



LA CRISI 2007 - ?:  
FATTI, RAGIONI E POSSIBILI CONSEGUENZE

ANDREA F. PRESBITERO  
*Università Politecnica delle Marche, Department of Economics*  
*MoFiR*  
*CeMaFiR*

MoFiR working paper n° 27

July 2009

## **La crisi 2007-?: Fatti, ragioni e possibili conseguenze**

Andrea F. Presbitero<sup>§</sup>

*Università Politecnica delle Marche – Dipartimento di Economia  
MoFiR (Money and Finance Research group)*

2 Luglio 2009

Sebbene le crisi finanziarie e le fasi negative del ciclo siano una parte integrante dell'economia di mercato, quella che stiamo vivendo ora è diversa dai maggiori eventi del passato ed ha ormai determinato la recessione più drammatica dai tempi della Grande Depressione. Nel corso del 2009 l'economia globale dovrebbe crescere ad un tasso negativo dell'1,3 per cento, per poi riprendersi lentamente solo a partire del prossimo anno. I maggiori effetti della crisi in termini di crollo dell'occupazione e del prodotto si stanno osservando non solo negli Stati Uniti, dove il PIL dovrebbe ridursi del 2,8%, ma, in maniera ancora maggiore, in Europa (-4,2%), in Giappone (-6,2%) e nelle due grandi economie emergenti, India e Cina, che hanno visto dimezzati i loro tassi di crescita (IMF 2009). Come è stato possibile che la crisi di un settore marginale della finanza statunitense si sia propagata così rapidamente non solo alle altre economie avanzate, ma anche alle economie emergenti e in via di sviluppo, e abbia determinato conseguenze tanto gravi da indurre molti paesi a ripensare il ruolo dello Stato nell'economia?

L'obiettivo di questo articolo non è tanto di contribuire al dibattito sulle ragioni della crisi, quanto piuttosto di rispondere alla domanda precedente fornendo una chiave di lettura della situazione attuale, traendo spunto da una letteratura molto vasta ed in continua espansione. Attraverso una rassegna dei principali contributi degli ultimi anni, verranno messe in luce le diverse cause della crisi e si confronterà l'esperienza corrente con le crisi del passato per desumerne utili indicazioni sulle possibili conseguenze negli anni a venire. In particolare, l'intensità e la scala globale della crisi hanno evidenziato alcune debolezze nel funzionamento dell'economia capitalistica che hanno radici sia in fenomeni strettamente economici, sia in altre trasformazioni della nostra società che hanno meno a che vedere con l'economia e più con aspetti culturali. Il segno tangibile che l'economia di

---

§ Il titolo riprende volutamente un lavoro di Borio (2008): "The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations", che mette chiaramente in evidenza come l'analisi sia necessariamente parziale, nel senso che ancora la crisi non si è conclusa e tutti i suoi effetti non si sono ancora materializzati. Desidero ringraziare Pietro Alessandrini, Riccardo De Bonis e Alberto Zazzaro per le utili discussioni sulla crisi e i partecipanti al convegno "Tecnologia, Impresa e Territorio" (Università degli Studi della Repubblica di San Marino, Maggio 2009). Ogni errore ed omissioni è, ovviamente, mia unica responsabilità.

mercato non ha funzionato è evidente in California, dove le banche demoliscono ville nuovissime di cui sono entrate in possesso dopo che i loro clienti non riuscivano più a rimborsare i mutui, mentre, a pochi chilometri di distanza, centinaia di americani che hanno perso la casa vivono nelle tendopoli.

Data la vastità dell'oggetto dell'indagine, è certamente impossibile fornire in poche pagine un quadro d'insieme completo ed esauriente. Per questo motivo, si è scelto di concentrarsi unicamente su alcuni aspetti della crisi, trascurandone volutamente altri, benché ugualmente importanti. In particolar modo, minimi saranno i riferimenti alla regolamentazione e gli accenni ai costi dei vari piani di salvataggio, oltre che al ruolo che lo Stato sta assumendo nelle economie avanzate, *in primis* in quella capitalistica per eccellenza, gli Stati Uniti. Su questi argomenti, si può consultare una letteratura in continua espansione (si vedano, ad esempio Di Noia e Micossi 2009 sul ruolo della regolamentazione e Veronesi e Zingales 2008 per un'analisi del piano Paulson).

Infine, nelle conclusioni verranno brevemente delineati alcuni temi su cui è necessario riflettere per disegnare politiche economiche in grado di limitare i danni e le conseguenze negative di lungo periodo della crisi finanziaria.

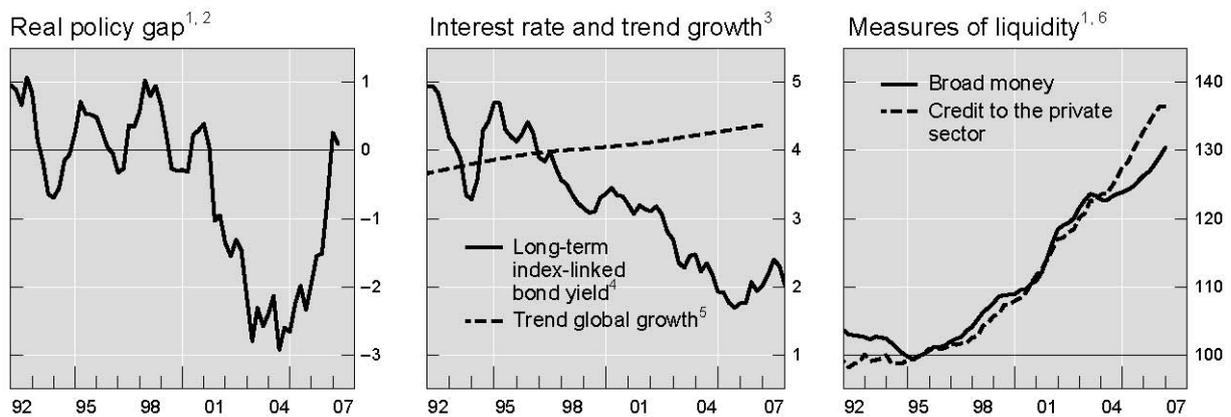
## **1 Lo scenario macroeconomico**

Il quadro macroeconomico di riferimento che ha delineato il nuovo secolo è stato caratterizzato da due fenomeni che non hanno precedenti. Da un lato, a partire dagli anni Novanta si è iniziato ad assistere ad una generalizzata riduzione dei tassi di interesse a lungo termine, a una sostenuta crescita dell'output e dei mercati finanziari e a un'abbondante liquidità (*Great Moderation*, Bernanke 2004). La Figura 1, tratta da un lavoro di Borio (2008), evidenzia, per un campione di paesi OCSE, la crescita della liquidità e del prodotto, accompagnata alla riduzione del costo del denaro. La minore volatilità del prodotto interno lordo e dell'inflazione inducono i più ottimisti a sostenere che l'economia globale è riuscita ad appianare il ciclo economico. D'altra parte, si assiste all'ampliamento degli squilibri finanziari globali – le cosiddette *global imbalances* – a seguito del crescente deficit di conto corrente degli Stati Uniti e al surplus delle economie emergenti asiatiche (e della Cina in particolare) e dei paesi esportatori di petrolio. I dati più recenti del World Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale evidenziano il ruolo preponderante degli Stati Uniti tra le economie avanzate in deficit e come la Cina abbia sopravanzato il Giappone tra i paesi in surplus (Figura 2).

Gli economisti forniscono tre possibili interpretazioni degli squilibri globali. L'approccio non-monetario identifica nei fattori reali – decisioni di risparmio e investimento e caratteristiche dei mercati finanziari – le determinanti degli squilibri globali. In particolare, alcuni paesi sono caratterizzati da un eccesso di risparmio: il risparmio Giapponese ha origini strutturali ed è determinato dalla struttura demografica; le economie emergenti

asiatiche, dopo le turbolenze di fine anni Novanta, hanno accumulato ingenti riserve per timori di crisi finanziarie (Diamond e Rajan 2009); i paesi esportatori di petrolio hanno tratto vantaggio dal trend crescente del prezzo del greggio. Al contrario, negli Stati Uniti, come vedremo nel paragrafo 4, sono diminuiti sia i risparmi pubblici che quelli privati. Secondo la tesi della Federal Reserve, espressa da Ben Bernanke nel 2005 e sposata da molti economisti tra cui il premio Nobel Paul Krugman (2009), l'eccesso di risparmio mondiale, il cosiddetto *saving glut*, confluisce negli Stati Uniti, finanziandone il deficit e gli investimenti immobiliari grazie all'"*attractiveness of both the US economy overall and the depth, liquidity, and legal safeguard associated with its capital markets*" (Bernanke 2007)<sup>1</sup>. Secondo questa linea di pensiero, quindi, la risposta di policy migliore da parte della FED consiste nel *benign neglect*.

**Figura 1: Liquidità e crescita**



<sup>1</sup> Sixteen OECD countries; weighted averages based on 2000 GDP and PPP exchange rates. <sup>2</sup> Real policy rate minus natural rate. The real rate is the nominal rate adjusted for four-quarter consumer price inflation. The natural rate is defined as the average real rate 1985–2000 (for Japan, 1985–95; for Switzerland 2000–05) plus the four-quarter growth in potential output less its long-term average. <sup>3</sup> In per cent. <sup>4</sup> From 1998; simple average of Australia, France, the United Kingdom and the United States; otherwise only Australia and the United Kingdom. <sup>5</sup> Trend world real GDP growth as estimated by the IMF. <sup>6</sup> Relative to nominal GDP; 1995 = 100.

