

# La Grande Crisi e i suoi effetti sull'Europa

FRANCESCO CARLUCCI

## Introduzione

Si pensava che la ripresa economica fosse in atto. Che dopo la crisi economico-finanziaria sarebbe rispuntata l'espansione e tutto sarebbe tornato come prima, come dopo ogni recessione che si rispetti. Lo pensavano i ricchi, che si aspettavano di diventare ancora più ricchi, e i poveri, che speravano di diventare un po' meno poveri. Lo pensavano gli scienziati sociali e i giornalisti, che si affannavano a trovare qualche segno più nei risvolti dell'economia; e poi i lavoratori nelle fabbriche e negli uffici, i piccoli proprietari nelle botteghe, gli imprenditori in giro per il mondo. E poi... Insomma, tutti.

E invece no. Sembra che l'Angelo sterminatore continui a imperversare e che anzi per alcuni paesi il futuro sia ancor più buio del recente passato. Ma chi ha studiato decenni di crisi finanziarie<sup>1</sup> dice che questa è del tutto simile alle precedenti, che dopo sei-sette anni sono finite. Dunque niente paura. Aspettiamo con santa pazienza.

Ma ci viene un dubbio. E se poi questa crisi durasse di più, se il mondo cosiddetto sviluppato si mangiasse i risparmi e poi non riuscisse a ricostituirli; se il suo benessere diminuisse e rimanesse basso troppo a lungo? Uhm. Forse è meglio darsi una mossa. Vedere perché il mondo è entrato in crisi; quali sono stati i suoi errori, in modo da non rifarli; quali i suoi comportamenti non sostenibili, così da correggerli.

E poi osservare questa nostra povera Europa. Strapazzata dai poteri finanziari del mondo, sfigurata dalle manovre nazionalistiche dei suoi membri. Forse è utile analizzare come la Grande Crisi l'abbia colpita; chiarire perché alcuni dei suoi paesi sono sull'orlo del fallimento.

Lo facciamo in questo saggio: vi osserveremo com'era il mondo all'inizio della grande recessione; e come questa si sia poi sviluppata e quali ne sono stati i fattori causanti. E vedremo le reazioni di chi ha iniziato i sommovimenti, gli Stati Uniti d'America, e come la crisi si sia propagata nel mondo.

E poi gli effetti sulle economie dell'Europa e il loro tonfo. E come la Grande Crisi abbia avuto conseguenze (negative) del tutto inattese sui suoi paesi più deboli; alcuni dei quali, una volta, erano considerati forti.

<sup>1</sup> Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009.

Ma vogliamo concludere il saggio con un po' di ottimismo. Faremo vedere come sia possibile riprendere la strada della crescita, sia pure al prezzo di duri sacrifici.

### Un flash sul 2007

Nei primi anni Duemila l'attività economica nel mondo si era sviluppata niente male. Dal 2000 al 2007 il prodotto interno lordo era in media cresciuto del 4,0% l'anno nell'intero globo; del 2,7% negli Stati Uniti, e del 2,2% nell'Eurozona<sup>2</sup>. In gran parte questo merito era dovuto alla globalizzazione, che però aveva aumentato, in molti paesi, la disuguaglianza economica. Se si misura questa con l'indice del Gini<sup>3</sup> sui redditi delle famiglie, si vede in particolare che negli Stati Uniti l'indice aveva fatto un gran balzo all'insù in poco meno di quarant'anni: valeva 39,7 nel 1967 ed era salito a 46,9 nel 2005<sup>4</sup>.

La causa principale della crescita della disuguaglianza economica era dovuta all'aumento massiccio della speculazione finanziaria avvenuto a partire dagli anni Ottanta. Esaminiamola nell'anno del suo massimo potere tramite la tavola 1, ripresa da un saggio pubblicato nel 2009 in questa stessa rivista<sup>5</sup>. Essa illustra l'ammontare degli strumenti finanziari esistenti nel mondo nel 2007<sup>6</sup>.

Strumento finanziario	Valore
Attivi degli istituti di credito di vario tipo	63,5-70,9
Capitalizzazione dei mercati azionari	42,0-50,8
Titoli del debito privato	36,3-43,1
Titoli del debito pubblico	23,4-25,6
Attivi dei Fondi di investimento	19,3-21,0
Attivi dei Fondi pensione	17,9-21,5
Attivi dei Fondi assicurativi	16,0-17,8
Riserve ufficiali, escluso l'oro	4,2-5,8
Fondi sovrani	3,4
Attivi delle società di <i>Private equity</i>	1,8
Attivi degli <i>Hedge funds</i>	1,4-1,7
Prodotto interno lordo del mondo	48,2

Fonte: Elaborazioni dell'Autore su dati provenienti da varie origini.

Tavola 1 – Strumenti finanziari nel mondo al 2007 e loro forchette di valori, in migliaia di miliardi (triloni) di \$ Usa; il Pil mondiale è riportato a titolo di confronto.

<sup>2</sup> Dati tratti dalle statistiche del Fondo monetario internazionale.

<sup>3</sup> Che vale zero nel caso di perfetta uguaglianza di reddito ed uno nel caso di disuguaglianza totale (tutto il reddito concentrato su di una sola famiglia).

<sup>4</sup> Fonte: *Us Census Bureau*, 2006. Nella classifica dei paesi industrializzati con maggiore disuguaglianza di reddito alla metà del primo decennio degli anni Duemila, misurata ancora con l'indice di Gini, figuravano tra i primi sei il Portogallo, gli Usa e l'Italia. Gli altri tre erano il Messico, la Turchia e la Polonia (Fonte: *Oecd income distribution questionnaire*).

<sup>5</sup> Francesco Carlucci, *I fondi sovrani*, in «Rivista di studi politici internazionali», 2009, 303, pp. 329-344.

<sup>6</sup> Ovviamente il valore nominale dei derivati su questi attivi è pari a decine di volte il valore della moneta impiegata. La tavola riporta ipotesi di valori minimi e massimi per l'attivo mondiale disaggregato nei principali strumenti finanziari; tali valori sono stati determinati sulla base di dati provenienti da molteplici fonti, che hanno fornito valori per l'appunto non coincidenti ma compresi nelle forchette indicate.

Salta immediatamente agli occhi l'enorme volume degli attivi posseduti dagli istituti di credito, che non sono soltanto banche classiche, commerciali, che semplicemente raccolgono moneta dai risparmiatori e la prestano per investimenti alle aziende o alle famiglie. No, ci sono anche banche d'affari (o d'investimento, *broker dealer*), che effettuano prestiti in modo meno vincolato delle precedenti e con obblighi di riserva inferiori; esse possono effettuare operazioni di compera e vendita di titoli (*trading e brokerage*) sia per conto proprio che per quello dei clienti. Nel 2007 le più grandi banche d'affari erano statunitensi: *Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Goldman Sachs*.

Vi sono poi istituti misti che operano sia come banche commerciali che d'affari.

Al fine di fare attività bancaria con minori vincoli di regolamentazione, ad esempio evitando di accantonare una maggiore quantità di riserva obbligatoria, alcuni di questi istituti hanno creato delle strutture che agiscono come banche ma non sono regolamentate come tali: sono le cosiddette banche ombra, che non hanno obblighi di riserva obbligatoria né di patrimonio<sup>7</sup>.

Sempre tra gli istituti finanziari sono compresi quelli che forniscono credito soltanto immobiliare: i più grandi negli Stati Uniti, semipubblici, sono le agenzie conosciute con i nomignoli di *Fannie Mae e Freddie Mac*<sup>8</sup>.

Nel 2007 gli attivi di tutte queste istituzioni hanno raggiunto un valore enorme, pari a quasi una volta e mezzo il prodotto interno lordo del mondo. Una gran parte di questi attivi non corrispondeva ad effettivi investimenti in beni fisici ma era composta di titoli puramente speculativi, comperati e mantenuti semplicemente in virtù della certezza che nel futuro avrebbero potuto essere venduti ad un prezzo superiore a quello di acquisto.

Dopo di questi segue la capitalizzazione dei mercati azionari, che invece hanno generalmente beni fisici come controparte, seppure talvolta con un valore gonfiato; quindi sono riportati gli ammontari delle obbligazioni emesse dalle aziende private e dai governi, quelli di tre tipi di fondi, le riserve valutarie degli Stati e i fondi di paesi sovrani. Tra i fondi assicurativi un ruolo particolare nella crisi è stato svolto dall'*American international group (Aig)*, che è un'organizzazione internazionale basata negli Usa e operante in 130 paesi, che inizialmente si è occupata soltanto di assicurazioni e poi anche di altri servizi finanziari.

Chiudono la lista della tavola 1 gli investimenti delle società di *private equity*, che acquistano parzialmente o totalmente aziende ritenute capaci di grande sviluppo, generalmente non quotate in borsa, e quelli degli *hedge fund*, società di compravendita di titoli fortemente speculative.

<sup>7</sup> I due principali tipi di questi istituti di credito vanno sotto il nome di Veicoli d'investimento strutturato (*Siv*) e di *conduit*, ed anch'esse possedevano, nel 2007, attivi contabilizzati nella prima riga della tavola 1.

<sup>8</sup> Ma la cui denominazione ufficiale è *Federal National Mortgage Association e Federal Home Loan Mortgage Corporation*, rispettivamente.

Sommando i valori della tavola 1 si ottiene una forchetta complessiva di 229,9-263,4 migliaia di miliardi di dollari. In un rapporto dell'*Asian development bank*<sup>9</sup> si valuta in circa 50 trilioni di dollari la perdita<sup>10</sup> complessiva di questi attivi nel 2008, valore che dà un'idea di quanto sia stata profonda la Grande Crisi già in quell'anno: la perdita corrisponde approssimativamente al prodotto del mondo (che nel 2008 è stato pari a poco più di 50 trilioni di dollari).

Mostreremo nei prossimi tre paragrafi come gli attivi delle banche abbiano potuto raggiungere la dimensione riportata nella tavola 1; di poi illustreremo come la crisi sia potuta scoppiare.

## I prodromi della Grande Crisi

L'alto ammontare degli attivi riportati nella tavola 1 deriva in parte non trascurabile dal meccanismo di retribuzione dei dirigenti delle aziende che li producono: maggiori sono i guadagni di queste e maggiori sono i compensi di base ed i premi di produttività (*bonus*) di fine anno. Sfortunatamente, come vedremo, maggiori guadagni per le aziende sono facilmente ottenuti accettando di correre rischi più grandi (di perdite).

Per dare un'idea delle dimensioni di queste retribuzioni, ricordiamo che negli anni 2007 e 2008 le remunerazioni degli amministratori delle maggiori società di credito statunitensi variavano mediamente dai 10 ai 50 milioni di dollari per ciascuno; in casi particolari essi erano riusciti ad avere un compenso anche più che doppio. Nel solo 2007, d'altro canto, le cinque banche d'affari ricordate sopra avevano distribuito ai propri dirigenti premi di produttività per oltre 38 miliardi di dollari. Riportiamo nella tavola 2 i compensi degli amministratori delegati dei maggiori istituti di credito negli Usa e di alcuni in Europa inseriti per confronto, nel 2007.

Il processo che ha portato gli istituti di credito ad assumere rischi sempre maggiori è iniziato negli anni Ottanta, e si è consolidato nei Novanta, con l'emissione negli Stati Uniti di una gran quantità di titoli garantiti da mutui con ipoteca su immobili. Già allora le garanzie non erano solide e buona parte dei prestiti ebbe difficoltà ad essere ripagata. Questo portò al fallimento di più di 1500 casse di risparmio (*savings and loans*) negli Stati Uniti e pertanto alla ideazione di un modo diverso di prestar denaro con immobili in garanzia: invece di tenere i titoli in bilancio, il nuovo metodo, utilizzato soprattutto dalle banche d'affari e da quelle miste, prevedeva che i titoli fossero emessi da istituti collaterali non regolamentati come banche e creati allo scopo; queste società veicolo li vendevano poi ad altri investitori, persone fisiche o altri istituti. Era la cosiddetta cartolarizzazione dei mutui.

