities Regulatory Commission, creando vari problemi di insider trading (Zhu, Wang, 2015).

Un fatto che risulta avere un ruolo sempre maggiore nell'economia della Cina, risulta essere una regolamentazione ancora inefficiente sul mercato dei titoli, in quanto non vi è una legislazione dettagliata che regola le transazioni, mettendo a riparo gli investitori dai rischi connessi. È a causa di numerose lacune in ambito legislativo che non vi è ancora una risposta certa per quel che riguarda i comportamenti scorretti all'interno dei mercati, come per l'appunto in merito all'insider trading (Wei, 2005).

Nonostante la Cina, sia uno dei Paesi in via di sviluppo con il maggior tasso di crescita del PIL da circa trent'anni a questa parte, ha risentito in minor misura degli effetti delle deregolamentazioni adottate nel settore bancario e finanziario, rispetto agli altri Paesi che abbiamo avuto modo di vedere nel corso di questo capitolo. Probabilmente, questo fatto è stato determinato dalla volontà di mantenere sotto controllo governativo la fetta più grossa degli istituti di vigilanza, con lo scopo di diminuire il più possibile il rischio di distorsioni nel mercato. Dobbiamo infatti ricordare che, nonostante la Cina stia continuando sempre più a trasformare la propria economia abbracciando maggiormente la visione capitalistica, questo "socialismo con caratteristiche cinesi" continua a farsi sentire soprattutto per ciò che è attinente alla sfera regolamentatoria.

3.11 Confronti

Vogliamo ora, mettere a confronto i vari Paesi studiati in questa parte del nostro elaborato, con l'aggiunta degli Stati Uniti, esaminati nel secondo capitolo. Riassumeremo in modo sintetico e schematico con la Tabella 4 quali misure sono state adottate nei vari Paesi.

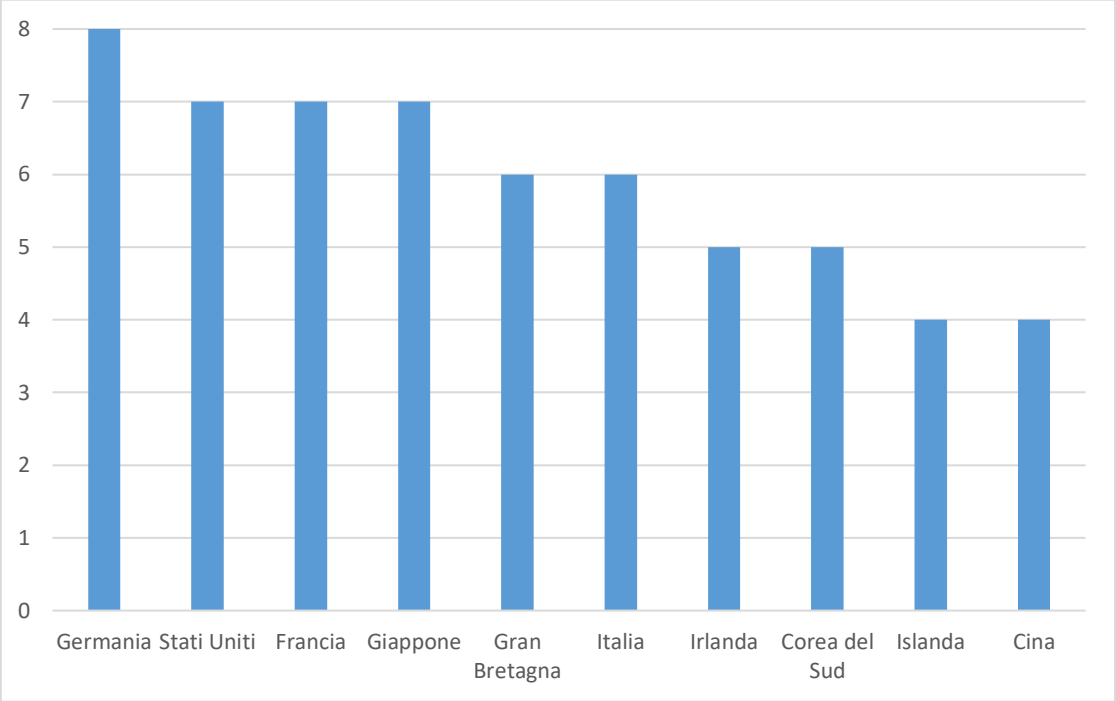
Tabella 4: Confronto delle misure deregolamentatorie

Paese → / Misura Deregolamentatoria ↓	Stati Uniti	Gran Bretagna	Francia	Italia	Germania	Islanda	Irlanda	Giappone	Corea del Sud	Cina
Abolizione/riduzione del controllo sui tassi d'interesse	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Abolizione della procedura di autorizzazione per l'emissione di obbligazioni					X					
Abolizione/riduzione della riserva obbligatoria	X	X				X				
Abolizione separazione dei finanziamenti a breve e a lungo termine				X						
Benefici fiscali sulle tasse/abolizione imposte nel mercato azionario			X		X		X			
Diminuzione commissioni di brokeraggio		X						X		
Diminuzione requisiti minimi di capitale delle banche		X								
Facilitazioni nell'ingresso in borsa delle piccole e medie imprese					X					
Fine/diminuzione delle commissioni fisse		X			X			X		
Fine della specializzazione delle banche	X		X	X				X		
Formazione di holding bancarie	X			X	X			X		
Introduzione di nuovi strumenti finanziari	X		X		X			X	X	X
Liberalizzazione dei mercati finanziari/liberalizzazione del mercato degli scambi	X						X	X	X	X
Liberalizzazione delle filiali bancarie			X							
Privatizzazione del settore bancario			X	X		X			X	
Riduzione dei poteri dell'organo vigilante/diminuzione dei controlli	X	X	X	X	X	X	X		X	X
Riduzione del coefficiente di liquidità primario							X			

Fonte: Nostre elaborazioni

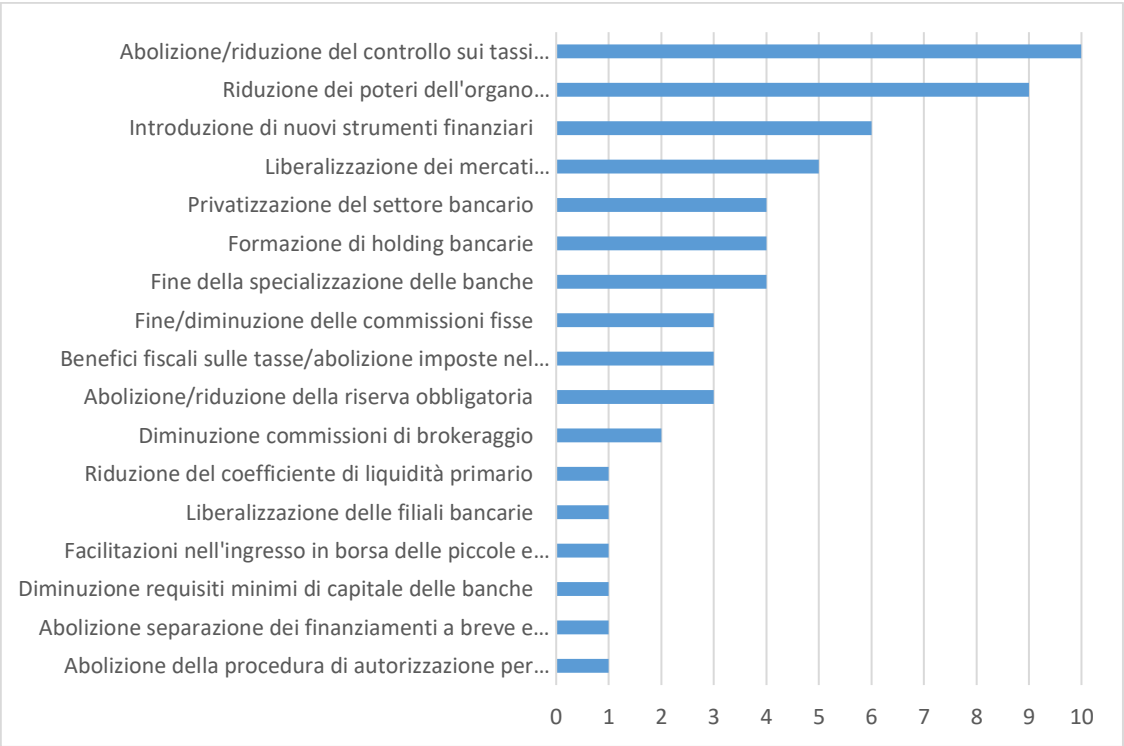
Nonostante una tabella come questa rappresenti, già di per sé, una facilitazione nell'elaborazione di conclusioni andando di fatto a riassumere gran parte del lavoro fatto fino a questo punto, se non coadiuvata da strumenti grafici, risulterebbe di per sé dispersiva e poco utile. Per questo con la Figura 19, e la Figura 20 vedremo nello specifico il livello di attuazione delle misure elencate in precedenza, sia per quanto riguarda ogni singolo Paese, che per ogni singola misura.