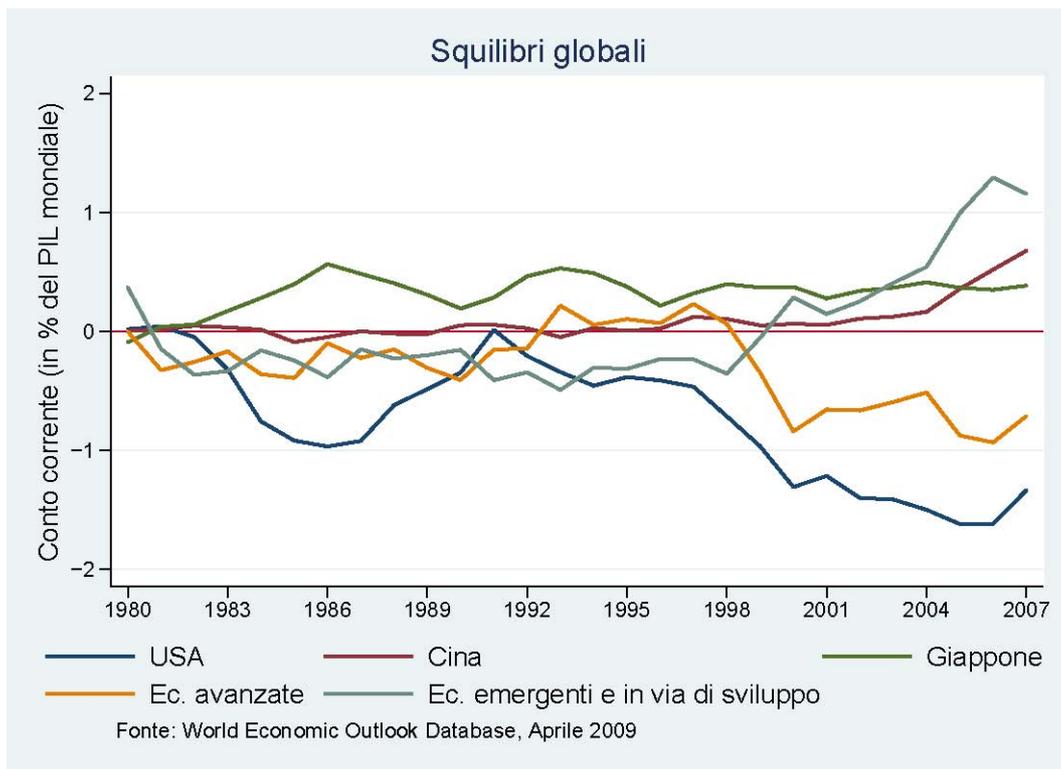
Fonte: Borio (2008)

Al contrario, una seconda linea di pensiero imputa l'ampliarsi degli squilibri globali ad una politica monetaria troppo espansiva da parte della banca centrale statunitense. Secondo l'approccio monetario, l'espansione monetaria ha mantenuto a livelli minimi i tassi di interesse nominali e reali. Ne è risultato un *money glut* che ha favorito un deciso aumento del credito e un incremento dei consumi, a cui si è associata una ulteriore contrazione dei risparmi privati. L'eccesso di domanda interna che ne è scaturito si è poi trasferito all'esterno, alimentando la domanda di importazioni e generando forti squilibri commerciali e reali. Il riaggiustamento del deficit commerciale statunitense avrebbe richiesto un deprezzamento del dollaro, ma i tassi di cambio delle economie emergenti e

1 In realtà, l'eccesso di risparmio mondiale è confluito anche in alcune economie europee finanziando boom immobiliari e bolle speculative e creando l'illusione di ricchezza (Irlanda, paesi dell'Est Europa)

quello dello *yuan* cinese in particolare, sono stati mantenuti artificialmente bassi per evitare di perdere competitività e quote di mercato. Gli interventi delle banche centrali per non fare apprezzare le valute emergenti nei confronti del dollaro hanno determinato un eccezionale incremento delle riserve, che nei paesi emergenti sono aumentate di 2,65 trilioni di dollari (su questo, si veda l'analisi di Wolf 2009). Secondo questa linea di pensiero, contrariamente a quanto previsto dall'ipotesi del *saving glut*, l'eccesso di risparmio non è l'elemento trainante, bensì è il risultato di un eccesso di liquidità.

Figura 2: Squilibri globali



Una terza interpretazione delle origini macroeconomiche della crisi attribuisce un peso maggiore al boom immobiliare e ne identifica le cause nei comportamenti irrazionali degli agenti e degli stessi *policy maker*. Akerlof e Shiller (2009) sostengono come gli *animal spirits* descritti da Keynes siano alla base del boom del mercato immobiliare. Questo non sarebbe unicamente il risultato di una politica monetaria troppo espansiva, quanto di un fenomeno di euforia irrazionale, poiché "i tagli del tasso di interesse non possono spiegare la generale tendenza al rialzo del mercato immobiliare che abbiamo osservato per nove anni" (Shiller 2008). Secondo Shiller, in un'interpretazione che può apparire troppo forzata, la stessa politica monetaria era soggetta ad un'euforia irrazionale, poiché "era trainata da condizioni economiche che furono create dall'esplosione della bolla del mercato azionario". L'elemento chiave per comprendere la bolla è il "contagio sociale" della psicosi del boom, per cui gli

investitori hanno iniziato a basare le proprie decisioni su quelle altrui, ignorando l'informazione privata, poiché ritenevano impossibile che tutti gli altri agenti si sbagliassero. A sostegno di questa ipotesi Shiller nota che, in effetti, la politica monetaria della Federal Reserve ha rivelato un crescente orientamento di breve termine a sostegno dei mercati (si contano 43 interventi solo in questa decade), determinando una situazione in cui il suo comportamento era già incorporato nelle aspettative degli investitori (la cosiddetta *Greenspan put* alla base dei fenomeni di azzardo morale che saranno discussi nel prossimo paragrafo).

## 2. Lo scoppio della crisi: i fattori microeconomici

Come si è visto nel paragrafo precedente, quale che ne sia il motivo, gli ultimi anni sono stati caratterizzati da un'elevata liquidità, da scarsa volatilità e da una crescita sostenuta. A ciò si è accompagnato un crescente squilibrio nei flussi di capitale, sostenuto dal finanziamento dei consumi statunitensi da parte delle economie emergenti.

La crisi dei mutui subprime è in parte il risultato di questo scenario macroeconomico, che è stato una delle ragioni del boom immobiliare, ma ha anche motivazioni proprie, che risiedono nel cambiamento del modello di business delle banche e in fallimenti del mercato.

I mutui subprime costituiscono un'innovazione finanziaria creata, seguendo un obiettivo *bipartisan* della politica americana, per fornire la possibilità di avere accesso alla casa di proprietà alla clientela più rischiosa (le minoranze, le fasce più povere della popolazione), che generalmente non ha un sufficiente merito di credito per poter accedere ai finanziamenti bancari. Il processo di cartolarizzazione (*securitization*, vedi *infra*), ovvero la cessione dei crediti ad una società veicolo attraverso cui la banca riduce e diversifica il rischio, ha reso possibile che le banche finanziassero individui con limitate disponibilità finanziarie, assenza di *credit history* o cattivi precedenti e difficoltà a produrre documentazione sul loro merito di credito. Nonostante l'elevata rischiosità, le banche potevano considerare profittevoli i mutui subprime sulla base dell'ipotesi che gli immobili a garanzia del prestito si sarebbero rivaluti nel breve periodo. In questo modo, l'incremento di valore dell'immobile costituiva la base per il rifinanziamento del mutuo ogni due o tre anni. Appare chiaro che questa ipotesi non può che essere valida se non per un orizzonte temporale limitato, giacché non ci sono ragioni economiche per pensare che il mercato immobiliare debba crescere di valore infinitamente<sup>2</sup>.

In pratica, i mutui subprime sono generalmente degli *adjustable-rate mortgages* (ARMs, 2/28

---

<sup>2</sup> Shiller (2008) mostra che negli anni recenti, così come già accaduto in passato, si era diffusa la convinzione che gli immobili non potessero che aumentare di valore. Questa idea si basava su fenomeni di euforia irrazionale, supportati anche da motivazioni economiche (scarsità del fattore terra, aumento dei costi di costruzione) che però non trovano riscontro nella realtà.

o 3/27), chiamati così perché per i primi due o tre anni il debitore deve rimborsare il prestito ad un tasso fisso agevolato (*teaser rate*), mentre dopo una certa data (*step-up date*) il mutuo diventa a tasso variabile. In particolare, a seguito del cambio di regime, il tasso d'interesse aumenta in modo significativo, portando in alcuni casi il valore della rata ad importi superiori al reddito disponibile del debitore. Per questo motivo, l'orizzonte temporale dei mutui subprime è sempre il breve termine e il debitore ha un forte incentivo a rifinanziarsi, ottenendo un nuovo mutuo con cui può rimborsare quello in essere. D'altra parte, per evitare di vedere ridotta la profittabilità dei loro prestiti, le banche applicano in genere le cosiddette *prepayment penalties* che rendono costoso il rimborso anticipato del mutuo. In questo modo, scegliendo opportunamente le condizioni del contratto, il finanziatore è in posizione di forza e ha l'opzione di rifinanziare il debitore alla fine del *teaser period*. In questa seconda fase della negoziazione tra banche e debitori, inoltre, il mercato è assai meno competitivo di quanto non sia invece nel momento iniziale quando l'offerta è molto ampia. Ne consegue che il finanziatore originale può sfruttare queste condizioni e, attraverso quello che si chiama *predatory lending*, può trarre beneficio dai futuri apprezzamenti degli immobili, sebbene il profitto atteso nel primo periodo (*teaser period*) sia negativo.

I dati riportati da Gorton (2009) mostrano che i mutui subprime cartolarizzati rappresentavano solo il 3% dello stock totale dei mutui, la cui gran parte (87%) era costituita da mutui garantiti dalle *government sponsored enterprises* Fannie Mae e Freddie Mac. Questo dato può giustificare le parole del governatore della Federal Reserve Ben Bernanke: "*we believe the effect of the troubles in the subprime sector on the broader housing market will likely be limited, and we do not expect significant spillovers from the subprime market to the rest of the economy or to the financial system*". Tuttavia, Bernanke (2007) ha pronunciato queste parole a Chicago nel Maggio 2007, quando ormai il peso dei mutui subprime aveva raggiunto il 13% del totale dei mutui cartolarizzati. I dati sui flussi rendono ancora più l'idea del successo dei subprime: le emissioni sono passate da 50 milioni di dollari nel 2000 (che rappresentavano comunque il 22% del totale delle emissioni di *mortgage-backed securities*) a 450 milioni di dollari nel 2006 (pari a oltre la metà del totale). In altre parole, grazie all'ascesa del prezzo degli immobili, dal 1998 al 2006 il mercato ha funzionato estremamente bene<sup>3</sup>.