<sup>9</sup> Si veda l'articolo di Shamim Adam dell'agenzia *Bloomberg* del 09/03/09.

<sup>10</sup> Di cui 28,7 trilioni di capitalizzazione nei mercati azionari.

Istituto di credito	Amministratore delegato	Compenso
<i>Goldman Sachs</i>	L. C. Blankfein	50,3
<i>Lehman Brothers</i>	R. Fuld	49,1
<i>JP Morgan Chase</i>	J. Dimon	14,1
<i>Morgan Stanley</i>	J. Mack	12,1
<i>Merrill Lynch</i>	J. Thain	10,7
<i>Bear Stearns</i>	J. Cayne	7,5
<i>Deutsche Bank</i>	J. Ackermann	14,0
<i>Santander</i>	A. Saenz	9,6
<i>Hsbc</i>	M. Geoghegan	4,4
<i>Bnp Paribas</i>	B. Prot	3,3

Fonte: Bilanci dei vari istituti di credito per l'anno 2007

Tavola 2 – Compensi in milioni di euro degli amministratori delegati dei maggiori istituti di credito negli Usa e di alcuni in Europa inseriti per confronto; anno 2007.

Per quelle banche era molto conveniente accordare un gran numero di prestiti con garanzia immobiliare in quanto questi titoli venivano da loro ‘impacchettati’ e venduti come titoli ‘strutturati’ ai risparmiatori di tutto il mondo. Questi, d’altro canto, li compravano a piene mani a seguito degli alti rendimenti che fornivano e della nomea<sup>11</sup> delle banche che li emettevano. Il rischio per queste, anche se valutato come molto basso in virtù degli immobili dati in garanzia, era dunque trasferito sui risparmiatori. La convenienza era notevole: rischio molto piccolo ed entrate sostanziose da commissioni.

Ma gli istituti di credito e i loro dirigenti erano insaziabili. Avendo escogitato il modo di non assumersi forti rischi e volendo ampliare la quantità di titoli da smerciare, davano prestiti anche a chi poteva offrire garanzie soltanto scarse o addirittura nulle. Erano arrivati al punto di non richiedere documentazione scritta relativa ad uno stipendio o ad altre fonti di reddito dei mutuatari ma di fidarsi delle loro dichiarazioni orali. Le quali, ovviamente, erano spesso menzognere, per cui nell’ambiente del credito i prestiti così dati venivano chiamati *liar loans*, prestiti dei bugiardi.

A questo punto le banche si trovarono di fronte ad un altro problema: gli investitori acquistavano preferibilmente i titoli che le agenzie internazionali di valutazione (*rating*) del rischio (*Standard and Poor’s*, *Fitch* e *Moody’s*) avevano dichiarato di alta affidabilità, e questo non succedeva per tale tipo di strumenti. Allora gli istituti di credito ne costruirono di nuovi, formati da misture (impacchettamenti) di titoli in parte meno e in parte più rischiosi, ma che le agenzie di *rating* valutavano di maggiore e generalmente massima affidabilità. I titoli di questo tipo più diffusi erano i *Collateralized debt obligations (Cdo)*, misture di pre-

<sup>11</sup> Di fatto, i risparmiatori di tutto il mondo ritenevano che le banche d’affari e quelle miste fossero «troppo grandi per fallire». In realtà era molto difficile che fallissero in virtù della simbiosi della loro dirigenza con l’amministrazione pubblica: il gigantismo bancario era nato nel 1999 con la creazione del colosso finanziario *Citigroup*, di cui il ministro del Tesoro degli Usa tra il 1995 e il 1999, Robert Rubin, diventò in seguito direttore ed anche presidente.

stiti concessi non soltanto per l'acquisto di immobili, ma anche personali, o per gli acquisti con carte di credito o di automobili, e così via.

Ma questo alle banche non bastò; e allora aumentarono sconsideratamente il loro *leverage*. Per comprendere questa operazione e stabilire il ruolo che gli istituti di credito hanno avuto nella crisi ricordiamo che un indicatore del livello del loro rischio è dato dal rapporto tra la quantità di moneta impiegata nelle varie forme d'investimento (gli attivi), in parte presa in prestito, e il capitale di rischio (il passivo). Questo rapporto costituisce l'effetto leva (il *leverage* appunto) dell'istituto di credito: più è alto, più denaro hanno preso in prestito e maggiore è il rischio connesso.

Ogni operazione con i mutui produceva utili molto generosi. Perché non prendere a prestito altro denaro, oltre ad utilizzare il capitale proprio, per farne delle altre? E così si indebitarono per un ammontare pari a 10, 20 volte il capitale che possedevano. Le due società semipubbliche *Fannie Mae* e *Freddie Mac* arrivarono ad un effetto leva di 40!

Con un esempio chiariamo il punto. Supponiamo che un istituto di credito effettui un'operazione di prestito immobiliare di 10 milioni di dollari. Un milione è capitale proprio e nove li prende in prestito, con un *leverage*, quindi, di 10. A fronte di questo prestito si affretta a emettere titoli per 12 milioni, con un ricavo di 2 milioni di dollari. Tutto funziona bene, con grandi guadagni, finché gli immobili continuano a valere 10 milioni o aumentano di valore. Se qualche mutuatario diventa insolvente, l'istituto di credito si riprende l'immobile, lo pone sul mercato, lo vende e ritorna in possesso della cifra prestata.

Ma se invece gli immobili perdono valore iniziano i problemi. Supponiamo che il mercato immobiliare sia in discesa anche soltanto del 4% annuo e che il numero dei mutuatari insolventi sia pari al 30%, la perdita nell'operazione comincia ad essere significativa: 120000 dollari.

La cifra di per sé è in realtà trascurabile per un grande istituto di credito, ma se operazioni di questo genere costituiscono anche soltanto il 10% degli attivi indicati nella tavola 1, la loro perdita complessiva diventa stratosferica: tra i 1060 e i 1182 miliardi di dollari Usa. Essa avrebbe potuto cancellare il capitale di gran parte degli istituti di credito statunitensi e britannici.

### **La crisi come combinazione di fenomeni distinti**

Continuamente, nel volgere degli anni, compaiono fenomeni che hanno impatto negativo oppure positivo sull'economia internazionale e producono le comuni fasi di recessione ed espansione del ciclo economico. Accade più raramente che diversi eventi con effetti negativi compaiano simultaneamente e che non siano in qualche misura compensati da altri, positivi. In questi casi le recessioni sono più profonde e scompaiono molto lentamente.

Tali fenomeni sono in realtà distinguibili tra di loro ma risultano così frammischiati che gli studiosi facilmente cadono nella trappola di attribuire la crisi sostanzialmente ad uno solo di essi, addossando agli altri un ruolo di comprimario.

ri. La colpa della Grande Crisi è stata data, di volta in volta, al crollo del valore degli immobili, al debito privato elevato negli Stati Uniti e nel Regno Unito, al carattere troppo speculativo degli *hedge fund*, all'enorme debito estero statunitense finanziato dal Giappone e dalla Cina, e ad altri eventi ancora. In realtà è stata la concatenazione di fenomeni diversi che ha condotto il mondo alla crisi economico-finanziaria; i principali sono i quattro seguenti:

- la smodata avidità dei dirigenti degli istituti di credito e di assicurazione (essenzialmente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ma non solo),
- l'abitudine, nel mondo anglosassone, ad indebitarsi massicciamente,
- l'eccessiva liquidità esistente in Europa, Giappone e Cina,
- la bolla immobiliare negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei.

S'è detto nel paragrafo precedente che se fosse accaduto che la gran parte degli immobili posti a garanzia dei mutui avesse perso valore gli istituti di credito che avevano fornito quei mutui sarebbero stati costretti a dichiarare fallimento. Ma a quell'evento essi assegnavano probabilità nulla: che i prezzi degli immobili potessero smettere di crescere era considerato molto difficile; e che un numero considerevole di mutuatari diventasse contemporaneamente insolvente era, secondo loro, impossibile.

Non proprio tutti erano d'accordo. Nel 2005, all'annuale incontro di *Jackson Hole* negli Stati Uniti organizzato dalla *Federal Reserve* di Kansas City e di fronte ad un pubblico scelto di studiosi, di uomini di governo, di governatori di Banche centrali, il capo economista del Fondo monetario internazionale Raghuram G. Rajan<sup>12</sup> affermò in un lungo e ben argomentato intervento che una parte dei rischi dei titoli variamente impacchettati dagli istituti di credito era rimasta nelle loro mani e che la probabilità di un loro *crack* non era affatto nulla. Non fu preso sul serio.

Pochi mesi dopo, nell'aprile 2006, il capo del Dipartimento monetario ed economico della Banca dei regolamenti internazionali, William R. White<sup>13</sup>, ribadì che la fiducia di molti istituti di credito «sui ricavi da affari fatti con le famiglie, già pesantemente indebitate, avrebbe potuto nel futuro rivelarsi fonte di vulnerabilità finanziaria».

Questi economisti, a causa della loro posizione in istituzioni internazionali, non potevano essere maggiormente espliciti nelle indicazioni di cautela. Molto di più lo fu un ricercatore indipendente, Nouriel Roubini<sup>14</sup>, che nel settembre del 2006, in una conferenza, affermò tra l'incredulità generale che presto l'economia degli Stati Uniti avrebbe subito un disastroso *crack* del mercato immobiliare e che questo avrebbe provocato la paralisi del sistema finanziario mondiale, quindi la flessione della domanda aggregata e poi la recessione<sup>15</sup>.

<sup>12</sup> *Has financial development made the world riskier?*, Nber Working Paper n. 11728, Cambridge (Massachusetts), 2005.

<sup>13</sup> *Is price stability enough?*, Bis Working Paper n. 205, Basilea, Bank for International Settlements, aprile 2006.

<sup>14</sup> Professore di economia alla *New York University*, in una conferenza tenuta il 7/9/2006 presso la sede di Washington del Fondo monetario internazionale.

<sup>15</sup> Occorre aggiungere che anche qualche raro istituto finanziario aveva previsto lo scoppio della bolla immobiliare. Il caso più eclatante riguardò proprio l'*hedge fund* più rilevante, il *Paulson & Co.*, che in virtù delle sue previsioni, fatte nel 2006, crebbe del 600% l'anno seguente.

Dopo l'avidità dei finanziari, entrava in scena un altro fenomeno socio-economico: la bolla immobiliare.

### La bolla immobiliare

Una bolla riguarda generalmente una merce il cui prezzo è molto più alto di quello fondamentale che si avrebbe normalmente; questa merce può essere la più diversa: le azioni di società di ferrovie, come avvenne nel XIX secolo, oppure quelle di aziende di Internet, come all'inizio del XX, oppure immobili, come nel caso che ci interessa. Il fenomeno segue un andamento sempre simile: gli investitori nella bolla ritengono che il prezzo della merce in considerazione non possa che aumentare e la comprano nella certezza di poterla successivamente rivendere ad un prezzo maggiorato, con un lauto guadagno. Spesso si indebitano per questo acquisto, e lo fanno facilmente perché anche nelle aziende di credito si ritiene che il valore monetario della merce sia in continua ascesa. Ad un certo punto, però, la sua offerta supera la domanda e il prezzo comincia a calare; molti investitori si affrettano allora a vendere, nessuno compera più, in un attacco di panico generalizzato, e il prezzo crolla.

Tale andamento si ripete con costanza, ma ogni volta gli investitori ritengono che «questa volta sia differente»<sup>16</sup> e procedono imperterriti finché la bolla non scoppia. È successo anche per gli immobili, il cui prezzo è cresciuto a ritmi elevati e continui dagli anni Novanta dello scorso secolo sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito<sup>17</sup>.