Figura 19: Numero di deregolamentazioni adottate per Paese



Fonte: Nostre elaborazioni

Figura 20: Deregolamentazioni per tipo di misura



Fonte: Nostre elaborazioni

Dalla Figura 19 possiamo vedere che i Paesi maggiormente industrializzati hanno adottato tutti un gran numero di misure volte a liberalizzare il settore finanziario; in particolar modo la Germania sembra quella che si è adoperata maggiormente in questo senso. Sarebbe errato collocare gli Stati Uniti al primo posto, in quanto anche se hanno avuto leggi strettamente regolamentatorie nel periodo che va dal 1929 agli anni settanta, dobbiamo comunque ricordare come il loro settore finanziario si differenziasse rispetto a quello degli altri Paesi per il forte livello di liberalizzazione già presente. Quindi di conseguenza, la possibilità di effettuare deregolamentazioni è stata sicuramente inferiore rispetto ai Paesi europei che, come possiamo nuovamente intuire guardando il grafico presente in Figura 19, si collocano quasi tutti ai primi posti in questa particolare classifica, in particolar modo per quei Paesi caratterizzati da un'economia più sviluppata.

La Figura 20 risulta ancora più curiosa a mio avviso, in quanto ci fa vedere come tutti i dieci Paesi fin qui studiati si siano perfettamente allineati per quel che riguarda la deregolamentazione dei tassi d'interesse, effettuata nella maggior parte dei casi sia sui depositi che sui prestiti. Altre misure, come la riduzione dei poteri dell'organo preposto alla vigilanza, o la diminuzione dei controlli da esso effettuati, e l'introduzione di nuovi strumenti finanziari, sono stati gli strumenti utilizzati dalla maggior parte dei Paesi, in quanto sono stati considerati come i massimi rappresentanti della liberalizzazione del settore finanziario. La privatizzazione del settore bancario ha invece caratterizzato, per la maggior parte dei casi, quei Paesi che nei decenni precedenti hanno avuto un'economia con una forte impronta pubblica. Notiamo, anche, come tutti i Paesi asiatici abbiano sperimentato sia la liberalizzazione dei mercati finanziari che del mercato degli scambi, che come abbiamo visto nel corso del capitolo era stata imposta dalle varie organizzazioni internazionali a cui hanno deciso di aderire. Non è stata inserita nella lista l'indipendenza della banca centrale dall'operato del governo, in quanto solamente la Gran Bretagna ha avuto modo di sperimentarla; gli altri Paesi avevano riconosciuto il giusto grado di autonomia alla propria banca centrale da molto tempo (tranne la Cina che come ben sappiamo ha invece concesso ben poche liberalizzazioni in tal senso). Si è preferito operare questa scelta in quanto questa misura è da considerarsi un esempio positivo di liberalizzazione; sarebbe quindi stato fuorviante inserirla in questa lista.

Vogliamo ora, rielaborare il tutto, ed analizzarlo sotto ulteriori aspetti. Proveremo infatti a dare un "peso" alle varie misure deregolamentatorie fin qui analizzate. Nella lista che

ora proponiamo in Tabella 5, diamo un peso maggiore alle misure che riteniamo più importanti, ed ovviamente un peso minore a quelle che riteniamo abbiano inciso meno nel processo di liberalizzazione finanziaria che è stato intrapreso negli ultimi anni. Ovviamente dove due misure deregolamentatorie hanno ottenuto lo stesso valore, è perché le abbiamo considerate simili.

Tabella 5: Pesi assegnati alle misure deregolamentatorie

Misura deregolamentatoria	Peso
Liberalizzazione delle filiali bancarie	1
Privatizzazione del settore bancario	1
Riduzione del coefficiente di liquidità primario	2
Abolizione separazione dei finanziamenti a breve e a lungo termine	3
Abolizione/riduzione del controllo sui tassi d'interesse	4
Diminuzione commissioni di brokeraggio	5
Facilitazioni nell'ingresso in borsa delle piccole e medie imprese	5
Fine/diminuzione delle commissioni fisse	5
Abolizione della procedura di autorizzazione per l'emissione di obbligazioni	6
Diminuzione requisiti minimi di capitale delle banche	7
Abolizione/riduzione della riserva obbligatoria	8
Benefici fiscali sulle tasse/abolizione imposte nel mercato azionario	9
Introduzione di nuovi strumenti finanziari	10
Liberalizzazione dei mercati finanziari/liberalizzazione del mercato degli scambi	10
Fine della specializzazione delle banche	11
Formazione di holding bancarie	11
Riduzione dei poteri dell'organo vigilante/diminuzione dei controlli	12

Fonte: Nostre elaborazioni

Possiamo ora notare, come le misure con un maggior peso, in particolare quelle con valori da 10 a 12, siano anche quelle di cui abbiamo avuto modo di parlare nella maggior parte dell'elaborato. Abbiamo ritenuto inoltre, di dare una particolare importanza, anche ai "Benefici fiscali sulle tasse/abolizione delle imposte sul mercato azionario", all'"Abolizione/riduzione della riserva obbligatoria" e alla "Diminuzione requisiti minimi di capitale delle banche", in quanto sono misure che hanno contribuito in modo decisivo ad aumentare i rischi nel mercato finanziario; abbiamo infatti assegnato a queste misure i valori successivi più elevati, dopo quelli visti poc'anzi.

In Tabella 6, vediamo come si combinano i pesi che abbiamo appena assegnato in Tabella 5, con i risultati ottenuti in Tabella 4.

Tabella 6: Valore dei Paesi aggiustato con i pesi assegnati alle varie misure

Paese	Valore
Islanda	25
Cina	36
Irlanda	37
Corea del Sud	37
Gran Bretagna	41
Italia	42
Francia	48
Giappone	56
Germania	62
Stati Uniti	66

Fonte: Nostre elaborazioni

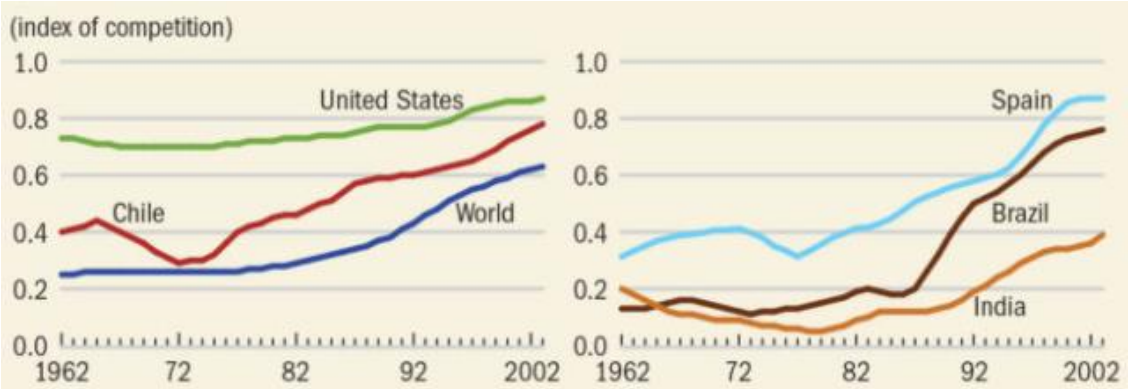
Da questa tabella possiamo trarre delle importanti conclusioni. La prima è che le economie più piccole fra quelle analizzate, ovvero Islanda e Irlanda, hanno anche i valori più piccoli nel complesso. Inoltre, anche per la Cina vediamo una bassa misura, cosa che possiamo spiegare facilmente in quanto nonostante le deregolamentazioni, il controllo dello Stato è rimasto comunque forte. Inoltre, i valori più elevati sono rappresentati dagli Stati Uniti, dalla Germania e dal Giappone, ovvero tre dei Paesi che ospitano alcuni dei maggiori mercati finanziari mondiali. Ci aspetteremmo di vedere con una misura notevole anche la Gran Bretagna. In realtà il sesto posto in Tabella 6 non deve stupirci, in quanto avevamo già visto nel corso del paragrafo 3.2 che in Gran Bretagna i regolatori operavano senza nessuna legge fissa su cui basarsi, quindi il processo di deregolamentazione, di conseguenza, ha avuto un percorso meno consistente rispetto ad altri Paesi.

3.12 Conclusioni

Dopo aver analizzato nel corso di questo capitolo come si è svolta la deregolamentazione in ben nove Paesi al di fuori degli Stati Uniti, sia in Europa, che in Asia; possiamo affermare come questo processo sia stato pesantemente condizionato dal desiderio di tutti i Paesi fin qui studiati di emulare ciò che veniva fatto proprio negli Stati Uniti, dato che erano (e tutt'ora sono) considerati come la nazione con il settore finanziario più evoluto. Un altro elemento non di secondaria importanza è stato vedere l'impatto determinante che hanno avuto altri fattori esterni in alcuni Paesi, come per esempio in Islanda o in Giappone. Questi ultimi sono stati incentivati ad operare una deregolamentazione in modo

particolarmente rapido, per poter aderire la prima allo "Spazio Economico Europeo", e il secondo al "World Trade Organization" (Boyes, 2009 e Eva, 2000).

Figura 21: Tasso di adozione delle liberalizzazioni dal 1962 al 2002



Fonte: Ostry, Prati, Spilimbergo (2009)

La Figura 21, elaborata dai ricercatori del FMI, mostra come il tasso di adozione delle liberalizzazioni si possa misurare attraverso l'aumento della competitività nell'economia. Nel dettaglio sono state studiate le seguenti liberalizzazioni (Ostry, Prati, Spilimbergo, 2009):

- la rimozione delle restrizioni sui movimenti dei capitali;
- le liberalizzazioni nel settore bancario;
- l'apertura nei settori dell'agricoltura e dell'industria;
- la deregolamentazione finanziaria;
- la riduzione dell'imposizione fiscale sui salari.