Il grande successo della cartolarizzazione dei mutui è alla base della crisi che stiamo vivendo poiché ha determinato il cambiamento del modello di business delle banche. Tradizionalmente, gli intermediari operano seguendo il modello *originate & hold*, nel senso che prestano denaro alla clientela e poi mantengono i crediti all'interno del loro attivo. Con la cartolarizzazione, al contrario, si è fatto largo il modello *originate & distribute*, che permette alla banca di trasferire il rischio di credito fuori bilancio e di ridurre i requisiti

---

<sup>3</sup> In media, la metà dei mutui subprime venivano rifinanziati entro cinque anni, così che la gran parte delle nuove emissioni non era altro che il rifinanziamento di mutui già accesi (si vedano i dati riportati da Demyanyk e Van Hemert 2009)

patrimoniali. La Figura 3, tratta da un lavoro di Rant (2008) mostra nel dettaglio i diversi passaggi che intercorrono tra il debitore, l'*originator* (in genere una banca), il sistema bancario ombra, costituito dagli *special purpose vehicle* (SPV, o dai SIV – *special investment vehicles*, dai *trust*, dai *conduits*) e dalle banche di investimento, e i creditori finali. In sintesi, le banche, una volta erogati i prestiti (non solo mutui, ma anche altri tipi di prestiti, specialmente quelli legati alle carte di credito), ne cedono i flussi di cassa ad uno SPV che, per contenere il rischio di credito, acquista un portafoglio prestiti diversificato. L'SPV si finanzia emettendo *mortgage-backed securities* che sono costituite spezzettando i diversi flussi di cassa e ricompattandoli in *tranches* con profili rischio-rendimento crescenti<sup>4</sup>. In particolare, le *tranches* vengono costituite in modo che alcune, le *senior tranches*, ottengano un rating AAA, mentre le cosiddette *mezzanine* ottengono rating minori e le più rischiose *equity tranches* ottengono i rating peggiori. Queste ultime generalmente vengono acquistate dalla banca, in modo da segnalare la bontà dei crediti erogati incentivando così il mercato ad acquistare le MBS<sup>5</sup>. Successivi round di cartolarizzazione originano le *collateralized debt obligations* (CDO), i CDO<sup>2</sup> e i CDO<sup>3</sup>. Diversi tipi di *credit enhancements* migliorano la qualità delle MBS, che sono poi certificate dalle agenzie di rating<sup>6</sup>. Il fatto che nel 2007 sul NYSE, la borsa valori di New York, erano quotate 20 società con rating AAA, mentre i prodotti strutturati con la tripla-A erano 64.000 dimostra che il meccanismo nascondeva dei problemi per cui era incredibile riuscire ad ottenere asset con elevati rendimenti e rischio minimo a partire da crediti concessi ad una clientela particolarmente rischiosa.

Molti dei limiti del processo di disintermediazione e del modello *originate & distribute* erano noti a priori (Rajan 2006), ma non sono stati adeguatamente presi in considerazione, poiché l'idea che questo modello di business fosse in grado di trasferire il rischio a chi ne avesse un maggior "appetito" ha generato un eccessivo ottimismo, sebbene non ci fosse alcuna garanzia che chi si assumeva il rischio avesse anche le migliori capacità per sopportarlo<sup>7</sup>.

I maggiori limiti del processo di cartolarizzazione risiedono nella distorsione degli incentivi e nelle asimmetrie informative che si generano tra gli agenti parte dell'intero processo di cartolarizzazione. La cessione dei crediti limita l'incentivo delle banche a

---

4 Per una trattazione esauriente dell'economia dei prodotti finanziari strutturati, si vedano Gorton (2009) e Coval *et al* (2009).

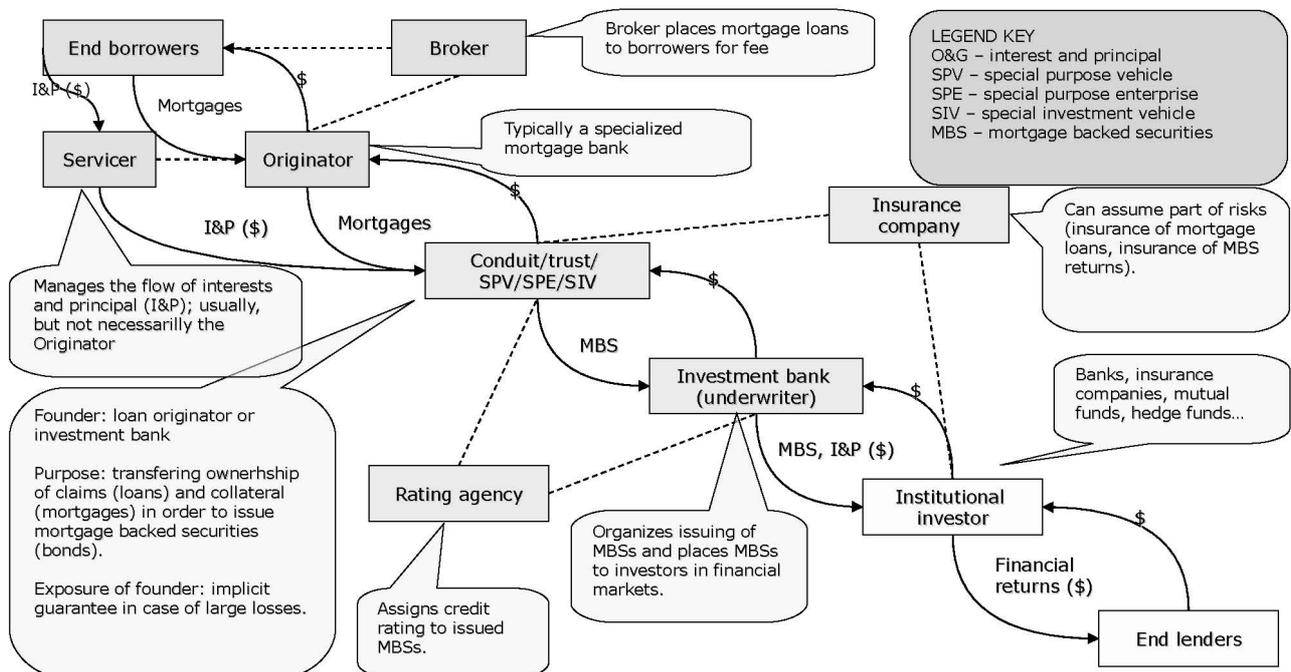
5 In realtà, dato che ora le *equity tranches* costituiscono i cosiddetti asset tossici, è chiaro che in realtà si trattava di titoli ad elevato rischio.

6 Tra i diversi *credit enhancements*, un ruolo particolare hanno avuto le assicurazioni monolinea (*monoline insurers*) che hanno successivamente contribuito al propagarsi della crisi (Brunnermeier 2009)

7 L'articolo di Rajan, che circolava già come working paper nel 2005 quando l'autore era capo economista al Fondo Monetario Internazionale, testimonia che, in realtà, parte della professione aveva compreso i rischi a cui si stava andando incontro e che era necessario che si utilizzassero "*all the innovations that finance has created in order to prevent market forces from creating excessive risk*" (Rajan 2006, p. 530). Il problema, allora, risiede piuttosto nella scarsa attenzione che la ricerca economica e, soprattutto, i policy maker hanno dedicato a questi primi campanelli d'allarme.

condurre un'accurata attività di *screening* della clientela e a monitorare l'andamento del prestito, creando fenomeni di selezione avversa e di azzardo morale. Inoltre, le informazioni che l'*originator* raccoglie sul merito di credito e sulla rischiosità del mutuatario non vengono trasferite né agli SPV, né agli investitori, accentuando così le asimmetrie informative. Un ulteriore conflitto di interessi, che ha ricevuto una notevole attenzione da parte dei media, si genera al momento della valutazione dei titoli strutturati da parte delle agenzie di rating. Queste, infatti, si trovano a dover valutare titoli emessi da chi le paga e il più delle volte forniscono anche servizi di consulenza e giungono a lavorare in stretto contatto con gli emittenti per la creazione delle ABS<sup>8</sup>.

Figura 3: Il modello originate & distribute



Fonte: Rant (2008)

Anche la *governance* e la struttura finanziaria degli *off-balance sheet vehicles* hanno giocato un ruolo chiave nel dispiegarsi della crisi. Le società veicolo sono generalmente sottocapitalizzate, poco trasparenti e con regole di *governance* piuttosto opache e molto variabili da paese a paese. Questi elementi incrementano il rischio sistemico poiché la loro esposizione è, *de-jure* o *de-facto*, legata alla banca sponsor, così crisi di liquidità dello *shadow banking system* si trasmettono istantaneamente alle banche.

A questi limiti strutturali del modello O&D, si aggiunge un'eccessiva propensione al

<sup>8</sup> Alle agenzie di rating viene anche imputata l'inaffidabilità dei modelli di valutazione dei rischi, i cui limiti principali consistono nella valutazione esclusiva del rischio di default, che porta a trascurare il rischio di liquidità, e in un'analisi basata su serie storiche di breve periodo legate al boom immobiliare che, perciò, non contengono informazioni su periodi di prezzi decrescenti.

rischio da parte delle banche e del sistema bancario ombra, motivata da comportamenti di azzardo morale incentivati, secondo una delle interpretazioni discusse nella Sezione 1, anche dalla politica monetaria statunitense. Le parole di Richard Fuld, ex CEO di Lehman Brothers, durante una testimonianza al Congresso rendono estremamente evidente le motivazioni che spingevano le banche a continuare a cavalcare la bolla, poiché *“we believed that we were well-protected to withstand even the most difficult markets”*. In altre parole, la consapevolezza di essere una parte troppo importante del sistema (*too big too fail*), o meglio, di essere troppo interconnessi con l'intero sistema finanziario (*too entangled to fail*), crea aspettative implicite di salvataggio da parte della Banca Centrale o del governo e induce il management a correre rischi eccessivi (Rajan 2006).