S'è detto dei compensi dell'alta dirigenza degli istituti di credito di questi paesi. In effetti non soltanto loro ma quasi tutti i cittadini più ricchi accrebbero la distanza dai più poveri; aumentò la disuguaglianza economica e gli uomini politici, che di fatto la favorirono, fecero allora di tutto per compensare la parte più debole della popolazione eliminando, negli anni, gran parte delle restrizioni normative al credito selvaggio. I politici, sia progressisti che conservatori, si trovarono uniti nel facilitare l'indebitamento della popolazione a fronte di garanzie insicure o anche nulle. I primi, perché sembrava loro di agevolare i meno abbienti, i secondi per smantellare l'insieme di regole cui era soggetto il sistema finanziario al fine di – essi dicevano – far espandere ulteriormente l'economia. Così fu abrogato il *Glass-Steagall Act*<sup>18</sup>, che teneva ben distinte le funzioni delle banche commerciali da quelle delle banche d'investimento; così queste chiesero alla *Securities and exchange commission (Sec)*, ed ottennero, di poter aumentare la propria leva finanziaria a 20, 25 e più; così fu approvata una legge che obbligava *Fannie Mae* e *Freddie Mac* a stipulare quasi la metà dei loro mutui immobiliari con persone povere che non potevano fornire garanzie.

<sup>16</sup> Come recita il titolo, ovviamente ironico, del già citato saggio di Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, relativo alla storia delle crisi finanziarie nel mondo.

<sup>17</sup> Oltreché in altri paesi, tra i quali la Spagna, l'Irlanda e la Cina. Negli Stati Uniti il prezzo delle case era aumentato del 26% tra il 1890 e il 1996: aumentò del 92% tra il 1996 e il 2006 (Reinhart e Rogoff, *Op. cit.*).

<sup>18</sup> La legge che aveva regolamentato il sistema bancario fin dal 1933.



Il *boom* immobiliare negli Stati Uniti e nel Regno Unito fu tra l'altro favorito dai tassi di interesse tenuti bassi a seguito di un'inflazione ampiamente sotto controllo anche in virtù del processo di delocalizzazione e dell'importazione di merci a buon mercato (dai paesi emergenti).

In realtà White<sup>19</sup> aveva notato che la politica monetaria seguita negli ultimi decenni del secolo scorso nei Paesi industrializzati aveva contribuito a tener bassa l'inflazione anche in presenza di una crescita sostenuta, ma che non era affatto sicuro che questa situazione sarebbe durata a lungo.

Nel 2003 lo stesso presidente della *Federal Reserve*, Alan Greenspan, si era accorto che i tassi a breve<sup>20</sup> Usa avevano raggiunto un livello troppo basso e che questo aveva favorito la creazione di una pericolosa bolla creditizia basata in gran parte sui titoli immobiliari. Iniziò allora ad aumentare lentamente il tasso d'interesse sui fondi federali (il tasso di riferimento) così che quello a breve termine degli Usa passò dal minimo dell'1,13% del 2003 all'1,35% del 2004 e al 3,21% del 2005<sup>21</sup>. I tassi di interesse a lungo termine e quelli del mercato immobiliare non seguirono però un aumento analogo e Greenspan ne parlò come di un enigma inspiegabile in un'audizione ad una commissione del Senato<sup>22</sup>.

La spiegazione dell'enigma fece intervenire il terzo dei fenomeni che, intrecciandosi, hanno prodotto la Grande Crisi: l'eccessiva liquidità esistente nel mondo. Infatti gli investitori anglosassoni, all'aumentare del costo del denaro negli Stati Uniti e quindi al diminuire della disponibilità di questo, risposero rifornendosi in Germania, Cina e Giappone.

### Lo scoppio della bolla e la crisi finanziaria negli Stati Uniti

Ma il tasso d'interesse a breve degli Stati Uniti, sulla spinta della *Federal Reserve*, continuò ad aumentare, raggiungendo il 4,96% nel 2006 e il 5,02% nel 2007<sup>23</sup>. Ebbe effetto improvvisamente e gran parte dei mutuatari diventarono insolventi. Gli istituti di credito che avevano prestato denaro ai fini dell'acquisto degli immobili se li ripresero e li misero sul mercato per rientrare dai prestiti. Ma il numero dei compratori, a fronte dei molti immobili posti in vendita contemporaneamente, fu basso; le case rimasero invendute o furono vendute a prezzi inferiori al valore stimato all'atto del prestito.

Nessuno volle più comperare i titoli garantiti da quegli immobili, e il loro valore precipitò a zero. Furono chiamati «titoli tossici»<sup>24</sup>, poiché non valevano più nulla.

<sup>19</sup> *Op. cit.*

<sup>20</sup> Alcuni studiosi ritengono che il presidente della *Federal Reserve*, abbia tenuto i tassi a breve troppo a lungo bassi ed abbia così favorito le bolle del credito. Si leggano, a questo proposito, William Fleckenstein e Frederick Sheehan, *Greenspan's bubbles: the age of ignorance at the Federal Reserve*, New York, McGraw Hill, 2008.

<sup>21</sup> Dati tratti dalle statistiche del Fondo monetario internazionale.

<sup>22</sup> *Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, Senato degli Stati Uniti d'America, 16/2/2005.

<sup>23</sup> Dati tratti dalle statistiche del Fondo monetario internazionale.

<sup>24</sup> Tecnicamente: titoli illiquidi. Generalmente quando qualcuno vende qualcosa di tossico, cioè avvelena, viene sottoposto a giudizio. Al contrario, le banche che avevano venduto titoli tossici furono aiutate dalle autorità pubbliche.

La fotografia della situazione, a metà del 2008, è data nella tavola 3, che riporta l'ammontare di titoli tossici posseduti dai più grandi istituti finanziari degli Stati Uniti. Vi si nota che il loro totale è ben superiore alla complessiva capitalizzazione di borsa, che era particolarmente bassa in *Lehman Brothers*, in *Aig* e nelle due agenzie semipubbliche *Fannie Mae* e *Freddie Mac*. Nell'ultima colonna della tavola sono indicati gli aiuti, in termini di iniezioni di capitale fresco, dati dalle autorità pubbliche e in buona parte restituiti entro il 2009.

Si avverò dunque quell'evento, considerato impossibile dagli istituti di credito, illustrato nel precedente esempio. Essendo diminuito il valore di tanti immobili dati in garanzia<sup>25</sup> e divenendo insolventi una gran parte dei mutuatari:

- gli istituti di credito emittenti i titoli basati sui mutui sarebbero falliti,
- oppure non avrebbero potuto onorare i debiti fatti,
- oppure i titoli emessi avrebbero perso valore (in parte o tutto).

Istituto finanziario	Capitalizzazione	Totale attivi	Totale dei titoli tossici	Ricapitalizzazione (capitale restituito)
<i>Lehman Brothers</i>	0,6	639	41,3	Fallito il 15/9/08
<i>Morgan Stanley</i>	19,0	987	78,3	7,78 (7,11)
<i>Merrill Lynch</i>	27,0	966	64,1	Acquistato da Bank of Am.
<i>Goldman Sachs</i>	44,0	1080	67,8	7,89 (7,11)
<i>Bank of America</i>	119,0	1830	39,5	116,40 (115,83)
<i>Citigroup</i>	88,0	2100	154,6	250,85 (229,39)
<i>Aig</i>	6,0	1050	48,7	181,6 (49,00)
<i>JP Morgan Chase</i>	132,0	2250	115,9	20,36 (17,77)
<i>Wachovia</i>	13,0	812	28,2	Acquistato da Wells Fargo
<i>Wells Fargo</i>	110,0	622	33,8	17,77 (17,77)
<i>Fannie Mae</i>	0,7	885	65,5	n.d.
<i>Freddie Mac</i>	1,0	879	151,6	n.d.
<b>Totale generale</b>	560,3		889,3	

Fonte: Banca dati Bloomberg e R&S Mediobanca

Tavola 3 –Titoli tossici e attivi totali delle principali istituzioni finanziarie Usa al 30 giugno 2008. Ammontari delle ricapitalizzazioni operate dall'intervento pubblico e capitali restituiti (tra parentesi) entro il 31 dicembre 2009. Dati in miliardi di dollari.

Accaddero tutti e tre i tipi di evento e l'economia mondiale crollò, entrando in una recessione che non sembra fermarsi. Ci si può domandare se ci sia stato del dolo in tutto questo. Sicuramente la diffusione capillare, nel mondo, dei titol-

<sup>25</sup> La società specializzata statunitense *First American CoreLogic* stimava alla fine del 2009 che un proprietario di case su quattro era gravato da un mutuo superiore al valore dell'abitazione posseduta. Per la metà di questi proprietari l'indebitamento era almeno del 20% superiore.

li tossici ha connotazioni di profonda immoralità, ma è molto difficile poter parlare di dolo derivante – si difendono i banchieri – dall'aver corso rischi troppo elevati, e cioè dall'aver dato valutazioni di probabilità sbagliate. In effetti si può riconoscere una parvenza di dolo soltanto nella vendita di titoli da parte di chi sapeva che quei titoli stavano correndo il rischio di non valere più nulla. Ed è precisamente quello che ha fatto l'autorità Usa di vigilanza sulla Borsa, la *Sec*, accusando nell'aprile 2010 la banca d'affari *Goldman Sachs* di frode finanziaria: avrebbe venduto ai propri clienti negli anni 2008 e 2009 titoli legati a mutui casa disfacendosi nel contempo di quelli che erano rimasti in suo possesso; in altre parole veniva accusata di aver detto ai propri clienti che quei titoli sarebbero aumentati di valore, sapendo che il mercato immobiliare sarebbe entrato presto in crisi e che quegli stessi titoli sarebbero diventati carta straccia<sup>26</sup>.

Lo scoppio della bolla immobiliare e l'inizio della crisi finanziaria a metà del 2007 sono sinteticamente descritti nel 78° rapporto annuale della Banca dei regolamenti internazionali; ne riportiamo di seguito la cronologia, ampliandola in alcuni punti.

– metà giugno 2007: abbattimento del valore dei titoli garantiti da mutui ipotecari (*Mortgage-backed securities, Mbs*) concessi a soggetti sprovvisti di documentazione scritta sui propri redditi (*subprime*<sup>27</sup>); crollo di due *hedge fund* posseduti dalla banca d'affari *Bear Stearns*, che avevano investito massicciamente in *Cdo* basati su mutui *subprime*<sup>28</sup>:

– da metà luglio 2007: tentativo dei grandi istituti di credito Usa di svendere molti prodotti (titoli) finanziari strutturati;

– dalla fine di luglio 2007: contagio della turbolenza finanziaria al credito a breve termine e in particolare al mercato monetario interbancario;

– da metà ottobre 2007: i problemi del sistema finanziario si espansero;

– dall'inizio del 2008: le difficoltà per i mercati finanziari aumentarono nella previsione di un netto peggioramento delle prospettive economiche degli Stati Uniti<sup>29</sup>; paura che i problemi degli attivi di bassa qualità si propagassero anche a quelli della qualità migliore.

Nei primi mesi del 2008 fallirono negli Usa più di 300 istituti di credito immobiliare non bancari e gran parte delle banche ombra. Le difficoltà si estesero poi alle banche d'affari: in marzo, a seguito di una gravissima crisi di liquidità, *Bearn Stearns* chiese aiuto alla *Federal Reserve* e alla *JP Morgan Chase*, banca che in seguito l'acquistò: in un solo giorno essa perse la metà della sua capitaliz-

<sup>26</sup> Non per nulla la *Goldman Sachs*, unica tra le grandi banche statunitensi, contabilizzò utili nel 2008 per 2,3 miliardi di dollari, che diventarono 13,4 l'anno dopo.

<sup>27</sup> I mutui *prime* sono quelli con mutuatari che offrono garanzie ottimali; i mutui *subprime* si basano invece su garanzie considerate insufficienti.

<sup>28</sup> Tra l'anno 2000 e il 2007 erano stati concessi mutui immobiliari, frutto di *Mbs*, di *Cdo* e di cartolarizzazioni varie, per 1300 miliardi di dollari.

<sup>29</sup> Per la stessa convinzione la *Federal Reserve* abbassò il tasso d'interesse di riferimento di ben 75 punti base il 22 gennaio, e di altri 50 una settimana dopo.

zazione in Borsa. *Merrill Lynch* fu sul punto di fallire e fu acquistata dalla *Bank of America* per 50 miliardi di dollari mentre *Lehman Brothers* fu l'unica banca d'investimento che non fu salvata<sup>30</sup>. *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* ebbero anch'esse difficoltà, ma riuscirono a superarle trasformandosi in banche commerciali per cui poterono utilizzare i prestiti accordati in tutta fretta dalla *Federal Reserve*.