I Paesi indicati nel grafico sono andati tutti ad aumentare le liberalizzazioni nei settori che abbiamo appena indicato; in particolare possiamo notare, come tutti abbiano visto una forte crescita di questo trend, tranne gli Stati Uniti, il cui valore è aumentato di poco nel corso di quarant'anni, oscillando sempre intorno all'80%, facendoci capire come in questo Paese avessero già raggiunto un buon livello di deregolamentazione. Questo chiaro segnale, ci indica che i Paesi avevano come obiettivo proprio quello di raggiungere questo livello di liberalizzazione e di deregolamentazione. In un'ottica di mercati sempre più globalizzati, sono andati ad emulare quello che consideravano come il Paese più evoluto, sicuri del fatto che questa azione avrebbe aumentato a dismisura le loro possibilità di attirare investitori dall'estero, e di conseguenza di generare guadagni sempre più elevati (Ostry, Prati, Spilimbergo, 2009).

CAPITOLO 4: CONCLUSIONI

"Ma perché nessuno ha visto arrivare questa crisi economica?"

Questa domanda sembra scontata, e ce la siamo posta un po' tutti, a causa degli effetti della crisi finanziaria che siamo andati ad esaminare nel corso di questo elaborato. Fra le persone che se la sono fatta, c'è stata anche la regina Elisabetta II, che l'ha rivolta agli economisti della London School of Economics nel 2008 (Munafò, 2017).

La prima risposta che io personalmente avrei dato, sarebbe stato ricordare che c'è chi ha visto arrivare questa crisi. Abbiamo citato varie volte durante questo scritto, Raghuram Rajan, attualmente professore della Chicago School of Business, che, come abbiamo visto, è rimasto completamente inascoltato. Proprio per questo motivo, risulterebbe quindi superficiale, dare come risposta a questa domanda, quella che è stata data alla stessa sovrana, da parte di uno degli esperti della banca centrale inglese, nel 2012, ovvero che il rischio di un default collettivo del debito non veniva considerato possibile, e che i mercati globali ormai erano diventati interconnessi. Facendoci vedere, comunque, una discreta preparazione in merito, la stessa monarca aveva ribattuto (Franceschini, 2012):

> *"Forse c'è stata un po' di trascuratezza. Forse era difficile da prevedere. […] Parte del problema è la mancanza di poteri adeguati da parte della Financial Services Authority. Non avevamo abbastanza denti."*

Il punto su cui voglio soffermarmi, non è tanto quello di riportare la conversazione fra una sovrana ed un funzionario della banca centrale in merito a questioni prettamente economiche, in quanto credo che non dobbiamo limitarci a dare delle risposte solamente a fatti avvenuti. Abbiamo infatti dimostrato nel corso di tutto questo scritto, come sia stata proprio la deregolamentazione ad avere avuto un ruolo chiave nel creare le basi per la crisi del 2008, e di come i segnali di questa deriva fossero già ben presenti da anni nei mercati.

Vogliamo quindi ora, cercare di vedere il tutto con uno sguardo più ampio; proveremo a farlo osservando la problematica rappresentata dal continuo ripresentarsi delle crisi nel tempo. Dobbiamo subito collegarci ad una delle teorie più famose dell'economia neoclassica, ovvero la "mano invisibile" di Adam Smith, che ha condizionato gran parte dell'economia moderna. Smith afferma che i mercati sono sempre in equilibrio stabile,

nonostante gli interessi e le scelte dei singoli individui possano apparire contrastanti, in quanto il sistema economico tende sempre a questo equilibrio attraverso meccanismi di aggiustamento efficienti (Smith, 2007). Questa teoria, che per l'appunto si basa sull'idea che gli agenti esterni non devono interferire sul funzionamento dei mercati, sembra essere alla base della deregolamentazione dei mercati. Abbiamo potuto osservare come ha influito nel ripresentarsi delle crisi, in quanto queste si sono succedute con una frequenza piuttosto sostenuta negli ultimi due secoli, con l'esclusione, del periodo che va dal 1929, fino alla fine degli anni ottanta (di proposito non vogliamo considerare le due crisi energetiche degli anni settanta, in quanto scatenate da fattori politici, e non economici). Se proprio questo è stato l'unico periodo della recente storia economica mondiale, senza forti scossoni a livello economico, il merito deve essere dato, per l'appunto, anche alla forte regolamentazione che era stata adottata per rendere più sicuri i mercati finanziari. La conclusione logica di questo ragionamento, con fatti alla mano, è quindi, che una maggiore regolamentazione nei mercati, non può portare ad altro, se non ad una maggiore stabilità degli stessi.

Eppure, c'è chi continua a parlare di deregolamentazione, come ad esempio il presidente degli Stati Uniti Donald Trump, che sembra essersi dimenticato gli effetti fondamentali che questa ha avuto sullo scoppio della crisi. Questo fatto è stato sottolineato dall'allora presidente della FED, Janet Yellen nel 2017, oltre che dal vicepresidente, Stanley Fischer, che in proposito ha voluto esprimere la sua opinione (Appelbaum, 2017):

> *"Dopo dieci anni, tutti vogliono tornare a uno status quo prima della grande crisi finanziaria. E lo trovo davvero, estremamente pericoloso e miope."*

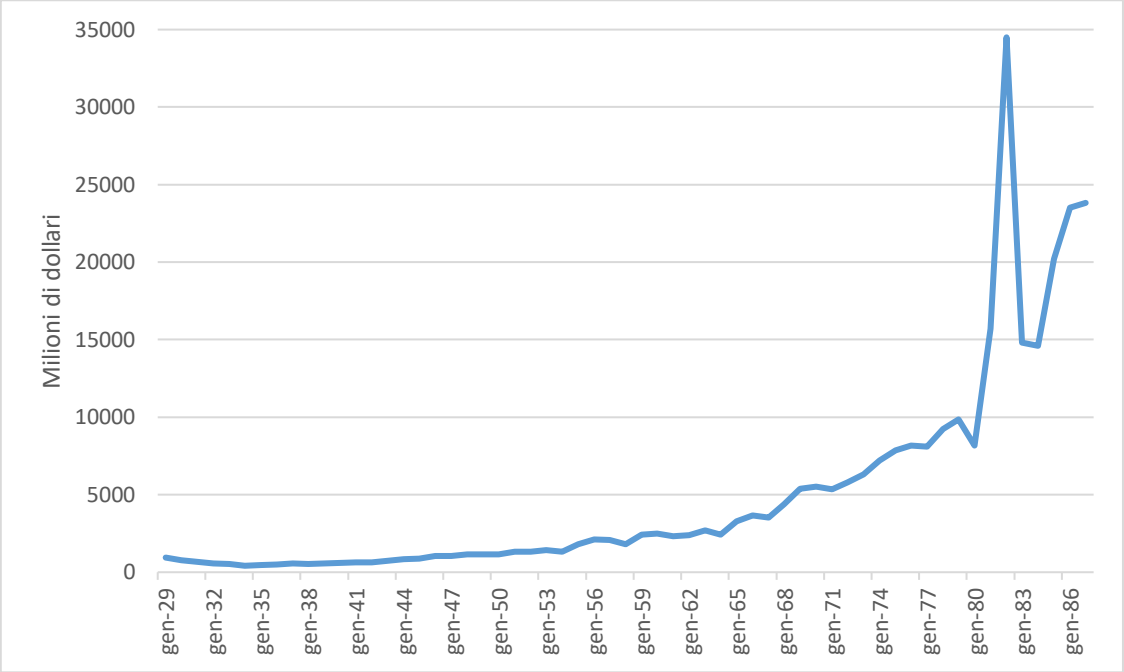
Non si è risparmiato in proposito nemmeno Mario Draghi (Appelbaum, 2017):

> *"Non c'è mai un buon momento per avere una regolamentazione lassista. Ogni rovesciamento metterebbe in dubbio se le lezioni della crisi siano state effettivamente apprese."*

Sembra infatti, che la maggior parte di coloro che ricoprono ruoli di potere, sia per quel che riguarda i governi dei Paesi più importanti, che all'interno delle principali istituzioni finanziarie degli Stati Uniti (che di fatto rappresentano la maggior parte di quelle più rilevanti a livello mondiale), vogliano ritornare a deregolamentare il settore finanziario. Osservando l'andamento del grafico presente in Figura 22, possiamo vedere come i

guadagni delle banche negli Stati Uniti siano decisamente aumentati a partire dagli anni settanta, in corrispondenza con l'inizio del processo di deregolamentazione finanziaria. Ricordandoci che l'economia si basa sempre sulla massimizzazione del profitto, e visto quanto i profitti siano aumentati proprio in coincidenza dell'esplosione del processo deregolamentatorio, sembrerebbe quindi logico pensare per quel che riguarda il nostro caso, che lo scenario più auspicabile da parte delle istituzioni finanziarie, sia di vedere nuovamente deregolamentato il settore finanziario, in modo da poter ritornare ad ottenere ancora profitti elevati.

Figura 22: Profitti delle banche negli Stati Uniti dal 1929 al 1987



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Corporate profits after tax: Domestic industries: Banking

Notiamo infatti in Figura 22, che i profitti delle banche hanno visto lo stesso incremento sperimentato nei precedenti quarant'anni, avvenire quattro volte più velocemente rispetto a prima. Dobbiamo anche ricordare, che l'assunzione di forti rischi, che è una conseguenza del processo volto a veder massimizzato il profitto, di fatto, assume una particolare importanza nei periodi di forte liberalizzazione, in quanto implica anche l'aumento dei salari nel settore finanziario, come abbiamo avuto modo di vedere nel corso del paragrafo 2.4, e in particolar modo con il grafico presente in Figura 14. Krugman (2009) invita infatti a rendere il settore bancario meno redditizio, in quanto le crisi più

importanti hanno avuto luogo dopo che i salari ed i profitti del settore finanziario avevano superato di molto quelli del resto dell'economia.