Le aspettative di un eventuale *bailout* pubblico sono state rese ancora più radicate dall'intensificarsi del legame tra il mondo politico e l'*establishment* finanziario americano. Negli ultimi 25 anni, l'industria finanziaria è diventata sempre più potente ed influente: pur contribuendo soltanto per un decimo al valore aggiunto nazionale, genera il 40% dei profitti e paga stipendi quasi doppi rispetto agli altri settori privati. Lo stretto legame tra finanza e politica si alimenta non solo attraverso i finanziamenti elettorali e gli incarichi incrociati<sup>9</sup>, ma anche attraverso il fascino della finanza ed il culto del denaro, ben rappresentati dall'affermazione *“greed is good”* di Gordon Gekko nel film Wall Street. Il risultato è che mentre un tempo si era soliti affermare che ciò che era andava bene per la General Motors andava bene per il paese, a testimoniare l'importanza dell'economia reale, negli ultimi anni il motto si è trasformato in *“what is good for Wall Street is good for the country”*, segnalando il dominio della finanza sull'economia reale. Discutendo la commistione tra il mondo finanziario e quello politico, l'ex direttore del *Research Department* del Fondo Monetario Internazionale Simon Johnson (2009) ha recentemente evidenziato come questo fenomeno abbia esacerbato comportamenti di azzardo morale e ha accusato il governo di essere ostaggio dell'élite finanziaria e di non essere stato in grado di attuare le riforme necessarie a limitare gli effetti della crisi<sup>10</sup>. In effetti, un'attenta lettura della gestione della crisi negli Stati Uniti evidenzia la presenza di enormi conflitti di interesse. Basti pensare al fatto che il CEO di JP Morgan faceva parte del *Board of Directors* della New York Fed che ha gestito, congiuntamente con il Tesoro, il passaggio di Bear Stearns a JP Morgan.

---

9 Se si guarda al curriculum di molti politici e finanziari statunitensi, è facile rendersi conto di come questi siano passati spesso dal settore privato a quello pubblico e viceversa. Ad esempio, sia Robert Rubin che Henry Paulson sono stati amministratori di Goldman Sachs e poi Segretari del Tesoro USA.

10 Simon Johnson (2009) afferma esplicitamente che *“elite business interests — financiers, in the case of the US — played a central role in creating the crisis, making ever-larger gambles, with the implicit backing of the government, until the inevitable collapse. More alarming, they are now using their influence to prevent precisely the sorts of reforms that are needed, and fast, to pull the economy out of its nosedive. The government seems helpless, or unwilling, to act against them”*.

### 3. Una breve cronologia della crisi

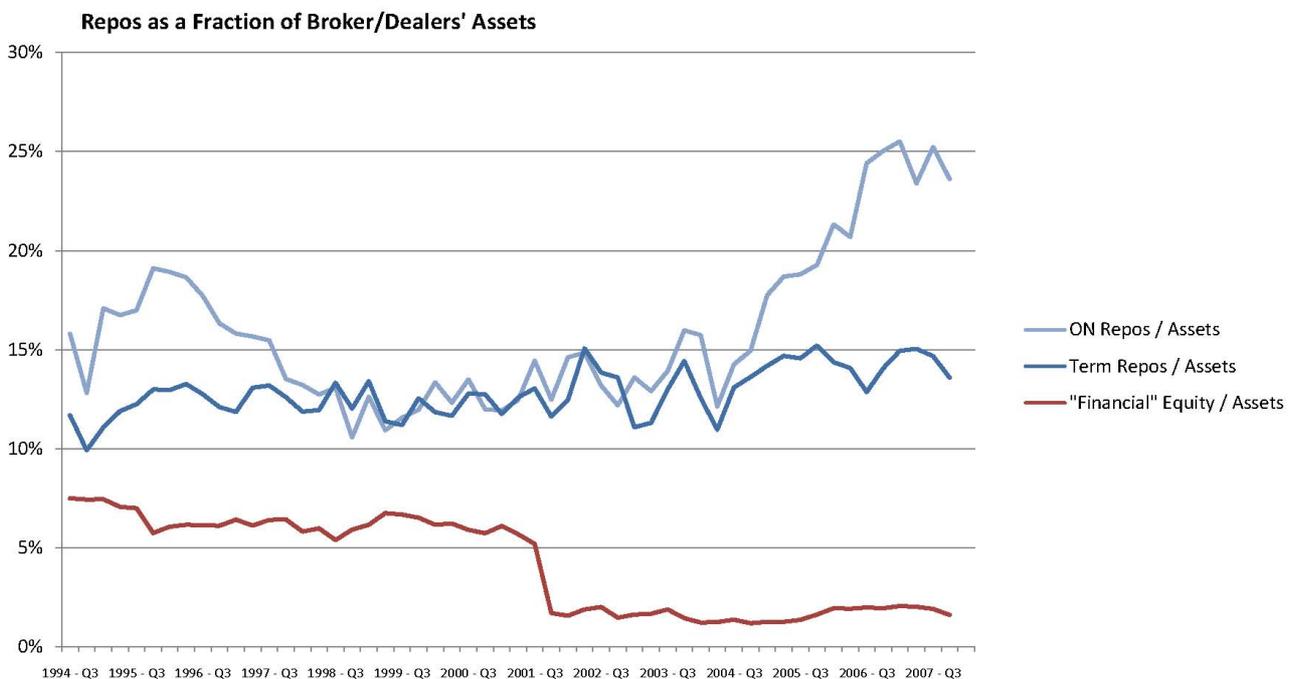
Il periodo precedente allo scoppio della crisi finanziaria è stato caratterizzato da un peggioramento della qualità del credito erogato (Demyanyk e Van Hemert 2009), dovuto sia alle innovazioni finanziarie e al processo di disintermediazione descritti nel paragrafo precedente (Keys *et al.* 2008), sia per effetto della maggiore competizione (Dell'Ariccia *et al.* 2008), che ha portato a concedere mutui a clientele particolarmente a rischio, come nel caso dei *no-documentation mortgage* e dei famigerati prestiti NINJA, il cui acronimo significa *no income, no job or asset*. La riduzione dei *lending standard*, associata all'espansione monetaria ha alimentato il boom sul mercato immobiliare che è alla base della crisi attuale. Come si è visto, nonostante fossero concrete le preoccupazioni per l'esistenza di una bolla speculativa, nessuno aveva interesse a scommettere contro la bolla e gli operatori che avessero agito in tal senso fino a due anni fa avrebbero ottenuto come unico risultato la perdita del posto di lavoro. In altre parole, era chiaro che gli operatori dovevano continuare a seguire le regole del gioco, esattamente come i giudici del *beauty contest* descritto da Keynes e come chiaramente esplicitato dal CEO di Citigroup, Chuck Prince, in un'intervista nel Luglio del 2007: "*When the music stops, in terms of liquidity, things will get complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We are dancing*" (Financial Times 2007).

Il problema maggiore, che ha scatenato la crisi appena si sono manifestate le prime difficoltà a rimborsare i mutui subprime, è dovuto alla fragilità della struttura del passivo delle banche di investimento che, fino a prima dello scoppio della crisi, si finanziavano prevalentemente a breve termine (Diamond e Rajan 2009). Infatti, l'utilizzo di *equity* o debiti a lungo era particolarmente costoso e, in un periodo di grande espansione monetaria e bassi tassi di interesse, era decisamente più conveniente emettere passività a breve o brevissimo termine. La Figura 4, tratta da Brunnermeier (2009), rende particolarmente evidente il *maturity mismatch* a cui erano soggette le banche di investimento, dato che nel 2007 un quarto dell'attivo veniva finanziato con *Repos overnight* e un altro 15% da pronti contro termine di durata superiore al giorno (in genere da uno a tre mesi). Questo aspetto non ha ricevuto l'attenzione che meritava poiché gli indicatori standard di *leverage* o di capitale non mettono in luce il peso rilevante che il rifinanziamento *overnight* aveva assunto per le *investment bank*.

I primi segnali della crisi si materializzano già a febbraio 2007 quando l'aumento dei tassi di default sui mutui subprime determina una riduzione del prezzo dell'indice ABX, basato sui prezzi dei Credit Default Swap (CDS, *securities* con cui una parte si assicura contro il rischio di default di una parte terza pagando un premio). Tuttavia, la fragilità della struttura finanziaria delle banche di investimento si manifesta con la crisi di liquidità che colpisce, a luglio del 2007, il mercato delle *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP; al contrario, il mercato delle carte commerciali non *asset-backed* rimane liquido). IKB, una piccola banca tedesca, è la prima vittima della crisi: la sua società veicolo non è in grado di

rinegoziare i prestiti e la banca non ha risorse necessarie a garantire la linea di credito. Successivamente, il 9 Agosto 2007 BNP Paribas sospende tre suoi fondi esposti sul mercato dei subprime USA e segna l'inizio ufficiale della crisi, generando un blocco pressoché totale del mercato, come mostrato dalla Figura 5. Le banche iniziano a mostrarsi riluttanti a prestare denaro, sia perché non si fidano della controparte (rischio di controparte) sia perché detengono liquidità a scopo precauzionale (*precautionary hoarding*), non essendo in grado di valutare correttamente il proprio portafoglio. Ne deriva, anche a causa dell'assenza di una camera di compensazione multilaterale, una drammatica crisi di liquidità su tutti i mercati, compreso l'interbancario su cui si amplia lo spread TED, calcolato come differenza tra il Libor e il tasso sugli US Treasury bills (Fratanni 2008; Brunnermeier 2009).