Nel settembre 2008 la crisi finanziaria degli Stati Uniti raggiunse l'acme. Dapprima toccò a *Fannie Mae* e *Freddie Mac* che, oberate di debiti, furono nazionalizzate, con la possibilità di utilizzare fino a 100 miliardi di fondi pubblici ciascuna; il 15 fu lasciata fallire *Lehman Brothers*; il giorno dopo fu la volta di *Aig*, che oltre alla normale attività assicurativa aveva da tempo iniziato quella di emettere dei titoli, i *Credit default swap (Cds)*, che erano uno strumento finanziario molto diffuso con il quale ci si poteva assicurare contro le inadempienze di debitori molto vari, compresi gli Stati sovrani. Ma quando queste si attuarono in massa, *Aig* non fu in grado di risarcire i possessori dell'enorme quantità di titoli che aveva emesso sfruttando l'effetto leva e dovette essere salvata dal governo degli Stati Uniti con un prestito di 85 miliardi di dollari, garantito dall'80% di azioni della società. Il valore in borsa (capitalizzazione) delle istituzioni finanziarie che avevano base negli Stati Uniti precipitò in un sol giorno; ad esempio la *Lehman Brothers* perse il 95,3%, *Aig* il 60,79, *Wachovia*<sup>31</sup> il 24,95%, *Bank of America* il 21,31% e *Citigroup* il 15,14%.

Piano piano la crisi finanziaria si stava trasferendo all'economia reale. I titoli tossici, principalmente *Cdo*, *Cds* e *Mbs*, che vengono stimati valere 7000 miliardi di dollari nel 2007 (si confronti con i dati della tavola 1), avevano invaso anche le banche commerciali, che quindi non potevano più darli in garanzia per prestiti di brevissimo periodo come avevano fatto fino ad allora. Ogni banca diffidava delle altre e si arrestarono completamente il mercato monetario interbancario e quello dei prestiti all'economia reale<sup>32</sup>.

Il consumo delle famiglie si contrasse, gli investimenti pure. Allora, temendo un collasso generale del sistema economico-finanziario, la *Federal Reserve* e il governo degli Stati Uniti decisero di attuare una serie di misure eccezionali di aiuto che valessero per l'intero sistema. La *Federal Reserve*:

- si fece prestatore di ultima istanza offrendo prestiti alle banche in difficoltà;
- abbassò drasticamente il costo del denaro (il tasso sui fondi federali passò all'1,93% nel 2008 e poi allo 0,16% nel 2009<sup>33</sup>);

<sup>30</sup> I serrati negoziati con la banca inglese *Barclay's*, che si era dichiarata disposta ad acquistare la *Lehman Brothers*, si arrestarono domenica 14 settembre di fronte al diniego delle autorità pubbliche Usa di offrire garanzie sul 10% delle attività della banca d'affari. Questa aveva un passivo di 613 miliardi di dollari.

<sup>31</sup> Che fu acquistata da *Wells Fargo* il 31 dicembre 2008.

<sup>32</sup> Avvenne, cioè, il razionamento del credito (*credit crunch*).

<sup>33</sup> Dati tratti dalle statistiche del Fondo monetario internazionale.

– acquistò un grande ammontare di titoli tossici dando in cambio buoni pubblici sicuri.

Nel contempo – si era negli ultimi mesi dell'amministrazione Bush, alla fine del 2008 – il governo federale predispose un grandioso intervento di salvataggio per le aziende Usa in difficoltà, basato sia su massicci investimenti in esse, che di fatto equivalevano a nazionalizzazioni, sia su di un enorme programma di aiuto, per 700 miliardi di dollari, il *Troubled asset relief program (Tarp)*<sup>34</sup>.

Due notazioni sembra opportuno fare. La prima riguarda il fatto che un'amministrazione conservatrice come quella presieduta da George Bush jr, antistatalista per eccellenza, dovette ricorrere massicciamente al denaro pubblico per salvare il sistema finanziario nel suo complesso.

La seconda concerne l'ammontare dei prestiti che la *Federal Reserve* dette alle banche nel 2008, e le cui dimensioni sono rimaste segrete fino alla metà del 2011<sup>35</sup>. Il loro salvataggio sarebbe costato complessivamente agli Stati Uniti oltre 1200 miliardi di dollari di prestiti: la sola *Morgan Stanley* ne avrebbe ricevuti 107,3, *Citigroup* 99,5 e *Bank of America* 91,4.

### L'amministrazione Obama

Nel gennaio 2009 diventò presidente degli Stati Uniti Barack Obama, eletto dal Partito democratico. Grandi furono le speranze in lui riposte riguardanti la capacità di risollevare l'economia reale del paese dalla crisi e di non fermarsi a salvare soltanto le istituzioni creditizie.

Ma queste speranze andarono deluse. Il sistema politico negli Stati Uniti è governato da gruppi di potere finanziario che non badano all'orientamento politico dell'amministrazione. Appoggiano, durante le elezioni presidenziali, contemporaneamente candidati dell'una e dell'altra schiera<sup>36</sup> per poter poi avere consistenti vantaggi dall'eletto: sono gruppi di potere semplicemente interessati alla loro crescita (o sopravvivenza, nei periodi di forte crisi). Sotto Bush jr non esitarono a chiedere, ed ottenere, fondi pubblici per il loro salvataggio, così come riuscirono a circondare Obama, eletto dai democratici, di uomini provenienti dalle loro fila. Robert Rubin, che aveva fatto carriera nella *Goldman Sachs* ed era stato presidente della *Citigroup*, divenne il consigliere ombra del presidente Obama; Timothy Geithner, che era stato alla guida della *Federal Reserve* di New York fin

<sup>34</sup> Alan Blinder, già citato, e Mark Zandi, capo economista di *Moody's analytics*, in un manoscritto non pubblicato, *How the Great Recession was brought to an end*, 2010, stimano che senza gli interventi della *Federal Reserve* e del governo Usa, il quale era intervenuto complessivamente con aiuti pari a 1590 miliardi di dollari, nel 2009 il Pil degli Usa sarebbe diminuito di un ulteriore 4% rispetto a quanto avvenuto effettivamente; e ci sarebbero stati 10 milioni di disoccupati in più. Sempre negli Stati Uniti e sempre nel 2009 i due studiosi stimano che la crisi sia costata 750 miliardi di dollari di entrate tributarie in meno.

Per un confronto, essi rilevano che il salvataggio delle casse di risparmio sopra ricordate costò nel biennio 1990-91 275 miliardi di dollari di fondi pubblici; a 75 miliardi ammontarono le mancate entrate tributarie.

<sup>35</sup> Quando l'agenzia di notizie Bloomberg le ottenne, e poi le divulgò, in base al *Freedom of Information Act*, la legge Usa sulla libertà d'informazione.

<sup>36</sup> Nelle elezioni del 2008 i cinque maggiori contribuenti alla campagna elettorale del candidato repubblicano John McCain furono delle istituzioni finanziarie; le quali fornirono contributi anche maggiori al democratico Barack Obama.

dal 2003, fu fatto ministro del Tesoro; e Lawrence Summers, che come ministro del Tesoro nell'amministrazione Clinton era stato nel 1999 il principale artefice dell'abolizione del *Glass-Steagall Act*, diventò il capo del *National Economic Council* (il gruppo dei consiglieri economici del presidente).

Questa dirigenza lo convinse del fatto che soltanto salvando le banche si sarebbe rimessa in moto l'economia reale: esse, una volta salvate, avrebbero nuovamente fornito di denaro il sistema economico, che avrebbe quindi ricominciato ad investire e a produrre come prima. Il presidente si fece convincere e nel marzo 2009 la nuova amministrazione continuò ad aiutare il sistema bancario con due nuove operazioni: con la prima attuò il piano ideato da Geithner e Summers che mirava a purgare le banche dei titoli tossici che possedevano, attirandosi le ire di economisti del calibro di Jeffrey Sachs, Joseph Stiglitz e Peyton Young, secondo i quali il piano nazionalizzava le perdite e privatizzava i profitti. La seconda operazione consistette in uno *stress test* per le banche più grandi.

Ma il denaro che aveva salvato le banche su di queste si fermava e non proseguiva verso l'economia reale. Non potendo più guadagnare con l'emissione di titoli (nessuno glieli avrebbe più comprati), i grandi istituti di credito Usa utilizzarono questo denaro per fare *trading* in borsa ed in altri mercati finanziari, nonché per operazioni di *carry-trade*<sup>37</sup>. Così gli utili del sistema finanziario degli Stati Uniti nel 2009 poterono tornare ai livelli precedenti la Grande Crisi.

Sotto la protesta montante della popolazione, nel giugno 2009 Barack Obama annunciò una riforma dei mercati finanziari, la più vasta dopo la Grande Depressione. In essa venivano attribuiti maggiori poteri alla *Federal Reserve* in modo da farle controllare meglio le istituzioni finanziarie, e alla *Securities and Exchange Commission*, la *Sec*, così da farle vigilare sulle società di *private equity*, su quelle di *venture capital* e sugli *hedge fund*. La riforma prevedeva anche il ritorno ad una maggiore differenziazione tra banche commerciali e banche d'affari, in modo da consentire soltanto a queste ultime di effettuare investimenti molto rischiosi, e soltanto alle prime di essere salvate, in caso di fallimento, con denaro pubblico.

Per modificare e rallentare questa riforma si gettarono a capofitto i gruppi di pressione finanziari, che potevano influenzare gran parte del Congresso, ma riuscirono soltanto in parte nel loro intento. La riforma fu approvata un anno dopo, il 15 luglio 2010, con la legge bancaria cosiddetta *Dodd-Frank*<sup>38</sup>, dai nomi dei

<sup>37</sup> Queste erano molto semplici e poco rischiose: consistevano nel prendere a prestito del denaro nelle piazze dove costava poco (il tasso d'interesse era vicino allo zero, come negli Stati Uniti) ed impiegarlo dove il rendimento era più alto (come in Australia o in alcuni paesi emergenti).

<sup>38</sup> Alcuni studiosi non considerano tale legge sufficiente a scongiurare una nuova crisi finanziaria. Tra di essi Simon Johnson, ex capo economista del Fondo monetario internazionale e James Kwack, consulente di *McKinsey*, nel libro *13 bankers. The Wall Street takeover and the next financial meltdown*, New York, Random House, 2010, sostengono che nuove crisi possono essere evitate soltanto ponendo tetti alle dimensioni delle banche d'affari. La legge *Dodd-Frank* è rimasta a tutt'oggi (fine del 2011) largamente inattuata.

due parlamentari che l'avevano presentata, nello stesso giorno in cui la *Goldman Sachs* si accordava con la *Sec* per il ritiro della denuncia di frode finanziaria. Di fatto la *Goldman Sachs* ammetteva le contestazioni, pagando una multa di 550 milioni di dollari.

Dall'inizio della Grande Crisi, negli ultimi mesi del 2008, fino al novembre 2010, la *Federal Reserve* aveva comperato titoli per 1700 miliardi di dollari. La popolazione degli Stati Uniti vedeva questa operazione soltanto come un aiuto al sistema bancario mentre le autorità monetarie la giustificavano anche come un tentativo di spingere gli investitori ad acquistare azioni, materie prime, ed altre attività diverse dai titoli finanziari. In questo modo – era la loro tesi – sarebbe aumentata la ricchezza del paese, quindi i consumi e infine la produzione. Questa operazione, che avveniva sulla quantità della moneta e non sul suo valore (ormai il tasso di riferimento della *Federal Reserve* era stato portato quasi a zero) per cui andò sotto il nome di *quantitative easing*, allentamento quantitativo, rese meno severa la recessione ma non portò sostanziali benefici all'occupazione<sup>39</sup>. Così nel novembre 2010 la *Federal Reserve* decise di ripeterla, acquistando titoli a lungo termine del Tesoro per un ammontare complessivo di 600 miliardi di dollari. L'acquisto sarebbe stato fatto per 75 miliardi al mese negli otto mesi successivi, quindi fino al giugno 2011.