Credo infine, che il mondo finanziario assomigli al codice della strada. Se togliessimo quest'ultimo agli automobilisti, la prima cosa logica che mi viene da dire, è che aumenterebbero di sicuro gli incidenti. Nel mondo finanziario, se togliamo le regole, ognuno (in questo caso le grandi banche) cercherà di massimizzare il proprio profitto senza badare al bene comune, decidendo molto probabilmente, che vale la pena assumersi dei rischi di enormi proporzioni. La crisi studiata in questo elaborato ci ha insegnato che questo gioco può funzionare anche bene per un certo periodo di tempo, ma che comunque, prima o poi, è destinato a fallire.

Credo di aver dimostrato che, in ambito finanziario, mantenere un ambiente dove la regolamentazione scarseggia, porti ad inevitabili crisi che tendono a ripresentarsi ciclicamente. Se periodicamente la società deve subire numerose perdite, sia in campo finanziario, che in termini di flessioni dell'economia reale, allora sembra più opportuno, che tutte le istituzioni finanziarie seguano delle regole più stringenti. Questa frase dell'economista John Nash, padre dell'omonimo equilibrio, calza a pennello (Odifreddi, 2008):

> *"L'equilibrio c'è, quando nessuno riesce a migliorare in maniera unilaterale il proprio comportamento. Per cambiare, occorre agire insieme."*

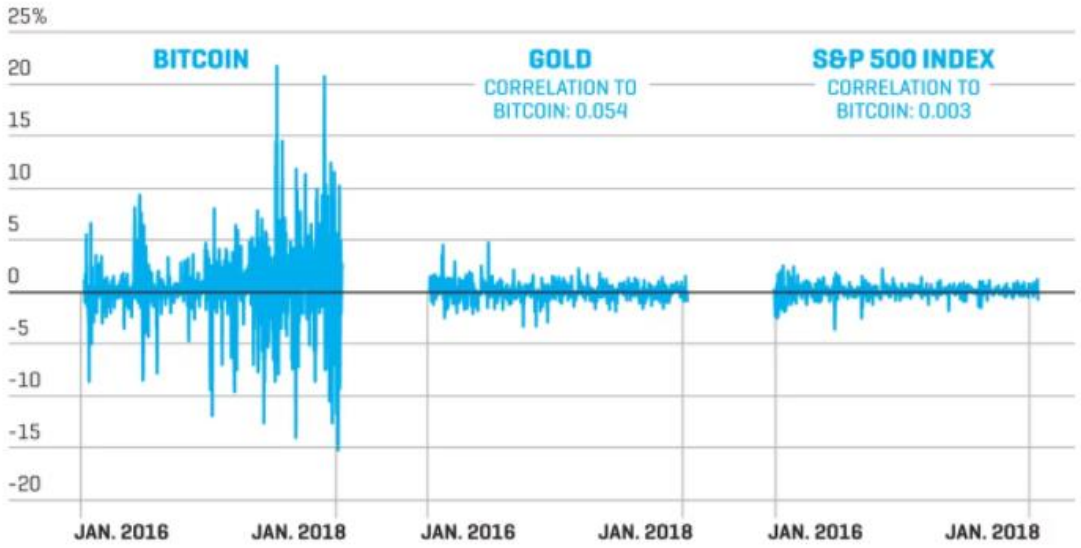
Se una regolamentazione maggiore è volta ad impedire che nessuna delle grandi banche agisca prendendosi rischi eccessivi, ad esempio come è stato fatto con la cartolarizzazione dei mutui basati sul mercato immobiliare, allora la società, e di conseguenza tutto il settore finanziario, ne possono trarre dei benefici, in quanto non si dovrà di continuo far ricorso a risorse pubbliche per riparare ai danni che le istituzioni finanziarie, nella rincorsa a fare sempre maggiori profitti, hanno causato all'economia.

Ertürk (2012) vuole spiegare la deregolamentazione, utilizzando come esempio l'industria automobilistica, anche se in modo diverso da quello da noi utilizzato in precedenza. Dato che la diversificazione in questo contesto porterebbe le auto ad essere più sicure, si arriverebbe con l'eliminare i limiti di velocità (deregolamentazione); di conseguenza i produttori guadagnerebbero di più dato che venderebbero auto più veloci, e lo stesso beneficio sarebbe tratto dai guidatori che vedrebbero soddisfatto il loro

desiderio di andare più veloce. Questo meccanismo gioverebbe al sistema, fino al punto in cui il numero di incidenti aumenterebbe così tanto, visto l'elevatissimo rischio raggiunto dallo stesso, che anche i pochi automobilisti rimasti prudenti, non vedrebbero più garantita la propria incolumità. In questo processo, l'effetto della competizione accelererebbe il raggiungimento di un nuovo equilibrio di Nash, e di conseguenza il ritorno della regolamentazione, data una situazione ormai divenuta insostenibile. Stesso discorso può infatti essere adottato per il settore finanziario, in quanto sia dopo la crisi del 1929, che dopo quella del 2008, sono state adottate delle riforme nuovamente regolatorie come il Glass-Steagall Act, e la Dodd-Frank Wall Street Reform Act, con lo scopo di dare maggiore importanza al benessere della collettività, rispetto al benessere individuale.

Nonostante il ricordo della crisi stia iniziando a divenire sbiadito dopo un decennio dal proprio culmine, nell'ultimo periodo parlare di regolamentazione sembra sia tornato di attualità, a causa delle vicende legate alla crescita negli scambi di Bitcoin. Questo fatto si presta bene al nostro scopo, in quanto quello dei Bitcoin risulta essere un mercato completamente non regolamentato. Come possiamo ben vedere da Figura 23, se comparato con altri mercati regolamentati, come quello dell'oro, e quello borsistico (rappresentato dall'indice S&P 500), quello dei Bitcoin, è caratterizzato da una fortissima volatilità, che di conseguenza, implica un forte rischio per gli investitori.

Figura 23: Volatilità nel mercato dei Bitcoin dal 2016 al 2018



Fonte: Wieczner (2018)

Dopo che abbiamo avuto modo di vedere nel corso del capitolo 2 e del capitolo 3 gli effetti che la deregolamentazione ha avuto non solo negli Stati Uniti, ma anche in altri Paesi, e dopo aver osservato come anche in altri contesti, ad esempio per i Bitcoin, la mancanza di regolamentazione rappresenti un rischio, possiamo arrivare alla conclusione che riproporre a questo punto una politica incentrata nuovamente sulla deregolamentazione del settore finanziario possa essere considerata una follia. Tornare a promuovere, per l'ennesima volta, liberalizzazioni in campo finanziario sulla stessa scia di quelle che sono state effettuate nei Paesi maggiormente sviluppati nei tre decenni precedenti alla crisi, non può far altro che minare nuovamente l'equilibrio dei mercati. Un'elevata assunzione di rischi da parte delle banche, unita ad una quasi inesistente vigilanza, non può rappresentare nient'altro che il viatico per il formarsi di una nuova crisi nei prossimi decenni. Il punto non è SE accadrà, ma QUANDO accadrà. Infatti, il mantenimento di una maggiore regolamentazione non può far altro che aumentare la probabilità di rivedere risultati analoghi a quelli che abbiamo avuto dopo l'approvazione del Glass-Steagall Act, fino agli inizi degli anni ottanta: un periodo di lunga stabilità con un numero limitato di crisi economiche.

ELENCO DELLE FIGURE

Figura 1 Andamento del PIL Pro Capite negli Stati Uniti dal 1985 al 2000 6

Figura 2 Andamento del tasso di occupazione negli Stati Uniti dal 1985 al 2000 7

Figura 3 Confronto fra la produttività e il reddito medio delle famiglie americane dal 1985 al 2010 8

Figura 4 Confronto fra il reddito medio delle famiglie americane e il valore medio del Dow Jones dal 1985 al 2014 9

Figura 5 Variazioni del tasso di interesse da parte della FED dal 2000 al 2010 11

Figura 6 Sottoscrizione dei mutui sub-prime dal 1996 al 2008 12

Figura 7 Andamento medio del Dow Jones dal 2008 al 2009 16

Figura 8 Rapporto di indebitamento delle banche dal 1998 al 2007 17

Figura 9 Tasso di disoccupazione negli Stati Uniti dal 2005 al 2011 22

Figura 10 Andamento del PIL negli Stati Uniti dal 1929 al 1934 30

Figura 11 Numero di banche negli Stati Uniti dal 1980 al 2015 35

Figura 12 Andamento del mercato dei derivati dal 1998 al 2006 40

Figura 13 Copertina Time 15/02/1999 49

Figura 14 Incidenza delle retribuzioni del settore finanziario rispetto al totale delle retribuzioni di tutto il settore privato dal 1910 al 2010 56

Figura 15 Numero di banche fallite negli Stati Uniti dal 1934 al 2017 57

Figura 16 La capitalizzazione delle imprese quotate alla Borsa di Londra dal 1986 al 2000 61

Figura 17 Quota sul PIL del debito estero delle banche islandesi dal 1990 al 2015 71

Figura 18 Andamento dell'indice Nikkei dal 1985 al 1990 76

Figura 19 Numero di deregolamentazioni adottate per Paese 82

Figura 20 Deregolamentazioni per tipo di misura 82

Figura 21 Tasso di adozione delle liberalizzazioni dal 1962 al 2002 86

Figura 22 Profitti delle banche negli Stati Uniti dal 1929 al 1987 89

Figura 23 Volatilità nel mercato dei Bitcoin dal 2016 al 2018 91

ELENCO DELLE TABELLE

Tabella 1	I rating	20
Tabella 2	Liberalizzazioni in Europa	59
Tabella 3	Finanziamenti cattivi in Giappone dal 1993 al 1998	76
Tabella 4	Confronto delle misure deregolamentatorie	81
Tabella 5	Pesi assegnati alle misure deregolamentatorie	84
Tabella 6	Valore dei Paesi aggiustato con i pesi assegnati alle varie misure	85