Figura 4: *Maturity mismatch*



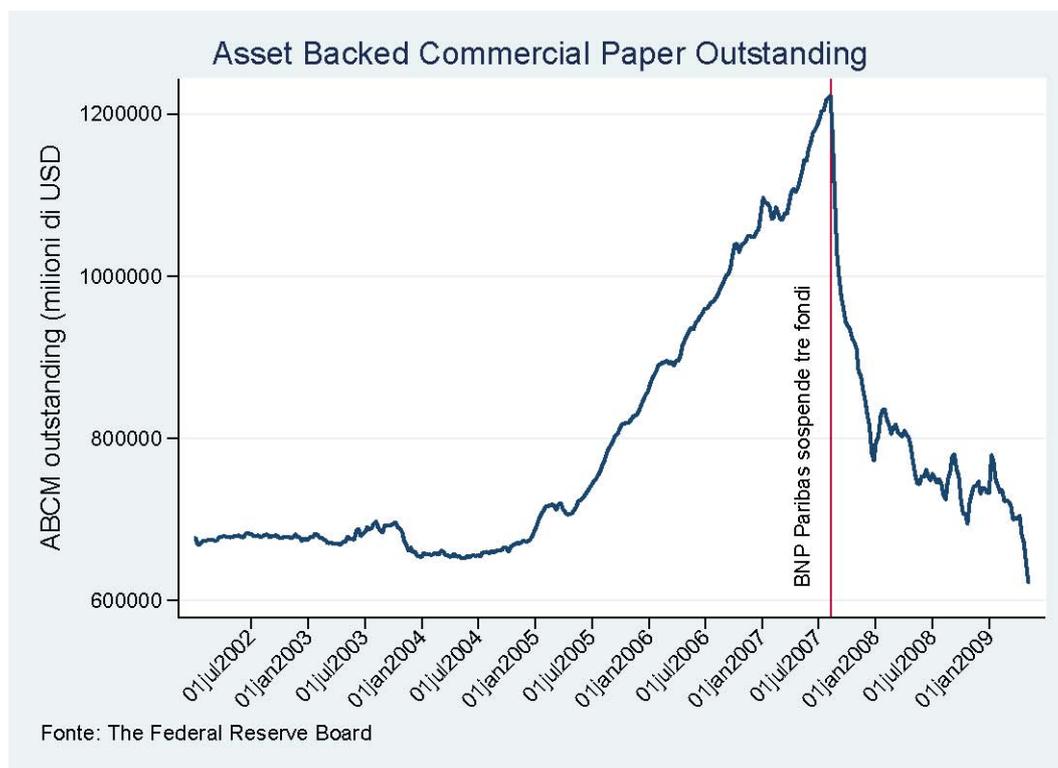
Fonte: Brunnermeier (2009)

Al momento dello scoppio della crisi, la carenza di liquidità modifica in maniera drastica le opzioni di finanziamento delle banche di investimento, poiché gli strumenti a lungo termine sono più costosi e, soprattutto, non è più possibile rifinanziarsi a breve e brevissimo termine. Ne consegue che le banche sono costrette a vendere gli attivi in un mercato poco liquido a prezzi *fire-sale* andando incontro a forti perdite in conto capitale e propagando gli effetti della crisi al settore reale.

Per contrastare gli effetti reali della crisi, a fine 2007 la Federal Reserve crea la Term Auction Facility attraverso cui le banche possono prendere a prestito a scadenza di un

me in maniera anonima. In risposta a questa manovra, il mercato interbancario sembra riprendersi, ma si tratta di una soluzione di breve durata, insufficiente a far fronte all'intensità della crisi. Il 2008, infatti, è l'anno che cambia drasticamente la finanza mondiale, come si nota chiaramente dalla Figura 6<sup>11</sup>.

**Figura 5: Riduzione della liquidità**



Fonte: elaborazione su dati del Federal Reserve Board

Tra i molti eventi che segnano il 2008, è opportuno ricordarne i principali. A Marzo, Bear Stearns, la banca di investimento più esposta alla cartolarizzazione dei mutui e con la maggiore leva, viene acquistata da JP Morgan Chase grazie all'intervento della Federal Reserve. La banca viene ritenuta troppo interconnessa per essere lasciata fallire, dando così sostegno ai comportamenti di azzardo morale descritti in precedenza. Al contrario, a Settembre Lehman Brothers viene lasciata fallire. I legami che la banca aveva con controparti in tutto il mondo determinano il passaggio da una crisi localizzata negli Stati Uniti e ad alcuni intermediari ad una crisi sistemica. Nello stesso mese Fannie Mae e Freddie Mac, i due colossi del settore immobiliare vengono di fatto nazionalizzate, segnando in maniera estremamente evidente l'ingresso del settore pubblico. Questo trend prosegue poi con il salvataggio (dal costo di 85 miliardi di dollari) e la successiva nazionalizzazione del gigante assicurativo AIG, attivo nel settore dei CDS. Negli stessi giorni Washington Mutual subisce una "corsa agli sportelli silenziosa" (in via elettronica)

11 Una cronologia piuttosto dettagliata e aggiornata della crisi si può trovare in Di Noia e Micossi (2009).

per venire poi acquisita da JP Morgan Chase, mentre Wachovia è acquistata da Wells Fargo<sup>12</sup>.

Nel complesso, nel corso di un anno solare, il mercato azionario perde oltre 8 trilioni di dollari rispetto a Ottobre 2007. Per cercare di arginare la crisi, il Tesoro americano propone un piano di salvataggio da 700 miliardi di dollari, il cui costo è aumentato poi a mille miliardi di dollari sotto l'amministrazione Obama, mentre il bilancio della Federal Reserve raddoppia arrivando a 2.3 trilioni di dollari per sostenere la liquidità nel sistema.

Figura 6: L'anno che ha cambiato la finanza mondiale



Fonte: [www.bbc.co.uk](http://www.bbc.co.uk)

12 L'evento più mediatico della crisi è rappresentato, a Settembre 2007, dalle lunghe code di depositanti davanti alle filiali di Northern Rock, ai tempi la quinta banca inglese nell'erogazione dei mutui, poi nazionalizzata nel Febbraio 2008. Si è trattato della prima corsa agli sportelli nel Regno Unito dal 1866. Tuttavia, le cause della crisi non risiedono nel panico dei risparmiatori, secondo quanto predetto dai modelli standard di *bank runs*, quanto nella struttura del passivo di Northern Rock, che era costituito solo per il 23% da depositi e nell'eccessivo grado di *leverage*. Pur non essendo coinvolta nei mutui subprime, Northern Rock attingeva agli stessi finanziamenti a breve (*wholesale funding*), così che il prosciugamento della liquidità ha innescato la crisi, riducendo le fonti di finanziamento. In altre parole, la corsa agli sportelli fu un evento successivo alla crisi e non il fattore scatenante (Shin 2009).

#### 4. L'economia del debito

Fino ad ora abbiamo visto i fatti e come lo scenario macroeconomico e la microstruttura dei mercati finanziari abbia favorito lo svilupparsi della bolla immobiliare, il cui scoppio ha innescato la crisi. Tuttavia, un'analisi più approfondita dei meccanismi che hanno spinto in alto i consumi americani e che hanno ampliato gli squilibri macroeconomici globali non può prescindere da quella che viene chiamata "economia del debito" e dai fattori che hanno alimentato l'indebitamento delle famiglie statunitensi.

Già negli anni ottanta i saldi finanziari statunitensi, pur registrando un risparmio privato positivo, mostravano un crescente indebitamento del settore pubblico. A partire dalla decade successiva anche il settore privato ha iniziato a ridurre il suo tasso di risparmio, fino a raggiungere, sotto la spinta del boom degli investimenti e dei consumi della *new economy*, a tassi di risparmio negativi. Dal 2000, sia il settore privato che quello pubblico generano risparmi negativi, a cui si associa anche il deficit commerciale, creando il cosiddetto *twin deficit*.

Come risultato di questi trend, dall'inizio degli anni novanta il rapporto tra il debito delle famiglie americane e il loro reddito disponibile è raddoppiato, raggiungendo il 140%. A ciò si associa il costo per il servizio del debito, anch'esso aumentato considerevolmente e pari a quasi il 15% del reddito disponibile. Fin tanto che aumentava la ricchezza delle famiglie, sostenuta dalla crescita dei mercati mobiliari e immobiliari, questa evoluzione sembrava sostenibile<sup>13</sup>. Al contrario, lo scoppio della bolla ha reso evidente che le famiglie dovranno ridurre i consumi e tornare a risparmiare di più.

Il forte indebitamento privato è il risultato sia di fattori di offerta che di domanda<sup>14</sup>. Tra i primi hanno giocato un ruolo fondamentale il processo di deregolamentazione e l'innovazione finanziaria, che hanno incrementato il numero degli strumenti e la facilità con cui i cittadini possono indebitarsi. Basti pensare al *mortgage equity withdrawal*, uno strumento attraverso cui i cittadini possono prendere a prestito denaro utilizzando il valore della casa come garanzia e all'enorme successo delle carte di credito. Negli Stati Uniti nel 2006 esistevano 1,5 miliardi di carte di credito, pari a 8,6 per ognuno dei 173 milioni di detentori. Il debito totale a fine 2008 ammontava a 972 miliardi di dollari (oltre 8.300 dollari pro-capite, secondo i dati riportati dal Nilson Report). L'aumento della domanda di debito è invece ascrivibile all'aumento delle disuguaglianze interne, risultato sia del progresso tecnico e che del fenomeno della delocalizzazione produttiva (Autor,

---

13 Dal 2002 al 2005 il rapporto tra ricchezza netta e reddito disponibile è aumentato da 5 a 5,7 (Wolf 2009). Gli effetti del debito si fanno sentire da subito, dato che la carriera lavorativa dei giovani laureati americani inizia già gravata di un sostanzioso debito contratto per pagare le spese universitarie: Nel 2008, il laureato medio aveva un debito di 22.700 dollari, e l'86% degli studenti aveva almeno una carta di credito con un debito medio di altri 1.645 dollari.

14 L'aumento dell'indebitamento delle famiglie è un fenomeno non esclusivo degli Stati Uniti, ma comune anche al Regno Unito (nel 2005 le passività finanziarie delle famiglie inglesi, in rapporto al reddito disponibile, erano maggiori che negli USA) e, seppur in maniera minore, agli altri principali paesi europei.

Katz e Kearney 2008).