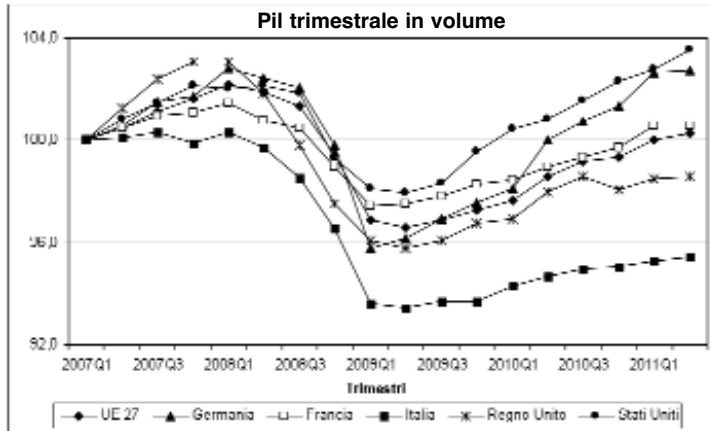
Anche il secondo allentamento quantitativo contribuì a far crescere l'economia ma non l'occupazione, per cui fu fortemente criticato sia dai progressisti, che lo ritenevano un inutile aiuto al sistema finanziario, sia dai conservatori, i quali pensavano che potesse produrre inflazione in un futuro prossimo e temevano parossisticamente il momento in cui tutta la moneta immessa in circolazione avrebbe dovuto essere riassorbita (*exit strategy*). L'allentamento quantitativo non fu pertanto replicato una terza volta.

I grafici delle figure 1 e 2 illustrano gli eventi. Nel primo è riportata la serie del prodotto interno lordo degli Stati Uniti, insieme a quelle dei paesi europei maggiori, durante la Grande Crisi: essa sale ad un massimo nel quarto trimestre del 2007 (13,36 trilioni di dollari), che si ripete nel secondo del 2008; dopodiché discende, toccando il minimo nel secondo trimestre del 2009 (12,83 trilioni).

Nel frattempo la *Federal Reserve* interviene con il primo allentamento quantitativo, che permette all'attività produttiva degli Stati Uniti di risentire della Grande Crisi meno di quella dei paesi europei maggiori, come si evince nella figura 1. Già nel quarto trimestre 2010 il Pil degli Stati Uniti ritorna al valore massimo precedente ma la *Federal Reserve*, di conserva con la Casa Bianca, decide di procedere con il secondo allentamento quantitativo, che fa crescere il Pil ulteriormente<sup>40</sup>.

<sup>39</sup> Nel terzo trimestre del 2010 il tasso di disoccupazione era arrivato al 9,65%.

<sup>40</sup> Si osservi che molti detrattori di questo tipo d'intervento l'hanno associato ad un susseguente forte aumento dell'inflazione. Che non vi è stato, crescendo l'indice generale dei prezzi al consumo dal valore 1,05 del primo trimestre 2007 al poco superiore 1,14 del secondo 2011.



Fonte: basi di dati Oecd ed Eurostat.

Figura 1 – Serie trimestrale del prodotto interno lordo in volume, indicizzato a 100 nel 1° trimestre 2007, per Stati Uniti, Unione europea a 27, Germania, Francia, Italia e Regno Unito; dati dal primo trimestre 2007 al secondo del 2011.

Il tasso di disoccupazione non fornisce le stesse soddisfazioni: come si vede nella figura 2 esso aumenta vertiginosamente a partire dal quarto trimestre 2007, più che raddoppiandosi (dal 4,82% al 9,99%) nel suo massimo, nel quarto trimestre 2009<sup>41</sup>. Anche il secondo allentamento quantitativo non sembra aver contribuito significativamente alla sua leggera discesa, dal 9,62% del quarto trimestre 2010 all'8,89% del secondo 2011.

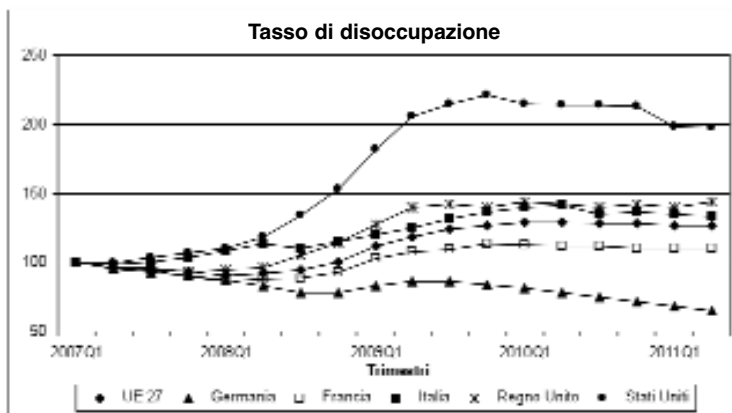


Figura 2 – Serie trimestrale del tasso di disoccupazione, indicizzato a valore 100 nel 1° trimestre 2007 per Stati Uniti, Unione europea a 27, Germania, Francia, Italia e Regno Unito; dati dal 1° trimestre 2007 al 2° del 2011.

<sup>41</sup> La disoccupazione nei paesi europei è aumentata molto meno durante la recessione, in virtù dell'entrata in funzione di ammortizzatori automatici di vario tipo.



## La connivenza politica

La Grande Crisi negli Stati Uniti fu fortemente favorita da atti squisitamente politici che eliminarono quasi completamente la vigilanza sul sistema finanziario. Nel 1999 fu ratificato dal presidente Clinton, democratico ma ostaggio delle *lobby* finanziarie statunitensi, il *Gramm-Leach-Bliley Act*, che limitava significativamente il potere di supervisione della *Federal Reserve* sulle banche d'investimento e gli istituti di credito ipotecario. L'anno successivo il Congresso Usa approvò il *Commodity Futures Modernization Act*, che deregolamentava la compravendita dei prodotti derivati. Dopo l'entrata in vigore di questa legge il *trading* dei *Cds* non avrebbe più avuto controlli<sup>42</sup>.

Deregolamentati quasi completamente i mercati, iniziò nel 2002 un periodo in cui il credito, in specie quello immobiliare, veniva agevolato al massimo. Aumentarono in modo esponenziale le emissioni delle *Asset-backed securities* (*Abs*), che erano titoli garantiti da prestiti di vario tipo, prevalentemente accessi per le abitazioni. Così avvennero due fatti che favorirono l'esplosione della bolla immobiliare: in primo luogo le cartolarizzazioni trasferirono il controllo del credito dalle banche commerciali al sistema finanziario, dove la sorveglianza era stata quasi completamente eliminata; in secondo luogo le banche, trasferendo il rischio sui compratori dei titoli cartolarizzati, non avevano motivo di essere selettive nel fornire credito e lo aumentarono quindi a dismisura.

Esauriti i mutui con garanzie migliori, i prestiti furono largamente erogati, negli anni successivi, anche a mutuatari con garanzie scarse o addirittura nulle. Questi furono impacchettati insieme ai mutui *prime* e per tranquillizzare i compratori le agenzie di valutazione assegnarono il *rating* massimo a tali pacchetti<sup>43</sup>.

Non aggiungiamo forse niente al discredito di cui godono tali agenzie, osservando che esse avevano assegnato il livello di *rating A+* (*investment grade*<sup>44</sup>) a *Lehman Brothers* fino allo stesso giorno del suo fallimento. Soltanto dopo di questo declassarono la banca d'affari al livello di un emittente insolvente!

Risulta chiaro da quanto descritto in questo e nei precedenti paragrafi che i poteri finanziari forti sono nettamente superiori agli amministratori politici Usa, repubblicani o democratici che siano.

Si è detto in precedenza che i dirigenti delle istituzioni finanziarie erano incrollabilmente certi che il sistema economico degli Stati Uniti e del mondo non potesse crollare. Non soltanto loro. Ne erano certi il gruppo dei consiglieri economici del presidente degli Stati Uniti così come il capo della *Federal Reserve*<sup>45</sup>,

<sup>42</sup> Queste leggi furono materialmente scritte dal senatore Phil Gramm, consigliere di John McCain, sfidante di Barack Obama, e grande oppositore dei regolamenti limitativi delle attività di brokeraggio delle banche.

<sup>43</sup> Nell'azione delle agenzie di *rating* era evidente il conflitto d'interessi: esse venivano lautamente pagate, per il loro servizio, dagli stessi impacchettatori dei mutui.

<sup>44</sup> L'*investment grade* consente ai titoli con tale riconoscimento di essere contenuti nei portafogli dei fondi comuni d'investimento e dei fondi pensione, e anche nella lista pubblica delle obbligazioni a basso rischio.

<sup>45</sup> Alan Greenspan, *The age of turbulence*, London, Penguin Books, 2008.

che la governò per quasi diciannove anni; ne erano certi i risparmiatori così come i dirigenti delle tante aziende Usa, grandi e piccole.

Tale certezza, così capillarmente diffusa, era la conseguenza della scuola di pensiero economico dominante: i mercati erano razionali e potevano scostarsi soltanto di poco dalla posizione d'equilibrio. Con il primo assunto si riteneva che i mercati fossero perfettamente a conoscenza della situazione presente e di quella futura, e potessero quindi fare previsioni esatte dell'andamento dell'economia. Con il secondo si era sicuri che i mercati potessero ritornare celermente nella loro posizione di equilibrio (prevalentemente in una crescita lineare), qualora se ne fossero (sempre di poco) allontanati<sup>46</sup>.

Purtroppo, per dimostrare la loro fallacia, il mondo è dovuto entrare nella Grande Crisi.

### **Gli effetti della crisi sull'Europa: la finanza privata**

All'inizio della crisi finanziaria molti commentatori, tra cui il nuovo presidente della *Federal Reserve*, si affrettarono ad affermare che essa sarebbe stata circoscritta agli Stati Uniti o tutt'al più al Regno Unito, dove la banche maggiori, in specie quelle inglesi e scozzesi, avevano utilizzato strumenti di attivo molto rischiosi, simili a quelli degli istituti di credito statunitensi.

In realtà il sistema finanziario internazionale era, ed è tuttora, fortemente integrato ed il collasso di quello anglosassone si diffuse celermente in tutto il mondo, nell'Europa continentale *in primis*, come tra l'altro aveva previsto Nouriel Roubini nella conferenza del 2006. Si può anzi asserire che gli effetti della Grande Crisi in Europa furono più gravi di quelli che avevano colpito l'economia Usa. I suoi canali di trasmissione furono essenzialmente tre: quello dei mercati azionari, il creditizio e quello della domanda di beni e servizi.

Le Borse azionarie mondiali sono fortemente interconnesse e generalmente seguono, nel giro di una giornata, l'andamento della Borsa di *Wall Street*. Non appena le grandi aziende Usa, prima le finanziarie e poi quelle dell'attività reale, collassarono, il *crack* si ripercosse dapprima su tutti i titoli della Borsa di New York e contagiò poi le piazze borsistiche di tutto il mondo, colpendo in modo massiccio uno dei componenti della domanda aggregata, gli investimenti. Nello stesso 15 settembre 2008 in cui erano crollate in Borsa molte banche Usa, precipitarono anche nelle Borse europee diversi istituti di credito; ad esempio nel Regno Unito *Hbos* perse il 17,55% di capitalizzazione, *Bradford&Bingley* il

<sup>46</sup> I dogmi della razionalità e dell'equilibrio dei mercati erano negli Usa talmente accettati e diffusi che era molto difficile, e in taluni casi anche impossibile, poter pubblicare nelle riviste scientifiche di economia e finanza lavori che non aderissero perfettamente a quei filoni.

Tali dogmi, tuttavia, cominciano ad essere criticati anche da chi non si sente necessariamente keynesiano. Si leggano in particolare Roman Frydman, docente di Economia alla *New York University*, e Michael D. Goldberg, docente all'università del New Hampshire, Usa, in *Imperfect knowledge economics: exchange rates and risk*, Princeton, Princeton University Press, 2007, testo più scientifico, oppure in *Beyond mechanical markets*, Princeton, Princeton University Press, 2011, più piano.