BIBLIOGRAFIA

Amato, M. e Fantacci, L. (2009), *Fine della finanza,* Donzelli, p.111

Andrews, E. L. (2008), *Greenspan Concedes Error on Regulation,* The New York Times, consultato il 07/11/2017, disponibile a http://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html

Ansa (2015), *Crisi: dal 2008 fallite 82 mila aziende perso un milione di posti di lavoro,* consultato il 27/09/2017, disponibile a http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2015/02/16/crisi-con-le-imprese-fallite-perso-un-milione-di-posti-lavoro-_361a2f65-192f-40bc-9520-e7918d2f8986.html

Appelbaum, B. (2017), *Yellen Warns Against Erasing Regulations Made After Financial Crisis,* The New Tork Times, consultato il 04/04/2018, disponibile a https://www.nytimes.com/2017/08/25/us/politics/yellen-warns-against-erasing-regulations-made-after-the-financial-crisis.html

Attali, J. (2012), *Come finirà?: L'ultima chance del debito pubblico,* Fazi Editore

AA.VV. (2009*), Lezioni per il futuro,* Il sole 24 ore, Anno VII n.4/2009 – Luglio, consultato il 07/11/2017, disponibile a https://www.shopping24.ilsole24ore.com/ProductRelated/Brochure/LEZIONI_per_il_FUTURO.pdf

Bagella, M. (2015), *L'euro e la politica monetaria,* Giappichelli, p.161

Ballantyne, A., Hambur, J., Roberts, I. e Wright, M. (2014), *Financial Reform in Australia and China,* Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper, 2014, 10

Battaglia, F. (2015), *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?,* Franco Angeli

BBC News (2009), *Waking up to reality in Iceland,* consultato il 08/02/2018, disponibile a http://news.bbc.co.uk/2/hi/europe/7852275.stm

Belvedere, M. J. (2013), *'Sexist argumets' made against Yellen: Sheila Bair*, consultato il 24/11/2017, disponibile a https://www.cnbc.com/id/100942248

Becker, J. e Morgenson, G. (2009), *Geithner, Member and Overseer of Finance Club,* The New York Times, consultato il 27/11/2017, disponibile a http://www.nytimes.com/2009/04/27/business/27geithner.html

Berkshire Hathaway Annual Report (2002), consultato il 25/09/2017, disponibile a http://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf

Biraschi, P., Caretta, A. e Padrini, F. (2009), *Il piano europeo di ripresa economica tra vincoli e opportunità*, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Note tematiche, n.13, 11, p.9

Blot, C., Creel, J., Delatte, A., Labondance, F. e Lavasseur, S. (2014), *Structural evolutions and reforms of the French banking and financial system since the 1980s: Relationship with the legal process of European integration*, FESSUD working paper series, 66

Bollino, C. A. (2005), *Elementi di economia politica,* Morlacchi

Boyd, J. H. e Runkle, D. E. (1993), *Size and performance of banking firms: Testing the predictions of theory*, Journal of Monetary Economics, 31(1), pp.47-67

Boyes, R. (2009), *Meltdown Iceland,* Bloomsbury USA

Booth, P. (2014), *Margaret Thatcher e la rivoluzione dei mercati finanziari,* Ventunesimo Secolo, n.35, pp.61-78

Borsa Italiana (2007), *Cosa sono i subprime?,* consultato il 13/02/2018, disponibile a http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm

Boss, A. (1996), *Deregulierung in Deutschland: eine empirische Analyse,* Kieler Studien, n.275, pp.223-248

Bottiglia, R. (2012), *La crisi dei grandi gruppi bancari. Dimensione sistemica e aspetti aziendali,* Giuffè

Bradsher, K. (1994), *Interstate-Banking Bill Gets Final Approval in Congress,* The New York Times, consultato il 07/03/2018, disponibile a http://www.nytimes.com/1994/09/14/business/interstate-banking-bill-gets-final-approval-in-congress.html

Burns, G. (2009), *Goldman Sachs Buys Hull Group,* Chicago Tribune, consultato il 13/10/2017, disponibile a http://articles.chicagotribune.com/1999-07-13/business/9907130269_1_hull-group-madoff-securities-stock-trading-system

Busch, A., (2009), *Banking Regulation and Globalization,* Oxford University Press

Calmes, J. (2008), *Rubinomics Recalculated,* The New York Times, consultato il 21/11/2017, disponibile a http://www.nytimes.com/2008/11/24/us/politics/24rubin.html

Carpenter, D. H., Murphy E.V. e Murphy M. M. (2016), *The Glass-Steagall Act: A Legal and Policy Analysis,* Congressional Research Service, pp.5-7

Cassidy, J. (2003), *Dot.con: How America Lost Its Mind and Money in the Internet Era*, Perennial

Choi, D. (2001), *A Radical Approach to Regulatory Reform in Korea,* The Annual 2001 Conference of the American Society for Public Administration at Rutgers University New Jersey, March 2001, consultato il 01/03/2018, disponibile a www.oecd.org/korea/1898279.doc

Choi, J. W. (2002), *Regulatory Forbearance and Financial Crisis in South Korea,* University of California Press, Asian Survey, vol.42, n.2, march/april 2002, pp.251-275

Cohan, W. D. (2012), *Rethinking Robert Rubin,* Bloomberg, consultato il 21/11/2017, disponibile a https://www.bloomberg.com/news/articles/2012-09-30/rethinking-robert-rubin

Cohan, W. D. (2014), *A First-Person History Lesson From Robert Rubin,* The New York Times, consultato il 23/11/2017, disponibile a https://dealbook.nytimes.com/2014/11/19/a-first-person-history-lesson-from-robert-rubin/

Cohan, W. D. (2017), *Bring Back Glass-Steagall? Goldman Sachs Would Love That,* The New York Times, consultato il 09/10/2017, disponibile a https://www.nytimes.com/2017/04/21/business/dealbook/bring-back-glass-steagall-goldman-sachs-would-love-that.html?rref=collection%2Ftimestopic%2FGlass-Steagall%20Act%20(1933)

CNN Money, *Bailed out banks*, consultato il 27/09/2017, disponibile a http://money.cnn.com/news/specials/storysupplement/bankbailout/

Corriere della Sera (2008), *Usa: fallisce anche Washington Mutual, le attività conferite a Jp Morgan,* consultato il 13/10/2017, disponibile a http://www.corriere.it/economia/08_settembre_26/washinton_mutual_fallimento_5cb58dd4-8ba3-11dd-9547-00144f02aabc.shtml

Corriere della Sera (2011), *Moody's taglia il rating alla Grecia "Ristrutturazione o rischio default",* consultato il 27/09/2017, disponibile a http://www.corriere.it/economia/11_giugno_01/grecia-taglio-rating_e5bce946-8c82-11e0-a34b-093db30f09b8.shtml

Corriere della Sera (2012), *Spagna, disoccupazione ai massimi da 17 anni,* consultato il 27/09/2017, disponibile a http://www.corriere.it/economia/12_gennaio_27/spagna-tasso-disoccupazione_c4dc331c-48c0-11e1-b976-995c60acee8e.shtml

Craig, S. e Hardee P. (2007), *The impact of bank consolidation on small business credit availability,* Journal of Banking & Finance, vol.31, 4

Credit Report Service, *Sovereign Credit Rating,* consultato il 27/09/2017, disponibile a http://www.creditreportservice.info/article/452654424/sovereign-credit-rating/

Creswell, J. e White, B. (2008), *The Guys From "Government Sachs",* The New York Times, consultato il 07/03/2018, disponibile a http://www.nytimes.com/2008/10/19/business/19gold.html

Curcuru, S. E. (2007), *U.S. Cross-Border Derivatives Data: A User's Guide,* Federal Reserve Bulletin, vol.93, consultato il 23/10/2017, disponibile a https://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2007/articles/crossbordersecurities/default.htm

D'agostini, P. (2016), *"La grande scommessa", la crisi finanziaria che ha toccato milioni di persone,* La Repubblica, consultato il 28/09/2017, disponibile a http://www.repubblica.it/spettacoli/in-sala/2016/01/06/news/_la_grande_scommessa_-130614206/

Da Costa, P. (2008), *Paulson's banking ties taint Wall Street bailout plan,* Reuters, consultato il 25/09/2017, disponibile a http://www.reuters.com/article/us-usa-

economy-conflict-analysis/paulsons-banking-ties-taint-wall-street-bailout-plan-idUSTRE48P8UK20080926

Daly, M. (2009), *Pin AIG on Brooklyn boy: Joseph Cassano walked away with $315 million while company staggered,* Daily News, consultato il 25/09/2017, disponibile a http://www.nydailynews.com/news/money/pin-aig-woes-brooklyn-boy-joseph-cassano-walked-315-million-company-staggered-article-1.370296

Daripa, A., Kapur, S. e Wright, S. (2012), *Labour's Record on Financial Regulation,* Department of Economics, University of London

Da Rold, V. (2010), *Che fine hanno fatto i banchieri della crisi americana due anni dopo? Stanno tutti bene,* Il sole 24 ore, consultato il 15/02/2018, disponibile a http://mobile.ilsole24ore.com/solemobile/main/art/finanza-e-mercati/2010-09-21/spregiudicati-wall-street-102329.shtml?uuid=AYDXX0RC