Il ruolo delle disuguaglianze nella spiegazione della crisi finanziaria attuale è stato recentemente sottolineato anche da Fitoussi (2009), che ha evidenziato come la sperequazione mondiale dei redditi tenda sistematicamente a generare bolle speculative. Rileggendo la crisi del 1929, Galbraith (1954) aveva già messo in luce che una distribuzione ineguale del reddito e un aumento della quota dei profitti sono associate al manifestarsi di una crisi finanziaria. Per inseguire i modelli di consumo della parte più ricca della popolazione, la classe media, e ora, grazie all'innovazione finanziaria, in modo sempre crescente anche le fasce più povere della popolazione, sono indotte a contrarre debiti pur di mantenere inalterato il proprio tenore di vita in termini relativi. In una sorta di circolo dapprima virtuoso, ma nel lungo periodo vizioso, la crescita del settore finanziario sostiene i consumi grazie all'aumento di valore degli *assets* (siano essi titoli o immobili) permettendo alle famiglie di indebitarsi in misura via via crescente.

Il mondo in cui viviamo è ora più che mai un mondo diseguale, sia tra paesi che all'interno degli stessi; sia nei redditi che nella ricchezza<sup>15</sup>. I dati dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro mostrano che, tra il 1990 e il 2005, la disuguaglianza tra i redditi è aumentata in circa due terzi dei paesi. Uno studio delle Nazioni Unite riporta che nel 2000, l'1% (10%) più ricco della popolazione adulta deteneva il 40% (85) della ricchezza globale, mentre, la metà più povera della popolazione mondiale possedeva soltanto l'1% della ricchezza globale (Davies *et al* 2008). Più in particolare, se guardiamo agli Stati Uniti, le disuguaglianze nei redditi sono aumentate drasticamente negli ultimi anni, soprattutto se si osservano i redditi delle fasce più ricche della popolazione. I bonus milionari erogati ai manager delle grandi *corporation* e delle maggiori banche di investimento nel 2007 si traducono in un rapporto di 520 a 1 tra il reddito dei quindici CEO più pagati e quello del lavoratore medio<sup>16</sup>. Lo stesso rapporto era pari a 360 nel 2003 (Figura 7).

La Figura 8 evidenzia in maniera inequivocabile il ritorno ad un'economia fortemente diseguale, composta da una ristretta quota della popolazione estremamente ricca, a cui si contrappone un aumento della povertà e un declino della classe media, un fenomeno comune a molte economie sviluppate, come recentemente sottolineato anche dall'OCSE (2008). In particolare, a partire dagli anni ottanta negli Stati Uniti si è assistito ad un rapido aumento della quota di reddito detenuta dallo 0,1 per cento più ricco della popolazione, mentre la stessa dinamica è meno accentuata nel Regno Unito e praticamente assente in Francia. Questo trend si contrappone alla grande moderazione che aveva compresso la distribuzione dei redditi durante il *New Deal* prima e nel dopoguerra successivamente e sembra riportare gli USA verso una società più simile alla *gilded age* e ai *roaring twenties* del Grande Gatsby<sup>17</sup>.

---

15 Per una trattazione esauriente delle disuguaglianze mondiali, si veda Milanovic (2007)

16 Ancora a Marzo 2008 il CEO di Lehman Brothers Richard Fuld ha ricevuto 22 milioni di dollari di bonus per l'anno 2007.

17 Tuttavia, nonostante la curva ad U tenda a riportare le disuguaglianze ai livelli di inizio Novecento, i

Figura 7: Disparità salariali

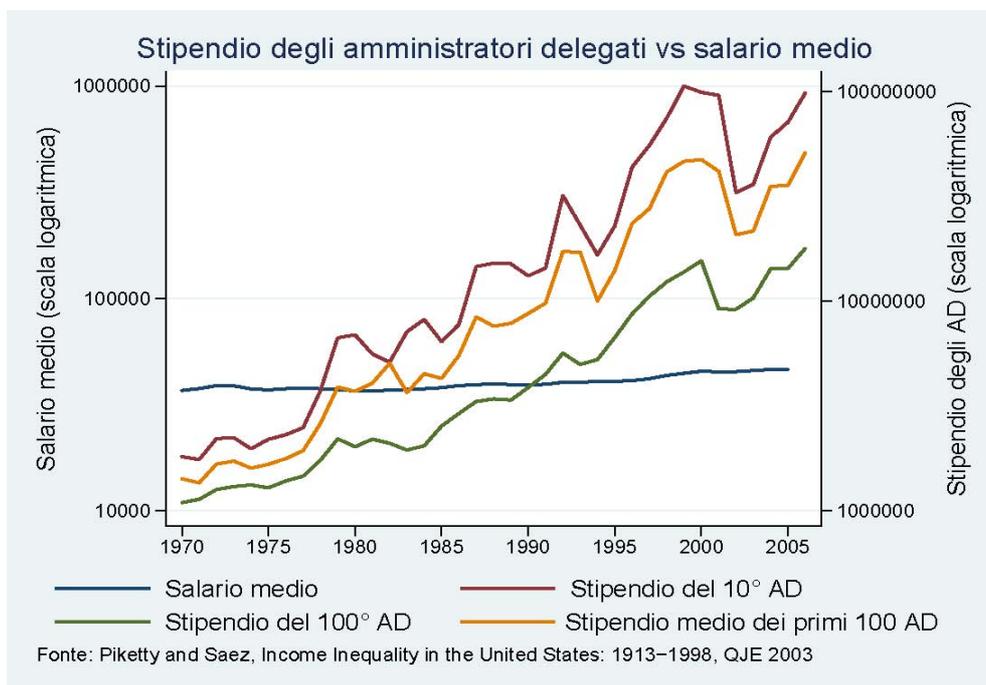
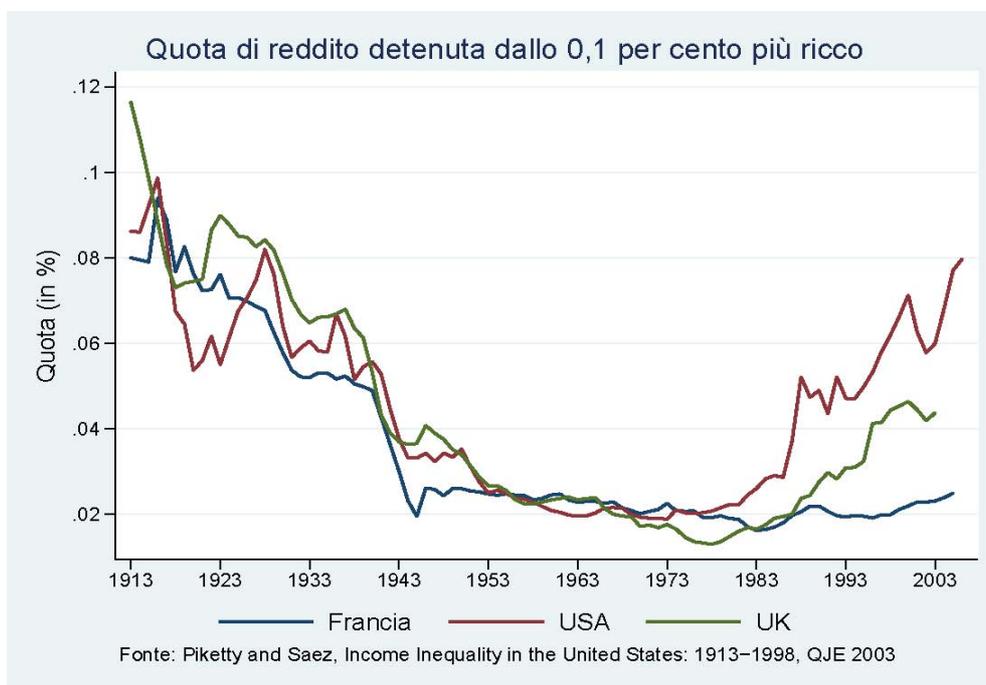


Figura 8: Ritorno agli anni Venti?



*capital income* dei grandi ricchi del secolo scorso, prevalentemente *rentiers*, industriali e finanziari come Cornelius Vanderbilt, John Rockefeller, Andrew Carnegie, e J.P. Morgan sono stati sostituiti dai *wage income* e dalle *stock options* degli amministratori delegati di grandi *corporation* (Piketty e Saez 2003).

Infine, l'elevato e insostenibile indebitamento delle famiglie americane, ma non solo, è il risultato anche di una scarsa alfabetizzazione finanziaria. Una ricerca condotta da Lusardi e Mitchell (2007) mette in risalto come, anche in un paese con mercati finanziari sviluppati, la popolazione abbia un livello di educazione finanziaria sorprendentemente basso. In generale, il 13% degli intervistati non è stato capace di rispondere ad una semplice domanda sul calcolo di una probabilità, il 34% non è riuscito a calcolare la vincita di una lotteria e solo il 17% ha dimostrato di comprendere il funzionamento dell'interesse composto<sup>18</sup>. Una scarsa alfabetizzazione finanziaria genera costi economici e sociali significativi in un paese in cui sono intervenuti importanti cambiamenti nei sistemi pensionistici e nei mercati finanziari e assicurativi, che offrono prodotti sempre più complessi. Tra la popolazione meno istruita finanziariamente si osservano una eccessiva propensione ad indebitarsi (spesso a costi elevati), scelte di investimento inadeguate e caratterizzate da una limitata propensione verso i mercati azionari, e una ridotta, e potenzialmente inadeguata, accumulazione di ricchezza, a causa di scelte pensionistiche errate.

Questi comportamenti, oltre ad aver alimentato la bolla speculativa, possono determinare un ulteriore incremento della disuguaglianza economica e un aumento dei fallimenti finanziari, penalizzando in maniera sproporzionata le fasce più deboli della popolazione.

## 5. Lezioni per il futuro e possibili scenari

L'analisi dei fattori alla base della crisi finanziaria, benché necessariamente limitata ad alcuni aspetti, ha mostrato i limiti del sistema finanziario e testimonia come le crisi siano un elemento caratteristico del sistema capitalistico (Reinhart e Rogoff 2008, Fratianni 2008).

Per queste ragioni, la crisi attuale condivide alcuni elementi con le esperienze passate, benché si caratterizzi anche per alcuni tratti distintivi, che nel momento del boom avevano portato la maggioranza degli agenti ad illudersi che le crescita fosse realmente sostenibile.