15,44%, e *Barclay's* il 9,84%; in Francia la franco-belga *Dexia* perse il 9,81% e in Irlanda l'*Allied Irish Bank* ci rimise il 9,25%.

Il crollo in Borsa delle grandi banche europee fu del tutto analogo, nelle dimensioni e nei tempi, a quello degli istituti statunitensi. La Grande Crisi colpì in particolar modo *Fortis*, operante nel Benelux, che dovette essere venduto a pezzi dai suoi proprietari.

Gran parte dei debiti delle società degli Usa che avevano un alto *leverage* e che erano collassate nel 2008 erano stati contratti con banche del resto del mondo, e in particolare europee, che si trovarono a possedere una quantità inverosimile di crediti inesigibili. Non soltanto. Circa la metà dei titoli tossici prodotti con le cartolarizzazioni, gli *Mbs* garantiti da mutui ipotecari e i *Cdo* garantiti da crediti di varia natura, era stata venduta all'estero, e la quantità maggiore di questa proprio alle aziende di credito europee, che l'avevano rivenduta in parte alla propria clientela e avevano trattenuto la quota rimanente al loro interno. Si stima che nell'ottobre del 2008, all'apice della crisi finanziaria, i primi 20 istituti di credito nel mondo abbiano posseduto 1200 miliardi di dollari di titoli tossici, di cui circa la metà in mani europee. In queste l'ammontare degli attivi tossici sul totale non si discostava molto dalla quota parte che si aveva negli istituti degli Stati Uniti.

Nel vecchio continente il primo istituto di credito ad avere forti difficoltà a causa dei mutui *subprime* fu la banca nord-irlandese *Northern Rock*, che nel settembre 2007 chiese ed ottenne aiuti finanziari dal governo britannico; questi non furono tuttavia sufficienti e la banca nel febbraio dell'anno dopo fu nazionalizzata. Altre banche britanniche ad avere marcate difficoltà furono: il *Lloyds Banking Group*, che ottenne una iniezione di capitale pubblico pari a 328,05 miliardi di euro; la più grande banca scozzese, la *Royal Bank of Scotland*, che fu costretta a chiedere al governo un aiuto straordinario di 417,72 miliardi di euro; la *Bradford&Bingley*, che ne ottenne 42,7. Altre grandi banche piene di titoli tossici furono la francese *Bnp Paribas*, che ottenne dal governo un aiuto di 7,7 miliardi di euro, la tedesca *Hypo Real Estate*, 166,3 miliardi, l'olandese *Ing*, 31,6 miliardi, la svizzera *Ubs*, 4,6 miliardi, e le belghe *Dexia* (168,5) e *Fortis* (81,5).

Una parte di questi aiuti finanziari furono a poco a poco restituiti, come è indicato nella tavola 4, che riporta anche l'aiuto pubblico erogato all'inizio della Grande Crisi (ultimi mesi del 2008). In questa tavola è da notarsi come gli aiuti più alti, in termini di percentuale sul Pil 2008, furono concessi dai paesi il cui sistema bancario aveva già da tempo iniziato a scricchiolare: il Regno Unito (il 50,04% del Pil '08), a causa della *Northern Rock*, del *Lloyds Banking Group* e della *Royal Bank of Scotland*; l'Irlanda (il 58,55% del Pil '08), a causa di tutte le sue banche più importanti; il Lussemburgo (il 18,97%), per *Fortis*; i Paesi Bassi (il 24,07%) per *Ing* e ancora *Fortis*; il Belgio (il 41,15%), per *Fortis* e *Dexia*; la Germania (il 16,88%) per *Hypo Real Estate*. Aiuti e restituzioni possono essere confrontati con quelli degli Stati Uniti, che furono di 1981 e 525 miliardi di euro, rispettivamente.

È anche da notarsi come i paesi che sarebbero stati afflitti negli anni 2010 e 2011 da grossi problemi di debito sovrano, il Portogallo, l'Italia, la Grecia e la Spagna, ebbero bisogno di dare alle banche un aiuto iniziale molto scarso.

Questo fu generalmente aumentato in tutti i paesi, in certi casi anche in modo consistente. Nella tavola 5 è riportato il dettaglio dell'aiuto finanziario dei governi di alcuni paesi europei alle banche, in percentuale del Pil 2008, dall'ottobre del 2008 all'aprile dell'anno dopo. Vi si nota come l'aiuto dell'Italia abbia continuato ad essere molto limitato rispetto a quello degli altri grandi paesi.

Paese	Aiuto erogato		Aiuto restituito	Paese	Aiuto erogato		Aiuto restituito
		in % del PIL				in % del PIL	
Austria	27,6	9,75	0,4	Islanda	0,8	8,00	0,0
Belgio	142,4	41,15	31,9	Italia	4,1	0,26	1,4
Danimarca	33,0	14,04	0,0	Lussemb.	7,4	18,97	1,6
Francia	85,1	4,40	28,4	Paesi Bassi	143,0	24,07	46,9
Germania	417,5	16,88	134,9	Portogallo	6,2	3,60	0,0
Grecia	3,4	1,42	0,5	Regno U.	901,3	50,04	347,1
Irlanda	105,4	58,55	0,0	Spagna	25,7	2,36	0,0

Fonte: R&S Mediobanca

Tavola 4 - Aiuti finanziari erogati, in miliardi di euro ed in % del Pil 2008, all'inizio della Grande Crisi, anche sotto forma di garanzie, per salvare le banche da parte dei governi di alcuni paesi europei; ed ammontari restituiti.

### Dalla crisi finanziaria a quella economica

Anche in Europa si bloccò il mercato monetario interbancario e si contrasse notevolmente il flusso di prestiti al sistema produttivo. Il quale non soltanto ebbe a soffrire di una restrizione creditizia ma si trovò di fronte ad una domanda nettamente calante di beni sia di consumo che di investimento. Ad esempio, nell'ultimo trimestre del 2008 le esportazioni dell'intera Eurozona diminuirono del 26%.

Fino al 2008 negli Stati Uniti consumi ed investimenti erano basati sul credito, sulla ricchezza, e sui mercati dei capitali. Ma il credito si era arrestato, come si è visto, la ricchezza ridimensionata a causa della diffusione dei titoli tossici, e i mercati dei capitali inariditi. In Europa il trasferimento della crisi dal mondo finanziario a quello reale fu un poco diverso, in quanto il credito al consumo era minore che negli Stati Uniti, e le aziende preferivano indebitarsi con le banche piuttosto che ricorrere ai mercati dei capitali.

Paese	Iniezione di capitali	Acquisto di attività e prestiti del Tesoro	Garanzie dello Stato	Finanziamenti dello Stato	Totale
Italia	1,3	0,0	0,0	1,3	2,6
Germania	3,8	0,4	18,0	3,7	26,6
Francia	1,2	1,3	16,4	1,5	20,4
Spagna	0,0	4,6	18,3	4,6	27,5
Regno Unito	3,9	13,8	51,2	20,2	89,1
Svezia	2,1	5,3	47,3	5,8	60,5
Grecia	2,1	3,3	6,2	5,4	17,0

Fonte: Elaborazioni dell'Autore.

Tavola 5 – Dettaglio dell'aiuto finanziario dei governi alle banche, incluse le garanzie, in percentuale del Pil del 2008, dal 10/08 al 4/09 in alcuni Stati europei.

Ma il risultato fu lo stesso. Anche nel Vecchio continente la diminuzione della ricchezza finanziaria, l'aumento dei risparmi da parte delle famiglie che vedevano un futuro incerto, le difficoltà nell'ottenere credito ridussero la domanda aggregata. E la riduzione della domanda, interna ed estera, portò ad un'ulteriore contrazione della produzione, che si ripercosse ulteriormente sulla domanda. Un circolo vizioso.

L'impatto della Grande Crisi sull'attività economica europea emerge chiaramente dalle figure 1 e 2: tra il primo e il secondo trimestre del 2009 si raggiunse il minimo del prodotto nazionale lordo, dal quale si riprese velocemente (in meno di un anno) la Germania. Questa continuò a crescere per tutto il 2010, mostrando un appannamento soltanto nel secondo trimestre 2011; il suo tasso di disoccupazione, scalfito appena dalla recessione, è stato in continua discesa dal terzo trimestre del 2009 (al 7,90%, fino al 6,00% del secondo trimestre 2011) in poi.

Tra i quattro grandi paesi dell'Unione europea l'Italia è quello che ha sofferto maggiormente per la Grande Crisi, e dal basso livello raggiunto stenta a risollevarsi: la figura 1 ne illustra la pessima situazione. Il suo tasso di disoccupazione ha raggiunto il massimo nel secondo trimestre del 2010 (8,60%) e da quel valore è nei mesi successivi disceso molto lentamente.

Scoppiata la crisi, intervennero anche in Europa i governi e le Banche centrali: la Banca centrale europea (Bce) nell'Eurozona, la Banca d'Inghilterra nel Regno Unito, la *Riksbank* in Svezia, e le altre, come prestatori di ultima istanza. Fin dagli ultimi mesi del 2008 queste allentarono la politica monetaria, mentre dal lato della produzione reale iniziarono a funzionare gli stabilizzatori automatici.

La Grande Crisi ebbe effetti differenti sui paesi europei a seguito delle caratteristiche diverse del loro sviluppo socio-economico; la Tavola 6 ne espone una tassonomia.

In Irlanda e nel Regno Unito si era sviluppata una bolla immobiliare simile a quella degli Stati Uniti, ma concentrata soprattutto nelle città più grandi. In Spagna, in particolare sulle coste. Lo scoppio delle bolle ebbe andamento e con-

seguenze del tutto analoghi a quelli statunitensi, sia sui mutuatari che sulle banche che avevano fornito i mutui. Tanto in Irlanda quanto nel Regno Unito la crisi fu aggravata dal fatto che molte loro banche d'interesse nazionale non soltanto avevano prestato denaro alle colleghe d'oltreoceano ma avevano impacchettato esse stesse titoli rivelatisi tossici, aggravando questa operazione con un alto effetto leva.

CARATTERE	PAESE
Scoppio della bolla immobiliare interna	Paesi baltici, Irlanda, Spagna, Regno Unito
Problemi finanziari interni (alto leverage)	Islanda, Irlanda, Regno Unito
Politica fiscale troppo espansiva	Grecia, Ungheria
Shock delle ragioni di scambio	Russia, Ucraina

Tavola 6 - Tassonomia dei motivi di crisi per alcuni paesi europei, peculiari del loro sviluppo socio-economico.

Il Regno Unito fu costretto a rimpicciolire il proprio sistema finanziario e, avendo in precedenza smantellato quasi completamente quello produttivo, entrò in una situazione di contrazione economica che, come mostrato dalla figura 1, fu nell'Europa dei grandi paesi migliore soltanto di quella italiana.

In Irlanda le banche, collassate, furono salvate dal governo centrale che se ne accollò i debiti, garantendo nel contempo i depositi dei cittadini. Il debito privato, in altre parole, fu trasformato in debito pubblico, cosa che portò il paese, come vedremo, sull'orlo del fallimento.

### **Gli effetti della crisi sull'Europa: la finanza pubblica**

Per le finanze pubbliche di molti paesi europei la Grande Crisi fu devastante. La disoccupazione crescente impattò sulla spesa sotto varie forme: sussidi di disoccupazione, cassa integrazione guadagni (ad esempio in Italia), meccanismi legislativi di integrazione dei salari (in Germania), e altre ancora. Contemporaneamente, diversi Stati dovettero intervenire sul sistema del credito finanziandolo direttamente o acquistando suoi attivi, come esemplificato nella tavola 10. Se a queste manovre di aumento della spesa pubblica si aggiunge il fatto che negli stessi paesi dopo la Grande Crisi la produzione diminuì nettamente, si comprende come il rapporto debito pubblico/Pil nominale abbia raggiunto vette impensabili dai redattori dei trattati di Dublino ed Amsterdam. Nella tavola 7 sono riportati i valori del rapporto per gli anni dal 2007 al 2010 per i maggiori paesi europei e per quelli periferici.