Da Rold, V. (2011), *Tre crisi diverse in Europa: Grecia conti truccati, Irlanda crisi bancaria, Portogallo non competitivo,* Il sole 24 ore, consultato il 19/02/2018, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2011-04-07/portogallo-grecia-irlanda-cris-171138.shtml

Dermine, J. (1990), *European Banking in the 1990s,* Basic Blackwell

Desloires, V. (2015), *Oliver Stone says Wall Street culture "horribly worse" than Gordon Gekko's time",* The Sydney Morning Herald, consultato il 28/09/2017, disponibile a http://www.smh.com.au/business/banking-and-finance/oliver-stone-says-wall-street-culture-horribly-worse-than-gordon-gekkos-time-20150601-ghelj8.html

Dow Jones Industrial Average, Yahoo! Finance, consultato il 30/05/2018, disponibile a https://finance.yahoo.com/quote/%5EDJI/history?period1=473382000&period2=1393628400&in

Dufries, C. (2011), *Ten Lessons Bankers Never Learn: How Banks Operate and Why Bankers Screw Up,* Iuniverse Inc

Duncan, R. (2008), *Bring back the link between gold and the dollar,* Financial Times, 23/11/2008

Edwards, S. (1987), *Financial deregulation and segmented capital markets: the case of Korea,* University of California Los Angeles, Discussion Paper n.432, february 1987

English, S. (2003), *Greenspan hits back at Buffett warnings,* The Telegraph, consultato il 14/11/2017, disponibile a http://www.telegraph.co.uk/finance/2851214/Greenspan-hits-back-at-Buffett-warnings.html

Ennis, H. M. e Malek H. S. (2005), *Bank Risk of Failure and the Too-Big-To-Fail Policy,* FRB Richmond Economic Quarterly, vol.91, n.2, aprile, p.21

Ertürk, K. A. (2012), *Breakdown of the capacity for collective agency: The leitmotif of our times,* Real-world economic review, issue 62

Eva, F. (2000), *Cina e Giappone. Due modelli per il futuro dell'Asia,* UTET

Fawley, B. W. e Neely, C. J. (2013), *Four Stories of Quantitative Easing,* Federal Reserve Bank of St. Louis Review, january/february, 95(1), pp.51-88

Federal Reserve Bank of St. Louis:

A) *All Employees: Manufacturing*, consultato il 20/09/2017, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/MANEMP
B) *Banking Act of 1933*, consultato il 06/03/2018, disponibile a https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=15952&filepath=/files/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf
C) *Corporate profits after tax: Domestic industries: Banking*, consultato il 05/04/2018, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/A3252C0A144NBEA e https://fred.stlouisfed.org/series/J3252C0A144NBEA
D) *Commodity Futures Modernization Act*, consultato il 07/03/2018, disponibile a https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?title_id=1133&filepath=/files/docs/historical/congressional/public-law-106-554.pdf
E) *Effective Federal Funds Rate,* consultato il 22/09/2017, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS
F) *Failures of all Institutions for the United States*, consultato il 06/12/2017, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/BKFTTLA641N

G) *Nikkei Stock Average*, consultato il 26/02/2018, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/NIKKEI225
H) *Real Gross Domestic Product*, consultato il 28/09/2017, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/GDPCA
I) *Real gross domestic product per capita,* consultato il 20/09/2017, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/A939RX0Q048SBEA
J) *Real Median Household Income in the United States,* consultato il 20/09/2017, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/MEHOINUSA672N
K) *Unemployment Rate: 20 years and over*, consultato il 27/09/2017, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/LNS14000024

Ferguson, C. (2010), *Larry Summers and the Subversion of Economics*, Chronicle of Higher Education, 03/10/2010

Ferrando, M., (2017), *Mps, dalla Bce l'ultimo via libera: il controllo passa allo Stato,* Il sole 24 ore, consultato il 31/01/2018, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-08-10/mps-bce-l-ultimo-via-libera-controllo-passa-stato-190839.shtml?uuid=AEQqhbBC

Financial Stability Board (2011), *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*, 04/11/2011, consultato il 11/10/2017, disponibile a http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104bb.pdf?page_moved=1

Franceschi, A. (2008), *Bank of America acquista il colosso dei mutui Countrywide,* Il sole 24 ore, consultato il 11/10/2017, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/01/Bofa-Countrywide.shtml?uuid=bfd53b98-c052-11dc-98aa-00000e25108c&DocRulesView=Libero

Franceschini, E. (1990), *Enigmi e profeti nell'economia del dopo Reagan,* La Repubblica, 19/01/1990

Franceschini, E. (2009), *Crolla Royal Bank of Scotland Brown vara il secondo salvataggio,* La Repubblica, consultato il 15/02/2008, disponibile a http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2009/01/20/crolla-royal-bank-of-scotland-brown-vara.html

Franceschini, E. (2012), *Lezioni di finanza della Regina Elisabetta. La crisi?: "C'è stata un po' di trascuratezza"*, La Repubblica, consultato il 04/04/2018, disponibile a http://www.repubblica.it/economia/finanza/2012/12/14/news/lezioni_di_finanza_della_regina_elisabetta_la_crisi_c_stata_un_po_di_trascuratezza-48730350/

Friedman, T. L. (2008), *All Fall Down*, The New York Times, 25/11/2008

Frydman, R. e Goldberg, M. D. (2013), *Lehman Brothers collapse: was capitalism to blame?,* The Guardian, consultato il 16/02/2018, disponibile a https://www.theguardian.com/business/2013/sep/13/lehman-brothers-was-capitalism-to-blame

Galbraith, J. K. (2003), *Il grande crollo,* BUR

Garten, H. (1991), *Why Bank Regulation Failed: Designing a Bank Regulatory Strategy for the 1990s,* New York: Quorum Books, pp.33-38

Gilbert, A. e Wilson, P. W. (1998), *Effects of Deregulation on the Productivity of Korean Banks,* Journal of Economics and Business, vol.50, issue 2, march-april 1998, pp.133-155

Ghosh, J. (2011), *Implicazioni della regolazione dei mercati dei derivati sulle materie prime negli USA e nell'Unione Europea,* Moneta e Credito, vol.64, n.256, p.303

Goodman, P. S. (2008), *Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy*, The New York Times, consultato il 13/11/2017, disponibile a http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/economy/09greenspan.html

Grassia, L. (2015), *Quattro banche fallite: ecco tutti i perché,* La Stampa, consultato il 31/01/2018, disponibile a http://www.lastampa.it/2015/12/16/economia/quattro-banche-fallite-ecco-tutti-i-perch-JWSrQo73eOk0lqcSAL2fhK/pagina.html

Greenspan, A. (2005), *Testimony of Chairman Alan Greenspan. The economic outlook,* The Federal Reserve Board, 09/06/2005, consultato il 08/11/2017, disponibile a https://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2005/200506092/default.htm

Hagendorff, J., Collins, M. e Keasey, K. (2007), *Bank deregulation and acquisition activity: the cases of the US, Italy and Germany,* Journal of Financial Regulation and Compliance, vol.15, n.2, pp.199-209

Hall, M. (1999), *Financial Reform in Japan. Causes and consequences,* Edward Elgar Publishing

Hao, J., Hunter, W. C. e Yang, W. K. (2001), *Deregulation and efficiency: the case of private Korean banks,* Journal of Economics and Business, vol.53, issues 2-3, march-june 2001, pp.237-254

Heo, U. e Kim, S. (2000), *Financial Crisis in South Korea: Failure of the Government-Led Development Paradigm,* University of California Press, Asian Survey, Vol.40, N.3 (may-jun 2000), pp.492-507

Hershey, R. D. Jr. (1987), *Volcker out after 8 years as Federal Reserve Chief; Reagan chooses Greenspan,* The New York Times, consultato il 07/03/2018, disponibile a http://www.nytimes.com/1987/06/03/business/volcker-out-after-8-years-as-federal-reserve-chief-reagan-chooses-greenspan.html?pagewanted=all

Ho, C. (2008), *Market Structure, Welfare and Banking Reform in China,* Shanghai Jiao University, Antai College of Economics and Management

Hoshi, T. e Kashyap, A. (1999), *The Japanese Banking Crisis: Where did it come from and how will it end?,* NBER Macroeconomics Annual 1999, vol.14

Il sole 24 ore, *Le Agenzie di Rating,* consultato il 27/09/2017, disponibile a http://confrontaconti.ilsole24ore.com/guida-rating/agenzie-di-rating.aspx

Il sole 24 ore (2008), *Trichet: <<benvenuta>> la nazionalizzazione di Fannie Freddie,* consultato il 15/02/2018, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/09/trichet-fannie-freddie.shtml?uuid=5affc930-7db3-11dd-a0d4-b210a6d7f279&DocRulesView=Libero

Il sole 24 ore (2010), *I numeri della crisi in Irlanda, dalle banche ai conti pubblici,* consultato il 27/09/2017, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2010-11-21/numeri-crisi-irlanda-banche-164524.shtml

Il sole 24 ore (2017), *Banca Carige: aumento capitale sottoscritto per oltre 544 milioni,* consultato il 31/01/2018, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-

mercati/2017-12-22/banca-carige-aumento-capitale-sottoscritto-oltre-544-milioni--204423_PRV.shtml?uuid=AEqameWD

Isidore, C. (2006), *Goldman's chief to take on Treasury,* CNN Money, consultato il 07/03/2018, disponibile a http://money.cnn.com/2006/05/30/news/economy/snow_replacement/