Come le crisi passate, anche quest'ultima ha riaffermato la pro-ciclicità del sistema finanziario ha mostrato le principali caratteristiche di un episodio di *credit boom and bust*: rapida crescita del credito, allentamento degli standard, peggioramento delle performance e riduzione del premio al rischio (Gourinchas et al 2001; Demyanyk e Van Hemert 2009). Come hanno sottolineato Reinhart e Rogoff (2008), una falsa convinzione che "questa volta è diverso" ha fatto sì che ci sia stata una tendenza a creare bolle speculative, simile a quanto avvenuto durante le crisi passate, non ultima quella che ha seguito il boom della *new economy*. Borio (2007) ha identificato, tra i fattori alla base delle bolle, le asimmetrie informative, le limitazioni nella percezione del rischio e negli incentivi che inducono a comportamenti che, benché individualmente razionali, possono rivelarsi socialmente non ottimali, e gli effetti di feedback dal settore reale a quello finanziario. In particolare,

<sup>18</sup> I risultati sono poco incoraggianti anche se ci si limita ad osservare un campione di laureati.

diversamente che negli altri settori, dove un eccesso di offerta riduce il prezzo di equilibrio, nel settore finanziario l'aumento dell'offerta (di credito) crea la domanda, attraverso l'effetto ricchezza e l'aumento della domanda aggregata. Se la bolla della *new economy* si basava sulla convinzione che le nuove tecnologie, e internet in particolare, fossero il tratto distintivo rispetto al passato che poteva giustificare gli incredibili rialzi azionari, in questo caso è stata l'innovazione finanziaria (mutui subprime e *securitization*), favorite dalla deregolamentazione (*regulatory capture*), a generare un boom sul mercato immobiliare e l'illusione che l'esperienza attuale fosse differente da quelle passate. In particolare, il successo dei prodotti strutturati, in grado di generare payoff altamente non-lineari (*fat tails*) e perciò difficili da valutare, e il ruolo preponderante esercitato dal modello *originate & distribute* nel mercato dei mutui e nella creazione dello *shadow banking system* hanno contribuito sia all'accumulazione di rischio nella fase di crescita, che alla perdita di fiducia e al panico della crisi.

Le trasformazioni che hanno coinvolto il sistema bancario statunitense confermano che, mentre sembra possibile poter affermare che le crisi del debito e valutarie sono ormai un fenomeno limitato alle economie emergenti, le crisi bancarie avvengono con la stessa frequenza nei paesi industrializzati e non (Reinhart e Rogoff 2009b)<sup>19</sup>. Tuttavia, le esperienze passate insegnano che le crisi sono sempre state superate, seppure a volte con costi ingenti e non equamente distribuiti tra gli agenti, e le economie hanno poi potuto beneficiare delle innovazioni finanziarie raggiungendo livelli di benessere economici più elevati. Nell'introduzione alla sua storia finanziaria del mondo, lo storico Niall Ferguson (2009, p. 4) sostiene che: "*financial innovation has been an indispensable factor in man's advance from wretched subsistence to the giddy heights of material prosperity that so many people know today. [e che] The evolution of credit and debt was as important as any technological innovation in the rise of civilization*".

Questa visione storica è confermata anche dalle ricerche più recenti che dimostrano come la finanza stimoli la crescita e lo sviluppo economico, garantendo l'accesso al credito e migliori opportunità anche ai più poveri e alle minoranze (Levine 2005; 2008). Per questo motivo, l'innovazione finanziaria deve essere sostenuta, anche se al suo fianco è necessario organizzare un'attività di regolamentazione e supervisione (internazionale) più efficace, al fine di evitare i conflitti di interesse, di limitare i meccanismi di incentivi perversi dovuti all'eccessiva competizione (eccessiva propensione al rischio e ottica di brevissimo termine), di punire le frodi e di ridurre il peso politico dell'industria finanziaria.

---

19 Come ogni affermazione basata sull'esperienza passata, anche questa potrà essere smentita dai fatti. In effetti, le previsioni relative all'evoluzione del debito pubblico statunitense, oltre che di altre economie europee, non ultima l'Italia, vanno valutate con estrema attenzione. Un rialzo dei tassi di interesse, necessario se i paesi emergenti decidessero di non voler più finanziare il deficit USA a questi rendimenti, renderebbe estremamente attuale il problema della sostenibilità del debito e quello dell'aumento del rischio sovrano. In questo contesto, anche il ruolo del dollaro come valuta di riferimento può essere messo in dubbio (su quest'ultimo punto si veda Alessandrini e Fratianni 2009).

Tuttavia, i costi delle crisi finanziarie sono stati generalmente elevati. Studiando le principali crisi bancarie del passato, Reinhart e Rogoff (2009) mostrano che i periodi che seguono le crisi sono generalmente caratterizzati da un collasso dei mercati finanziari severo e prolungato (in media i mercati azionari hanno perso il 56,5% e quelli immobiliari il 35,5%), da una drammatica riduzione del prodotto (-9,3%) e dell'occupazione (-7%) e da un incremento sostanziale del debito pubblico (+86%), dovuto principalmente alla riduzione delle entrate fiscali e alle manovre espansive. In realtà, sebbene generalmente si riscontri che le crisi bancarie sono associate a cali dell'output e a restrizioni creditizie, quantificare gli effetti delle crisi bancarie è difficile perché non è semplice isolare i nessi causali. A questo proposito, Dell'Ariccia, Detragiache e Rajan (2008) identificano un effetto diretto delle crisi bancarie sul volume dell'attività economica attraverso una contrazione del credito, che penalizza soprattutto le piccole e medie imprese, a causa della loro opacità informativa e della loro dipendenza dal credito bancario.

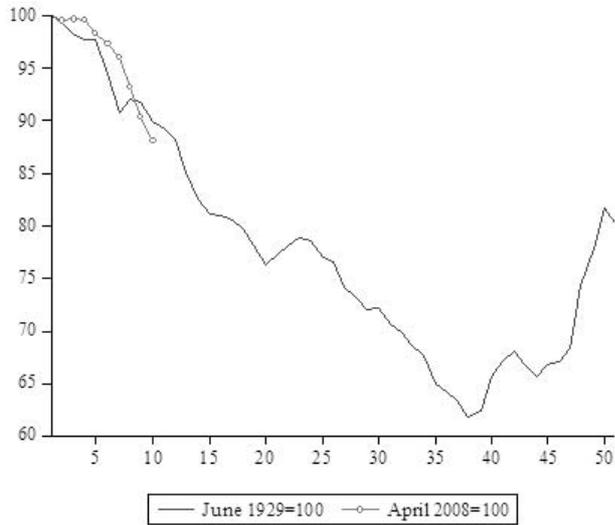
Al momento, sebbene sia ancora estremamente difficile quantificare i costi globali della crisi attuale, non mancano speculazioni e allarmi che rimandano agli anni della Grande Depressione, così come discusso anche nell'introduzione. Recentemente, Christina Romer (2009) ha sottolineato come i numeri attuali non siano paragonabili con quelli della crisi del 1929, quando il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti toccò il 25 per cento. Tuttavia, una recente analisi di Eichengreen e O'Rourke (2009), ancora *in fieri*, mostra che, sebbene in valori assoluti l'economia sia ancora distante dai minimi raggiunti durante la Grande Depressione, il trend è purtroppo molto simile se non, in alcuni casi, anche peggiore (Figura 9). Alla luce di questi dati, l'ottimismo di alcune previsioni appare mal riposto, mentre è necessario continuare a interrogarsi sulle migliori risposte di *policy* e sulle possibili conseguenze della crisi nei prossimi mesi.

Innanzitutto, è necessario tener conto ed elaborare politiche economiche per contrastare gli effetti della crisi sull'intensificarsi della disuguaglianza e della povertà. Infatti, gli enormi costi fiscali e la perdita di valore degli *asset* possono colpire sproporzionatamente le classi più povere e meno protette; le banche tagliano per prima cosa i prestiti agli studenti, impedendo così ai meno abbienti l'accesso all'istruzione universitaria e limitando l'accumulazione di capitale umano; le forti perdite dei fondi pensione, il cui capitale si è ridotto del 20%, ne mettono in crisi la capacità di fornire un'adeguata copertura previdenziale a chi andrà in pensione a breve e con sistemi a contribuzione definita.

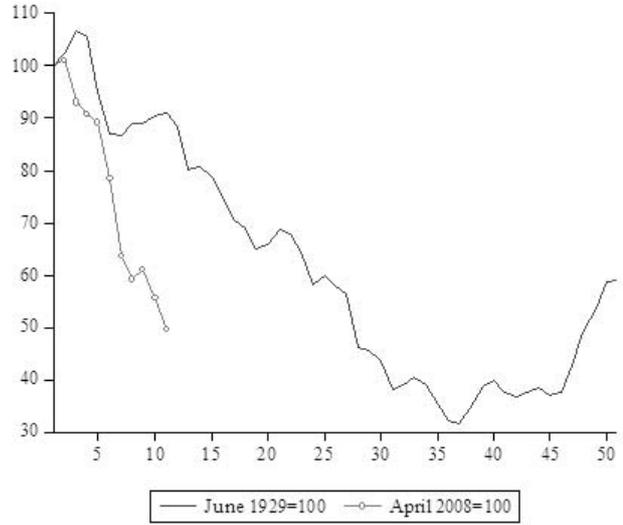
A livello internazionale è auspicabile un maggior coordinamento delle politiche fiscali nazionali, anche per limitare il ricorso a misure protezionistiche, che potrebbero ulteriormente indebolire il commercio internazionale, che per la prima volta nel 2009 dovrebbe contrarsi del 9%.