Dai dati della tavola si nota che l'aumento del rapporto dal 2007 al 2008 fu

## La Grande Crisi e i suoi effetti sull'Europa

relativamente piccolo per tutti i paesi considerati fuorché per il Regno Unito, dove crebbe del 23,4% perché questo paese risentì per primo in Europa della Grande Crisi.

Ma nel 2009 la recessione si diffuse in tutti i principali paesi europei, che aumentarono considerevolmente il proprio rapporto debito/Pil, con la spesa che cresceva e la produzione che diminuiva (figura 1). Il debito pubblico fu finanziato con l'emissione di titoli di Stato, come negli anni precedenti, e come indicato per i componenti dell'Eurozona nella tavola 8, che riporta i valori complessivi, nell'anno, delle loro emissioni dal 2004 al 2009.

	Anni			
	2007	2008	2009	2010
EU 27	59,0	62,5	74,7	80,2
Eurozona	66,3	70,1	79,8	85,4
Germania	65,2	66,7	74,4	83,2
Irlanda	24,9	44,3	65,2	94,9
Grecia	107,4	113,0	129,3	144,9
Spagna	36,2	40,1	53,8	61,0
Francia	64,2	68,2	79,0	82,3
Italia	103,1	105,8	115,5	118,4
Portogallo	68,3	71,6	83,0	93,3
Regno Unito	44,4	54,8	69,6	79,9

Fonte: Eurostat

Tavola 7 – Valori del rapporto debito pubblico/Pil nominale per l'Unione europea, l'Eurozona, i maggiori paesi dell'Europa e i suoi periferici; anni dal 2007 al 2010.

L'emissione totale di titoli era rimasta relativamente costante negli anni dal 2004 al 2007 e cominciò a crescere soltanto nel 2008. Ma fu nel 2009 che esplose, a seguito del propagarsi della crisi, crescendo del 39,1% rispetto all'anno precedente; la maggior parte di questi titoli fu emessa dall'Italia (25,7%), seguita dalla Francia (19,1%), la Germania (16,9%) e la Spagna (11,8%). Nello stesso anno aumentò considerevolmente anche l'emissione di obbligazioni da parte degli istituti di credito e delle altre società di capitale, fortemente colpite dalla diminuzione della domanda: complessivamente essa, che si era mantenuta intorno ai 140-150 miliardi di euro negli anni precedenti, balzò nel 2009 a 299 miliardi, con un aumento del 119,8% rispetto al 2008. I titoli furono facilmente assorbiti dal mercato, banche, fondi d'investimento ed assicurazioni, con una domanda che superò abbondantemente l'offerta.

Anni					
2004	2005	2006	2007	2008	2009
591	591	590	577	670	932

Tavola 8 – Totale annuo dei valori, in miliardi di euro, dei titoli di Stato

emessi dai paesi dell'Eurozona dal 2004 al 2009.

In effetti le operazioni di *carry-trade* fatte dai grandi istituti di credito internazionali riguardarono anche i titoli che venivano emessi in Europa, e in particolare nell'Eurozona. Essi si rifornivano di liquidità dalla Bce e dalla *Federal Reserve* a tassi compresi tra lo zero e l'uno per cento, e la investivano comprando in Europa titoli di Stato, bancari e societari, che rendevano tra il due e il sei per cento l'anno. In particolare compravano titoli di paesi periferici (tavola 9) poiché questi offrivano rendimenti più alti.

Il loro *modus operandi*, specialmente in relazione al possesso di buoni di Stato, era contemporaneamente proficuo e prudente. Perché fosse proficuo è detto sopra: acquistavano liquidità a prezzi bassi e la rivendevano ad un prezzo salato. Perché fosse prudente basta ricordare che per quasi tutto il 2009 i titoli di Stati europei sovrani erano considerati pressoché privi di rischio e che le norme internazionali che vincolavano il capitale delle banche e che vanno sotto il nome di Basilea II non prevedevano accantonamenti di capitale relativamente al possesso di titoli di Stato.

	Titoli			Totale	
	di Stato	bancari	societari		in % del PIL
Portogallo	95	184	54	333	205
Irlanda	74	652	603	1329	809
Italia	777	594	333	1704	111
Grecia	202	111	25	338	142
Spagna	270	770	455	1495	142
<b>Totale</b>	<b>1418</b>	<b>2311</b>	<b>1440</b>	<b>5199</b>	

Fonte: Royal Bank of Scotland

Tavola 9 – Ammontare di titoli di Stato, bancari e societari, in miliardi di euro, dei paesi europei periferici posseduti alla fine del 2009 da istituzioni finanziarie internazionali.

## La crisi del debito sovrano

Nel frattempo, tuttavia, alcune nubi avevano cominciato a profilarsi all'orizzonte. Il 19 ottobre 2009 il governo greco di George Papandreou, uscito vittorioso dalle elezioni politiche anticipate, annunciava che la situazione dei conti pubblici del paese era molto peggiore di quella dichiarata dal precedente esecutivo; due mesi dopo una delle tre grandi agenzie di valutazione, *Standard&Poor's*, tagliava il *rating* del debito greco stabilendo il principio che anche quello di uno Stato sovrano poteva essere rischioso. In seguito a questo taglio la Grecia ebbe difficoltà sempre maggiori a rifinanziare il debito in quanto nuovi titoli di Stato



potevano essere venduti soltanto a tassi esorbitanti e così il 2 maggio 2010 fu costretta ad accettare il piano di salvataggio del Fondo monetario internazionale e dei paesi dell'Eurozona: 110 miliardi di euro in tre anni, dati per un terzo dal primo e per i restanti due terzi, con prestiti bilaterali, dai secondi, condizionati ad un severo piano di tagli alla spesa<sup>47</sup>.

Dopo la Grecia, fu la volta dell'Irlanda a non essere più in grado di ripagare i titoli di debito pubblico in scadenza. Ma mentre la Grecia lo aveva gonfiato a causa di aumenti sconsiderati di spesa pubblica, facendolo crescere del 34,9% in quattro anni, dal 107,4% del Pil al 144,9%, come si vede nella tavola 15, l'Irlanda lo aveva aumentato per il sostegno finanziario dato alle sue banche, disastrose a seguito dello scoppio della bolla immobiliare e delle altre sofferenze del debito privato (riportato nella tavola 10). Il debito pubblico crebbe in quattro anni dal 24,9% del Pil fino al 94,9% nel 2010, valore di per sé non eccessivamente alto per i canoni dei primi anni duemila, ma ormai considerato rischioso e di difficile rifinanziamento a causa dei tassi di interesse diventati alti per il rischio. Così anche l'Irlanda dovette chiedere un prestito di 85 miliardi di euro al Fondo monetario internazionale e all'Unione europea, da ripagarsi anch'esso in tre anni; le fu accordato nel novembre 2010, pur'esso condizionato a severissimi tagli alla spesa pubblica.

Copione analogo per il Portogallo, contagiato dalle crisi del debito greco ed irlandese, e ormai ritenuto dai mercati non più in grado di ripagare i propri titoli: anche lui chiese, ed ottenne, un prestito di 78 miliardi di euro da Fondo monetario internazionale e Unione europea.

Il meccanismo della crisi del debito sovrano era chiaro. Se prima del 2010 questo era considerato privo di rischio per ogni Stato europeo, la situazione fiscale greca alla fine del 2009 aveva fatto sorgere i primi dubbi tra i valutatori (le agenzie di *rating*) e gli investitori finanziari internazionali, pieni di titoli di Stato che erano stati emessi a tassi di interesse remunerativi per loro e nel contempo accettabilmente bassi per gli Stati indebitati. Questi investitori, impauriti per il rischio che aveva iniziato a salire, cominciarono a vendere i titoli che possedevano nel mercato secondario<sup>48</sup>. Offerti in quantità sempre maggiori, tuttavia, questi buoni diminuivano di prezzo facendone contemporaneamente aumentare il rendimento. Così gli Stati che dovevano rifinanziare il debito emettendo nuovi titoli erano costretti a farlo a tassi di interesse molto alti per poter trovare compratori. Essendo quest'altezza considerata alla fine insostenibile, dovettero

<sup>47</sup> Nel luglio 2011 i governanti dell'Eurozona si accordarono per un secondo piano di aiuti finanziari alla Grecia per un ammontare di 109 miliardi di euro, che diventarono 130 il 27 ottobre 2011.

<sup>48</sup> Il mercato aperto ogni giorno con continuità per la compravendita tra possessori di titoli di varia maturità, e non soltanto nei momenti dell'emissione.

chi  
all'

e e

Paese	Debito del settore privato (a)	Debito del settore pubblico (b)	Debito nazionale lordo (a+b)
Austria	253,1	69,5	322,5
Belgio	297,4	95,9	393,3
Danimarca	505,4	41,8	547,2
Finlandia	286,1	43,3	329,4
Francia	274,1	79,0	353,1
Germania	217,0	74,4	291,4
Grecia	130,9	129,3	260,2
Irlanda	888,1	65,2	953,3
Italia	221,1	115,5	336,6
Paesi Bassi	616,4	60,8	677,2
Portogallo	373,3	83,0	456,3
Regno Unito	462,6	69,6	532,2
Spagna	318,0	53,8	371,8
Svezia	360,6	42,7	403,3

Fonte: Basi di dati Oecd ed Eurostat

Tavola 10 – Debiti dei settori privato e pubblico nei principali paesi europei per l'anno 2009, in percentuale del rispettivo Pil.

Il debito pubblico di Grecia, Irlanda e Portogallo aumentò ulteriormente nel 2010, come si vede nella tavola 7, e il rendimento dei relativi titoli raggiunse vette stratosferiche: quelli a due anni rendevano nell'aprile 2011 oltre il 23% annuo per la Grecia e più del 12% per l'Irlanda e il Portogallo. A questo punto il contagio si diffuse anche agli altri paesi della periferia europea, l'Italia e la Spagna, avendo la prima un alto debito pubblico e la seconda un elevato debito immobiliare non più garantito. Era tuttavia molto difficile costruire un piano di salvataggio di dimensioni sufficienti a salvare questi due paesi per cui fu attuata l'unica altra opzione possibile per contenere il contagio: l'acquisto dei loro titoli da parte della Bce. In questo modo gli istituti di credito internazionali che volevano disfarsi di titoli italiani e spagnoli lo potevano fare (pagando un grosso scotto perché nel mercato secondario il loro valore si era notevolmente decurtato rispetto a quello di acquisto), senza far alzare troppo il loro rendimento in quanto essi venivano ricomperati dalla Bce.

La comunità finanziaria internazionale si è sempre concentrata sul debito pubblico e sui paesi con esso indebitati, la Grecia, l'Italia, il Belgio e il Portogallo, trascurando, forse volutamente, quello privato. In casi particolari (l'Irlanda) questo si è trasferito sul debito pubblico, attirando gli anatemi internazionali, ma è da rimarcare il fatto che, come si vede nella tavola 10, nei paesi europei non vincolati all'euro, Regno Unito, Danimarca e Svezia, esso raggiunge livelli sconosciuti ai paesi dell'Eurozona, salvo i Paesi Bassi, forse contagiati dai vicini nordici.

Per avere un'idea della situazione finanziaria del settore bancario europeo a metà del 2011 sono riportati nella tavola 11 gli ammontari di titoli di Stato dei paesi periferici posseduti dalle venti maggiori istituzioni bancarie d'Europa. Vi si può osservare che le banche italiane posseggono titoli quasi esclusivamente italiani, che quelle spagnole ne hanno prevalentemente di spagnoli ma anche di portoghesi ed italiani, e che le banche francesi posseggono il 20% dei titoli di Stato dell'Italia.