Jackson, R. (2008), *Letter from Iceland,* Financial Times, consultato il 08/02/2018, disponibile a https://www.ft.com/content/66c87994-aec1-11dd-b621-000077b07658

Jenkins, P. e Bott I. (2017), *What appened to the 'too big to fail' banks?,* Financial Times, consultato il 17/10/2017, disponibile a https://www.ft.com/content/0bd8f4d4-76de-11e7-a3e8-60495fe6ca71?mhq5j=e7

Kaldor, N. (1982), *The Scourge of Monetarism,* Oxford University Press

Kay, J., Vickers, J., Mayer, C. e Ulph, D. (1988), *Regulatory Reform in Britain,* Economic Policy, vol.3, n.7, pp.285-351

Kelly, J. e Everett, M. (2004), *Financial Liberalisation and Economic Growth in Ireland,* Central Bank of Ireland, Quarterly Bulletin, Autumn

Klein, N. (2007), *Il libero mercato che piace a Greenspan,* l'Espresso, consultato il 08/11/2017, disponibile a http://espresso.repubblica.it/senza-frontiere/naomi-klein/2007/10/10/news/il-libero-mercato-che-piace-a-greenspan-1.5548

Klein, N. (2008), *Cattivo maestro Greenspan,* l'Espresso, consultato il 13/11/2017, disponibile a http://espresso.repubblica.it/senza-frontiere/naomi-klein/2008/10/31/news/cattivo-maestro-greenspan-1.10635

Kress, H. J. (1935), *The Banking Act of 1935,* Michigan Law Review

Krugman, P. (2009), *The financial factor,* The New York Times, consultato il 09/04/2018, disponibile a https://krugman.blogs.nytimes.com/2009/04/07/the-financial-factor/

Krugman, P. (2012), *Se Wall Street è senza regole,* La Repubblica, 15/05/2012

Krugman, P. (2013), *Krugman: la crisi di Cipro? Tutta colpa del denaro sporco russo*, Il sole 24 ore, consultato il 05/12/2012, disponibile a

http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2013-03-25/cattive-sorelle-angoli-europa-145128.shtml?uuid=AbTjxQhH

Krugman, P. (2015), *The Worst Ex-Chairman Ever",* The New York Times, consultato il 13/11/2017, disponibile a https://krugman.blogs.nytimes.com/2015/05/06/the-worst-ex-chairman-ever/

La Repubblica (2008):

A) *Aig, il colosso dai piedi d'argilla sponsor del Manchester United,* consultato il 15/02/2018, disponibile a http://www.repubblica.it/2008/08/sezioni/economia/borse-6/aig-scheda/aig-scheda.html
B) *Geithner e Summers con Obama "Le migliori menti d'America",* consultato il 27/11/2017, disponibile a http://www.repubblica.it/2008/11/sezioni/esteri/obama-presidente-2/squadra-economica/squadra-economica.html

La Repubblica (2011):

A) *Moody's declassa il Portogallo "spazzatura" come la Grecia*, consultato il 27/09/2017, disponile a http://www.repubblica.it/economia/2011/07/05/news/moody_s_declassa_il_portogallo_come_la_grecia_spazzatura-18720291/
B) *Moody's declassa l'Irlanda ora il rating è "spazzatura",* consultato il 27/09/2017, disponibile a http://www.repubblica.it/economia/2011/07/12/news/moody_s_declassa_l_irlanda_ora_il_rating_spazzatura-19046601/

La Repubblica (2012), *S&P declassa la Spagna e la Fiat "A rischio sistema bancario di Madrid",* consultato il 27/09/2017, disponibile a http://www.repubblica.it/economia/2012/04/26/news/s_p_declassa_spagna-34011930/

La Repubblica (2017), *Bce: "Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca sono in fallimento o in probabile fallimento",* consultato il 31/01/2018, disponibile a

http://www.repubblica.it/economia/2017/06/23/news/bce_banca_popolare_di_vicenza_e_veneto_banca_sono_in_fallimento_o_in_probabile_fallimento_-168932274/

Legifrance (1982), *Loi n° 82-155 du 11 février 1982 de nationalisation*, 13/02/1982, consultato il 25/01/2018, disponibile a https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000503960#LEGIARTI000006296462

Legifrance (1984), *Loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit,* 25/01/1984, consultato il 25/01/2018, disponibile a https://www.legifrance.gouv.fr/jo_pdf.do?numJO=0&dateJO=19840125&numTexte=&pageDebut=00390&pageFin=

Lempka, R. e Stallard, P. D. (2013), *Next Generation Finance: Adapting the financial service industry to changes in technlogy, regulation and consumer behaviour,* Harriman House

Leonhardt, D. (2008):

A) *The Return of Larry Summers*, The New York Times, consultato il 24/11/2017, disponibile a http://www.nytimes.com/2008/11/26/business/economy/26leonhardt.html
B) *Washington's Invisible Hand,* The New York Times Magazine, consultato il 20/10/2017, disponibile a http://www.nytimes.com/2008/09/28/magazine/28wwln-reconsider.html

Lin, J. Y. (2017), *L'economia della nuova era cinese*, Il sole 24 ore, consultato il 08/03/2018, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2017-12-05/l-economia-nuova-era-cinese-204540.shtml?uuid=AEk2CqND

Lipton, E. e Labaton, S. (2008), *Deregulator Looks Back, Unswayed,* The New York Times, consultato il 07/03/2018, disponibile a http://www.nytimes.com/2008/11/17/business/economy/17gramm.html

London Stock Exchange, consultato il 11/01/2018, disponibile a http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/stats-summary-pre-2005/pre-2005.pdf

Loomis, C. J. (2003), *The Larger-Than-Life Life of Robert Rubin,* Fortune, consultato il 23/11/2017, disponibile a http://fortune.com/2016/03/13/robert-rubin-life/

Lynn, H. G. (2009), *Ordine bipolare. Le due Coree dal 1989,* EDT

Magazzino, C. (2013), *La politica economica di Margaret Thatcher,* Franco Angeli

Margiocco, M. (2009), *I ministri-ombra della nuova amministrazione,* Il sole 24 ore, 18/01/2009

Margiocco, M. (2010), *Wall Street all'attacco della "regola Volcker",* Il sole 24 ore, 06/02/2010

Massaro, F. (2018), *Giuseppe Castagna (Banco Bpm): "Ancora troppe banche. La nostra fusione farà scuola",* Corriere della Sera, consultato il 31/01/2018, disponibile a http://www.corriere.it/economia/leconomia/18_gennaio_29/giuseppe-castagna-banco-bpm-ancora-troppe-banche-nostra-fusione-fara-scuola-5d63fb00-04d2-11e8-8913-7ceabd19f7b3.shtml

Maswood, S. J. (2002), *Japan in Crisis,* Palgrave Macmillan, p.39

McCoy, P. A. (2002), *Financial Holding Company Liability after Gramm-Leach-Bliley,* Financial Modernization after Gramm-Leach-Bliley, Western New England University School of Law Legal Studies Research Paper, pp.37-63

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2016), *Evoluzione e riforme del settore bancario italiano,* consultato il 31/01/2018, disponibile a http://www.mef.gov.it/focus/sistema_bancario/Evoluzione_e_riforme_del_settore_bancario_italiano.pdf

Mingardi, A. (2010), *IDEE – PREVEDERE LE CRISI / Se anche lo stato va in bolla*, Il sole 24 ore, consultato il 13/11/2017, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/dossier/Italia/2009/commenti-sole-24-ore/16-aprile-2010/stato-bolla-rischi-sistema_PRN.shtml

Mishkin, F. S. (2010), *Over the cliff: from the subprime to the global financial crisis*, NBER working paper series, 12

Mishkin, F. S. e Herbertsson, T. T. (2006), *Financial stability in Iceland,* Iceland Chamber of Commerce

Mitchell, M. (1998), *Nations Bank Drives $62 Billion Merger: A New BankAmerica: Biggest of U.S. Banks,* The New York Times, consultato il 11/10/2017, disponibile a http://www.nytimes.com/1998/04/14/news/nations-bank-drives-62-billion-merger-a-new-bankamericabiggest-of-us.html

Munafò, M. (2017), *Perché gli economisti non hanno previsto la crisi?*, l'Espresso, consultato il 04/04/2018, disponibile a http://espresso.repubblica.it/affari/2017/07/13/news/perche-gli-economisti-non-hanno-previsto-la-crisi-1.306029?ref=HEF_RULLO

Norton, J. J. (1987), *Up Against "The Wall": Glass-Steagall and the Dilemma of a Deregulated ("Regulated") Banking Environment,* The Business Lawyer, 42 (February): 328

Odifreddi, P. (2008), *John Nash genio e follia*, l'Espresso, consultato il 05/04/2018, disponibile a http://espresso.repubblica.it/visioni/cultura/2008/03/11/news/john-nash-genio-e-follia-1.7633

Onado, M. (2011), *I nodi al pettine: La crisi finanziaria e le regole non scritte,* Editori Laterza

Ostry, J., Prati, A. e Spilimbergo, A. (2009), *Structural Reforms and Economic Performance in Advanced and Developing Countries,* IMF Occasional Paper 268

O'Toole, J. (2013), *Five years later, Lehman bankruptcy fees hit $ 2.2 billion,* consultato il 25/09/2017, disponibile a http://money.cnn.com/2013/09/13/news/companies/lehman-bankruptcy-fees/index.html

Pedemonte, E. (2008), *A Wall Street vincono i furbetti,* l'Espresso, consultato il 08/11/2017, disponibile a http://m.espresso.repubblica.it/affari/2008/09/26/news/a-wall-street-vincono-i-furbetti-1.10181