**Figura 9: Gli effetti della crisi a confronto con la Grande Depressione**

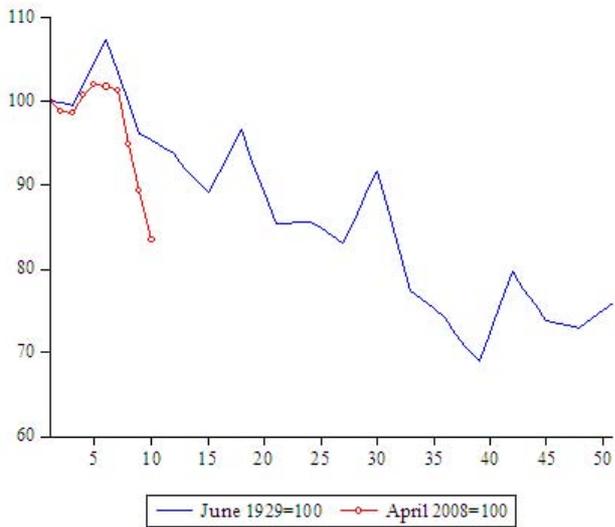
**Figure 1.** World Industrial Output, Now vs Then



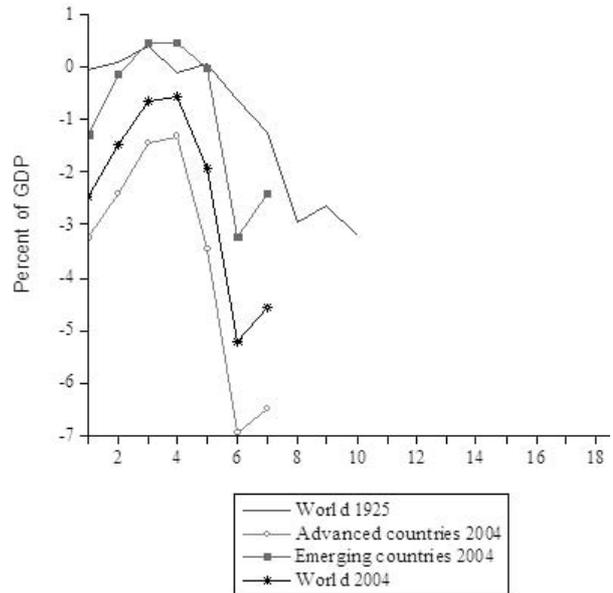
**Figure 2.** World Stock Markets, Now vs Then



**Figure 3.** The Volume of World Trade, Now vs Then



**Figure 6.** Government Budget Surpluses, Now vs Then



Fonte: Eichengreen e O'Rourke (2009), Sull'asse delle ascisse sono rappresentati i mesi a partire dall'inizio della recessione.

In Europa non va trascurata l'esistenza di squilibri macroeconomici simili a quelli globali, con alcuni paesi in forte deficit (Spagna) e la Germania in surplus. Inoltre, il deciso aumento dell'indebitamento pubblico può essere particolarmente rischioso per alcuni paesi, come testimoniato dal rialzo degli spread sui titoli pubblici, e per la stabilità dell'intera area dell'Euro<sup>20</sup>.

In Italia i primi segnali sembravano indicare un effetto contenuto della crisi, sia al livello reale che finanziario, per via di un sistema bancario meno esposto ai rischi della finanza innovativa e guidato da un modello di intermediazione fondamentalmente sano. Tuttavia, come testimoniato anche dall'ultima relazione del Governatore della Banca d'Italia e dal rapporto dell'OCSE sullo stato di salute dell'economia italiana (2009), è ormai chiaro che la crisi avrà effetti duraturi e rilevanti sull'occupazione e sulla produzione, anche a causa dell'elevato debito pubblico che limita la capacità di attuare politiche anticicliche, con il rischio concreto di generare successivamente difficoltà per il sistema bancario, a causa dell'incremento delle sofferenze.

Infine, anche se probabilmente è questo il tema più rilevante, la comunità internazionale e le istituzioni finanziarie internazionali devono porre al centro della propria agenda politica gli effetti che la crisi avrà sui paesi in via di sviluppo e sull'Africa in particolare. Se gli effetti della crisi sulle economie avanzate, sebbene ingenti, possono essere attenuati da opportune politiche economiche, diversa è la situazione nei paesi poveri, dove mancano le risorse e la capacità per mettere in atto politiche in grado di contrastare la crisi. Se è vero che il contagio delle crisi finanziaria è limitato dalla scarsa integrazione dei mercati finanziari dei paesi più poveri con quelli mondiali, i riflessi della crisi sono comunque drammatici e si manifestano attraverso altri canali. I paesi più poveri sono estremamente dipendenti dalla domanda mondiale, dal flusso di rimesse degli emigrati e, soprattutto, dagli aiuti internazionali. Tutti questi canali si sono già ridotti o sono destinati a contrarsi nei prossimi mesi. In particolare, l'esperienza storica mostra che, in risposta alle maggiori crisi del passato, gli aiuti internazionali si sono ridotti in maniera drastica e sono stati necessari diversi anni per ritornare ai livelli pre-crisi. E' quindi necessario che la comunità internazionale mantenga gli impegni assunti verso i paesi poveri e che le istituzioni finanziarie internazionali mettano in atto politiche coordinate per non vanificare i risultati fin qui ottenuti nella lotta alla povertà e per evitare il ripetersi di nuove crisi debitorie.

---

20 In Europa, non va trascurata la situazione dei piccoli paesi con sistemi bancari enormi in rapporto al prodotto interno lordo e con *currency mismatch* e privi di una valuta di riserva. Questo mix esplosivo ha già manifestato tutte le sue possibili conseguenze nella maniera più drammatica in Islanda (per un'analisi della crisi Islandese si veda Buiters e Silbert 2008), ma molte economie dell'Est Europa sono esposte a rischi simili.

## **Riferimenti bibliografici**

Akerlof GA e Shiller RJ, 2009, *Animal Spirits*, Princeton University Press

Alessandrini P e Fratianni M, 2009, Resurrecting Keynes to Stabilize the International Monetary System, *Open Economies Review*, in stampa

Autor DH, Katz LFE e Kearney MS, 2008, *Trends in U.S. Wage Inequality: Revising the Revisionists*, *The Review of Economics and Statistics*, 90: 300-323

Barucci E e Messori M (a cura di), 2009, *Oltre lo shock*, Egea

Bernanke B, 2004, The great moderation, *Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association*, Washington, DC, February 20

Bernanke B, 2005, The global saving glut and the US current account deficit, *Remarks at the Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10

Bernanke B, 2007, The Subprime Mortgage Market, *Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago's 43<sup>rd</sup> Annual Conference on Bank Structure and Competition*, Chicago, Illinois

Borio C, 2008, The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations, *BIS working paper* 251

Brunnemeier MK, 2009, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, *Journal of Economic Perspectives*, 23:77-100

Buiter WH, 2007, Lessons from the 2007 Financial Crisis, *CEPR Policy Insight* 18

Buiter WH e Silbert A, The Icelandic banking crisis and what to do about it, *CEPR Policy Insight* 26

Davies JB, Sandstrom S, Shorrocks A e Wolff EN, 2008, The World Distribution of Household Wealth, *UNU-WIDER Discussion Paper* No. 2008/03

Dell'Ariccia G, Igan D e Laeven L, 2009, Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market, *manuscript*, September 2008

Demyanyk Y e Van Hemert O, 2009, Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *The Review of Financial Studies*, forthcoming.

Diamond DW e Rajan RG, 2009, The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies, *American Economic Review*, 99:606-610

Di Noia C e Micossi S, 2009, Keep it simple -- Policy responses to the financial crisis, *CEPS e Assonime*

Eichengreen B e O'Rourke KH, 2009, A Tale of Two Depressions, disponibile online a: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>

Ferguson N, 2009, *The Ascent of Money – A Financial History of the World*, Penguin Books, London.

Financial Times 2007, Citigroup chief stays bullish on buy-outs, disponibile online a: <http://www.ft.com/cms/s/0/80e2987a-2e50-11dc-821c-0000779fd2ac.html>

Fitoussi 2009, Eccesso di diseguaglianza la malattia da curare adesso, *Il Sole 24 Ore*, 8 Maggio

Fratianni M, 2008, Financial Crisis, Savety Nets and Regulation, *Rivista Italiana degli Economisti*, 2:169-207

Galbraith JK, 1954, *The Great Crash, 1929*, Penguin Books

Gorton G, 2009, *The Subprime Panic*, *European Financial Management*, 15:10-46

Gourinchas PO, Valdes R e Landerretche O, 2001, Lending Booms: Latin America and the World, *Economia*, 1:47-99

IMF, 2009, *World Economic Outlook*, April

Johnson S, 2009, The Quiet Coup, *The Atlantic Monthly*, May

Keys BJ, Mukherjee T, Seru A e Vig V, 2008, Securitization and Screening: Evidence from Subprime Mortgage Backed Securities, *manoscritto*, Gennaio 2008

Krugman P, 2009, Revenge of the Glut, *The New York Times*, March 1

Levine R, 2005, Finance and Growth, in P Aghion e S Durlauf (eds), *The Handbook of Economic Growth*, Elsevier, The Netherlands

Levine R, 2008, Finance and the Poor, *The Manchester School*, 76(S1): 1-13.

Lusardi A e Mitchell O, 2007, Baby Boomer Retirement Security: The Roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth, *Journal of Monetary Economics*, 54:205-224

Milanovic B, 2007, *Mondi divisi - Analisi della disuguaglianza globale*, Mondadori

OCSE, 2008, *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*, Paris

OCSE, 2009, *Economic Survey of Italy 2009: The impact of the crisis and the potential for fiscal stimulus*, Paris

Rant V, 2008, Anatomy of the global financial crisis, presentazione, 10 Novembre 2008

Rajan RG, 2006, Has Finance Made the World Riskier?, *European Financial Management*, 12:499-533

Reinhart CM e Rogoff KS, 2008, This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises, *NBER working paper*, 13882

Reinhart CM e Rogoff KS, 2009a, *The Aftermath of the Crisis*, *American Economic Review*, in corso di pubblicazione

Reinhart, CM e Rogoff KS, 2009b, *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*, *CEPR Discussion Paper* n° 7131

Romer C, 2009, *Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009*, paper presented at the Brookings Institutions, March 9

Shiller R, 2008, *Finanza Shock*, Egea

Shin HS, 2009, *Reflections on Northern Rock: the Bank Run the Heralded the Global Financial Crisis*, *Journal of Economic Perspectives*, 23:101-119

Veronesi P e Zingales L, 2008, *Paulson's Gift*, *manuscritto*, University of Chicago

Wolf M, 2009, *Fixing Global Finance*, Yale University Press