Ma la vendita di questi titoli nel mercato secondario, se da una parte alleggeriva le banche del rischio complessivo, dall'altra comprometteva i loro bilanci poiché la vendita avveniva in forte perdita. Non soltanto. Esse usavano garantirsi del collasso dei paesi periferici acquistando assicurazioni sui loro titoli di Stato, i *Credit default swap*, aggiungendo questi costi alle perdite dovute alla vendita. Chiesero così direttamente un aiuto alla Bce, che le poteva rifornire di liquidità in f

Banche per Paese di stabilimento	Titoli di Stato di					
	Portogallo	Irlanda	Italia	Greca	Spagna	Totale
Regno Unito	1,67	0,86	12,46	1,93	5,69	22,61
Francia	4,60	2,61	36,27	7,20	6,44	57,12
Paesi Bassi	2,66	0,49	18,43	4,41	3,14	29,13
Germania	1,05	0,30	9,70	3,35	3,97	18,37
Italia	0,10	0,24	103,14	0,90	2,83	107,21
Spagna	4,28	0,00	4,16	0,30	95,26	104,00
<b>Totale</b>	<b>14,36</b>	<b>4,50</b>	<b>184,16</b>	<b>18,09</b>	<b>117,33</b>	<b>338,44</b>

Fonte: R&S Mediobanca

Tavola 11 – Ammontari, in miliardi di euro, dei titoli di Stato dei paesi periferici posseduti a metà del 2011 dalle 20 più importanti istituzioni bancarie stabilite in Europa.

## L'Efsf e gli altri organismi sovranazionali contro le crisi finanziarie

### *Fsb*

I paesi del G20, si sono riuniti più volte negli ultimi anni per cercare rimedi alla crisi finanziaria. Essi costituirono nel 2009 un organismo chiamato *Financial stability board (Fsb)* con il compito di monitorare il sistema finanziario mondiale e di tentare di ridurre il rischio di far precipitare il mondo in altre grandi crisi. Il *Fsb* prendeva il posto del precedente *Financial stability forum*, nato nel 1999 con l'obiettivo di contrastare l'instabilità finanziaria. A presiedere dal 2006 quest'organismo, e dal 2009 il *Fsb*, fu chiamato Mario Draghi, che fino al 2005 era stato vicepresidente della banca d'affari *Goldman Sachs*.

Il *Fsb* ha fatto molti annunci di interventi di monitoraggio e regolamentazione del sistema finanziario mondiale ma non sembra che poi li abbia attuati in

maniera fattiva. In particolare ha annunciato di volersi occupare del sistema di banche ombra, che secondo uno studio della *Federal Reserve* aveva intermediato nel 2008, prima della Grande Crisi, un volume di crediti di circa 20 trilioni di dollari contro l'altro di 11 trilioni transitato nel sistema bancario regolamentato<sup>49</sup>.

Nell'ottobre 2011 un altro annuncio da parte del *Fsb*: esso si sarebbe avviato a presentare una lista di 40 istituti di credito internazionali di 'interesse sistemico', cioè di banche molto grandi che non possono fallire, pena un effetto a catena devastante per l'intero sistema finanziario mondiale. Questi istituti, denominati *Systematically important financial institutions (Sifi)* dovrebbero rafforzare i propri requisiti patrimoniali a partire dal 2013.

### *Bcbs*

Nel settembre 2011 è stato approvato da parte di un altro organismo internazionale, il *Comitato di Basilea per la supervisione bancaria* (il *Bcbs*), un accordo che obbliga le banche a rafforzare i requisiti patrimoniali minimi a fronte delle loro attività. È un accordo che va sotto il nome di Basilea III e supera quelli precedenti sulla patrimonializzazione bancaria (Basilea I e II), che avevano consentito alle banche di possedere un volume di titoli di Stato slegato dal loro capitale.

Il nuovo accordo riguarda il livello massimo accettabile per la leva finanziaria, ancora numericamente non determinato, e alcuni coefficienti patrimoniali minimi. Tra questi i più rilevanti riguardano due tipi di capitale proprio: il *Tier 1 capital* (primario) e il *Tier 2 capital* (secondario); il primo consiste nella quota più solida e facilmente disponibile del patrimonio della banca in base alla definizione della disciplina di vigilanza, e il secondo è formato dalle riserve di rivalutazione, dagli strumenti ibridi di patrimonializzazione e dalle passività subordinate nette.

In realtà gli standard minimi di patrimonio oggetto dell'accordo, che avranno valore soltanto a partire dal 2013 o dal 2014, erano largamente superati dalla banca d'affari *Lehman Brothers*, fallita nel 2008, dalla banca elvetica *Ubs*, salvata dal governo con un'iniezione di 6 milioni di franchi svizzeri, dalla *Royal Bank of Scotland*, che dovette essere nazionalizzata nel novembre 2008 e da *Dexia*, salvata dallo Stato belga.

Viene allora il dubbio che i poteri finanziari forti abbiano vinto ancora una volta, accettando una regolamentazione (Basilea III) che potrebbe comportare una maggiore restrizione del credito alle imprese, alle famiglie e agli stessi Stati sovrani. Ma certamente non una diminuzione dei loro utili.

### *Efsf*

<sup>49</sup> Nel 2011, sempre secondo lo studio della *Federal Reserve*, le due cifre si sono cambiate in meglio, probabilmente a causa dell'impatto dei titoli tossici: intermediazione del sistema bancario ombra pari a 16 trilioni di dollari e quello del sistema bancario regolamentato pari a 13 trilioni.

<sup>50</sup> Che si aggiunge all'*European financial stabilization mechanism*, strumento della Commissione europea per l'aiuto finanziario rivolto a paesi dell'Unione minacciati da crisi economiche eccezionali. Il fondo, con dotazione di 60 miliardi di euro, è stato utilizzato per aiutare la Lettonia, la Romania, l'Ungheria, l'Irlanda e il Portogallo.

A livello europeo è stato costituito nel maggio 2010 un apposito fondo, l'*European Financial Stability Facility (Efsf)*<sup>50</sup>, con una dotazione di 440 miliardi di euro e l'obiettivo di mantenere la stabilità finanziaria in Europa fornendo assistenza agli Stati dell'Eurozona in difficoltà. È interessante notare che esso potrà finanziare la ricapitalizzazione delle banche a seguito dell'entrata in vigore di Basilea III e comprare titoli di Stato nel mercato secondario, una volta che queste riforme agli strumenti iniziali saranno ratificate dai 17 membri dell'Eurozona.

L'*Efsf* si finanzia con l'emissione di obbligazioni garantite dai componenti l'Eurozona, ha sede a Lussemburgo e la sua gestione di tesoreria è effettuata dalla Banca europea degli investimenti. Esso è uno strumento ponte, nel senso che nel 2013 sarà sostituito dall'*European stability mechanism*, con un ruolo di maggiore rilevanza assegnato agli investitori privati negli interventi di salvataggio finanziario.

Della dotazione dell'*Efsf* una parte pari a 142 miliardi di euro è stata già impiegata per il salvataggio di Grecia, Irlanda e Portogallo. In effetti la dotazione complessiva è molto limitata se la si deve pensare come garante della stabilità finanziaria dell'Eurozona, rispetto alle possibili esigenze di salvataggio di Stati in bilico come la Spagna e l'Italia.

Ci sono diverse ipotesi allo studio per un rafforzamento dell'*Efsf*: una prima, più rigorista e privilegiata dalla Germania, consiste in un aumento limitato della dotazione; il rafforzamento finanziario dei Paesi dell'Eurozona avverrebbe internamente, con le banche che dovrebbero ricapitalizzarsi trovando le risorse sul mercato. Una seconda ipotesi, fatta propria dalla Francia ma avversata dalla Germania, prevede che la capacità di intervento dell'*Efsf* debba essere aumentata con l'uso della leva finanziaria e che lo stesso fondo si trasformi in una banca che possa rifornirsi di liquidità presso la Bce. Una terza ipotesi, auspicata da Spagna e Italia, propone di elevare la dotazione dell'*Efsf* a 3000 miliardi di euro; i titoli di debito dei vari Stati verrebbero sostituiti con titoli europei, i cosiddetti *Eurobond*, che finanzierebbero essenzialmente gli Stati grandi debitori (nella sostanza quelli periferici) ma con garanzie fornite da tutti i membri dell'Eurozona. Di qui l'opposizione della Germania.

### *Vigilanza europea*

Al fine di tenere sotto controllo l'attività degli istituti di credito, nel settembre 2010 l'Europarlamento ha approvato la riforma del sistema europeo di monitoraggio delle banche rendendo operative quattro nuove agenzie<sup>51</sup> di vigilanza: una per le banche (*Eba*) con sede a Londra, una per i mercati finanziari (*Esma*) con sede a Parigi e una per le assicurazioni e le pensioni (*Eiopa*) con sede a

<sup>51</sup> Le nuove agenzie hanno il potere di verificare la compatibilità delle decisioni nazionali con la normativa europea, di mediare nelle vertenze tra i supervisor nazionali e di emettere decisioni vincolanti nel caso di disaccordo. Hanno il potere di controllare l'operato di istituzioni e prodotti finanziari, valutandone l'impatto sui mercati. Ad esempio, questo riguarda le vendite allo scoperto e i *Cds*. *Eba* = *European banking authority*; *Esma* = *European securities and markets authority*; *Eiopa* = *European insurance and occupational pensions authority*; *Esr* = *European systemic risk board*.

Francoforte. Qui risiederà anche il Comitato per i rischi sistemici (*Esrp*), guidato dal presidente della Bce.

### Qualche conclusione

Da questa disamina complessiva, proprio perché analizza in modo globale la Grande Crisi, con le sue pulsioni e le sue conseguenze, risultano chiari alcuni punti di conclusione.

Primo. I poteri finanziari forti hanno assunto nell'economia del mondo un ruolo egemone, che permette loro di condizionare senza difficoltà il processo decisionale pubblico che in qualche modo li vuole limitare (l'amministrazione politica negli Stati Uniti; la regolamentazione di Basilea III;...) per favorire la crescita economica. I loro mezzi sono quelli tradizionali: il denaro e l'inserimento di propri uomini ai vertici delle istituzioni pubbliche nazionali e sovranazionali.

Secondo. Certamente il sistema finanziario crollato negli anni 2007-2008 è stato in parte funzionale alla crescita socio-economica del mondo, e quindi è necessario che i grandi paesi intervengano per fargli superare la crisi. Ma quella parte quale è? E quanto vale? È molto difficile rispondere a queste domande, ma il mondo ha cominciato a sforzarsi per cercar risposte<sup>52</sup>.

Terzo. La disuguaglianza, intesa sia in termini puramente economico-monetari sia in modo più generale, di sviluppo umano, non è più accettabile.

Quarto. Il debito pubblico va ripagato. In passato i governi dei paesi più indebitati potevano aumentare la spesa pubblica senza eccessivi patemi poiché il rischio sovrano era valutato nullo. Ora non più. Una parte del debito dovrà gio-coforza essere cancellata, con forti perdite per i possessori dei titoli di Stato relativi. La parte restante dovrà essere riassorbita nei prossimi venti o trenta anni con un avanzo di bilancio costante che sarà duro mantenere.

Quinto. Occorre che in Europa, e in particolare nell'Eurozona, i paesi rifiutino la stagnazione economica e ricomincino a crescere in maniera sostenuta. All'euro, alla fine del millennio passato, era stata data una struttura che doveva garantire crescita e stabilità ai paesi che l'adottavano. Ma sono aumentate, invece, sia la disparità economica che l'instabilità finanziaria.

Due capisaldi sembrano irrinunciabili. Il primo, che l'euro sia la valuta dell'Europa unita. Il secondo, che vengano introdotte a livello europeo non solo misure atte a salvaguardare la stabilità finanziaria dell'Eurozona, ma anche misure consone alle esigenze di crescita dei paesi membri più deboli<sup>53</sup>.

<sup>52</sup> Il quesito è stato ad esempio dibattuto da un gruppo di studiosi anglosassoni che hanno raccolto le loro conclusioni in un rapporto della *London School of Economics and Political Science, The future of finance: the Lse Report*, 2010. Lo studio è ponderoso ma le conclusioni non sono dirimenti.

<sup>53</sup> Si veda Francesco Carlucci, *L'Italia in ristagno*, Milano, Franco Angeli editore, 2008.