Pérez-Caldentey, E. e Vernengo, M. (2012), *The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis*, Levy Economics Institute, working paper n.702

Pezzuto, I. (2013), *Predictable and Avoidable: Repairing Economic Dislocation and Preventing the Recurrence of Crisis,* Routledge

Platero, M. (2008), *Merril-BoA, un matrimonio da 50 miliardi di $,* Il sole 24 ore, consultato il 11/10/2017, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/09/matrimonio-merrill-boa.shtml?uuid=3a748d8a-82eb-11dd-a9c6-b4d38add9441

Polidori, E. (2009), *Pigs nel mirino, ecco i 5 Paesi dove il Pil cede e il debito vola,* La Repubblica, consultato il 19/02/2018, disponibile a http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2009/03/24/pigs-nel-mirino-ecco-paesi-dove-il.html

Poggi, C. (2008), *Crisi: Wells Fargo compra Wachovia per 15,1 mld $,* Il sole 24 ore, consultato il 13/10/2017, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/10/wells-wachovia.shtml

Prins, N. (2013), *It Takes a Pillage: An Epic Tale of Power, Deceit, and Untold Trillion,* SWN Books, p.91

Rajan, R. G. (2012), *Terremoti finanziari. Come le fratture nascoste minacciano l'economia globale*, Einaudi

Rame, S. (2017), *Ora il governo attacca Fitch: "Controlli sulle agenzie di rating",* Il Giornale, consultato il 27/09/2017, disponibile a http://www.ilgiornale.it/news/economia/ora-governo-attacca-fitch-controlli-sulle-agenzie-rating-1388698.html

Ramo, J. C. (1999), *The Three Marketeers,* Time, 15/02/1999

Rampini, F. (2010), *La sindrome giapponese,* La Repubblica, consultato il 27/02/2018, disponibile a http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2010/08/12/la-sindrome-giapponese.html

Rampini, F. (2011), *Torna la Volcker Rule per le banche Stop alle operazioni speculative,* La Repubblica, consultato il 30/10/2017, disponibile a http://www.repubblica.it/economia/2011/10/13/news/torna_la_volcker_rule_per_le_banche_stop_delle_operazioni_speculative-23144674/?ref=search

Raviolo, G. (2009), *La crisi globale: da Bretton Woods ai mutui subprime*, Ediz. Univ. Romane, p.188

Reuters (2017), *Regulator says to open China's futures market further - China Securities Journal,* consultato il 13/03/2018, disponibile a https://www.reuters.com/article/china-markets-regulator/regulator-says-to-open-chinas-futures-market-further-china-securities-journal-idUSL4N1M90NU

Robertson, J. (2016), *How the Big Bang changed the City of London for ever*, BBC News, consultato il 15/01/2018, disponibile a http://www.bbc.com/news/business-37751599

Rudd, K. (2008), *The children of Gordon Gekko,* The Australian, consultato il 28/09/2017, disponibile a http://www.theaustralian.com.au/archive/news/the-children-of-gordon-gekko/news-story/a4f647a33815c7a0396120eacc2923cb?nk=2caf2e1d7289873b73d9f4bedc8954ce-1506584438

Russell, E. (2008), *Lesson from New Deal Banking Reforms,* The Political Economy of Monetary Policy and Financial Regulation: A Conference in Honor of Jane D'Arista, Political Economy Research Institute

Sanders, B. (2003), *Congressman Sander's Questioning of Federal Reserve Chairman Greenspan*, consultato il 14/11/2017, disponibile a https://web.archive.org/web/20060926023514/http://bernie.house.gov/statements/20030716135257.asp

Sedlabanki (2008), *Monetary policy and instruments,* consultato il 08/02/2008, disponibile a https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6271

Sgroi, M. (2017), *La non crescita "demografica" delle banche americane,* Il Foglio, consultato il 10/10/2017, disponibile a http://www.ilfoglio.it/economia/2017/03/05/news/la-non-crescita-demografica-delle-banche-americane-123686/

Sherman, M. (2009), *A Short History of Financial Deregulation in the United States*, Center for Economic and Policy Research, 07, pp.1-12

Smith, A. (2007), *La ricchezza delle nazioni*, Newton Compton

Sollazzo, B. (2009), *Capitalism: a love story,* Il sole 24 ore, consultato il 28/09/2017, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Tempo%20libero%20e%20Cultura/recensioni/capitalism-love-story.shtml?uuid=b30191ae-c55b-11de-a806-5c548b4990d3&DocRulesView=Libero&correlato

Sorkin, A. R. (2008), *JP Morgan Pays $2 a Share for Bear Stearns,* The New York Times, consultato il 13/10/2017, disponibile a http://www.nytimes.com/2008/03/17/business/17bear.html

Sorkin, A. R. (2013), *Five Years After TARP, Misgivings on Bonuses,* The New York Times, consultato il 07/03/2018, disponibile a https://dealbook.nytimes.com/2013/08/26/five-years-after-tarp-misgivings-on-bonuses/

Sorkin, A. R. (2014), *What Timothy Geithner Really Thinks,* The New Times, consultato il 27/11/2017, disponibile a https://www.nytimes.com/2014/05/11/magazine/what-timothy-geithner-really-thinks.html

Stiglitz, J. E. (2004), *I ruggenti anni Novanta. Lo scandalo della finanza e il futuro dell'economia,* Einaudi

Stiglitz, J. E. (2009), *Too Big to Fail or Too Big to Save?,* Joint Economic Commitee of the United State Congress, 21/04/2009, consultato il 20/10/2017, disponibile a https://www.jec.senate.gov/public/_cache/files/6b50b609-89fa-4ddf-a799-2963b31d6f86/stiglitz-jec-april21.pdf

Stout, L. A. (2011), *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis,* Harvard Business Law Review, vol.1

Suzuki, Y. (1998), *Strategy Towards the "Big Bang": The Industrial Bank of Japan's Approach,* Center on Japanese Economy and Business Occasional Papers, Columbia University, n.35

Swaine, J. (2008), *Richard Fuld punched in face in Lehman Brothers gym,* The Telegraph, consultato il 25/09/2017, disponibile a http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/3150319/Richard-Fuld-punched-in-face-in-Lehman-Brothers-gym.html

Taylor, J. B. (2009), *How Government Created the Financial Crises,* The Wall Street Journal, consultato il 13/11/2017, disponibile a https://www.wsj.com/articles/SB123414310280561945

Teather, D. (2006), *Bank of New York merges with Mellon in £8bn deal,* The Guardian, consultato il 13/10/2017, disponibile a https://www.theguardian.com/business/2006/dec/05/usnews.internationalnews

Teleborsa, *Rating Agenzie*, consultato il 19/02/2018, disponibile a http://www.teleborsa.it/Quotazioni/Rating

Time (1999), Rubin, Greenspan & Summers, 15/02/1999

The Economist (2007), *Cracks in the crust,* consultato il 08/02/2018, disponibile a http://www.economist.com/node/12762027

The Economist (2012), *The Lo Down,* consultato il 25/09/2017, disponibile a http://www.economist.com/node/21542781

The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), *The Financial Crisis Inquiry Report: Final report of the National Commission on the causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, p.70

The New York Times (2009), *Greenspan Calls to Break Up Banks 'Too Big to Fail',* consultato il 20/09/2017, disponibile a https://dealbook.nytimes.com/2009/10/15/greenspan-break-up-banks-too-big-to-fail/

The State of Working America, *Productivity and real median family income growth, 1948-2013*, consultato il 20/09/2017, disponibile a http://stateofworkingamerica.org/charts/productivity-and-real-median-family-income-growth-1947-2009/

The Telegraph (2010), *Barack Obama's speech on banking reform: in full,* 21/01/2010, consultato il 27/10/2017, disponibile a http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/7046668/Barack-Obamas-speech-on-banking-reform-in-full.html

U.K. Parliament (2012), *Financial Services Act 2012,* 06/12/2012, consultato il 21/01/2018, disponibile a https://services.parliament.uk/bills/2012-13/financialservices.html

U.S. Congress (2010), *H.R.4173 – Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,* 21/07/2010, consultato il 26/10/2017, disponibile a https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173

Valsania, M. (2017), *Wall Street preme per la deregulation finanziaria*, Il sole 24 ore, consultato il 30/10/2017, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2017-08-26/wall-street-preme-la-deregulation-finanziaria--211738.shtml?uuid=AEAZE7HC

Wei, Y. (2005), *The Development of the Securities Market and Regulation in China,* Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review

Wieczner, J. (2018), *Bitcoin Is Less Volatile Than Stock Market Volatility Index, SEC Chair Says*, Fortune, consultato il 12/04/2018, disponibile a http://fortune.com/2018/02/06/bitcoin-stock-volatility-vix-sec/

Zampaglione, A. (1998), *Citicorp sposa Travelers nozze da 130 mila miliardi,* La Repubblica, consultato il 09/10/2017, disponibile a http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/1998/04/07/citicorp-sposa-travelers-nozze-da-130-mila.html

Zhu, C. e Wang, L. (2015), *Insider trading under trading ban regulation in China's A-share market,* China Journal of Accounting Research, vol.8, issue 3, pp.169-191

Zingales, L. (2008), *Bloccate le lobby e Wall Street rinascerà,* Il sole 24 ore, 26/10/2008

Zingales, L. (2013), *Financial Stars Behind Bars?,* Il sole 24 ore, consultato il 25/09/2017, disponibile a http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2013-01-28/financial-stars-behind-bars-132214.shtml?uuid=ABgRD8L

Zucconi, V. (2001), *L'America volta pagina varata la riforma fiscale,* La Repubblica, 27/05/2001