Guido Alfani
Franco Amatori
Andrea Colli
Silvia A. Conca Messina
Gianluca Podestà
Marina Romani
Luciano Segreto

IL MONDO GLOBALE

Una storia economica

a cura di Franco Amatori e Andrea Colli

IUSTITIAM COLIMUS
G. Giappichelli Editore

© Copyright 2017 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100
http://www.giappichelli.it

ISBN/EAN 978-88-921-0759-5

Editing: Cinzia Martignone.

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

23.

Una crisi diversa?

23.1. Alle origini della crisi finanziaria

La crisi iniziata nel 2007 con le prime difficoltà nel mercato immobiliare americano, poi propagatasi a alcuni paesi europei, prima di diventare una vera e propria crisi globale, sta marcando in profondità il processo di globalizzazione. Stanno emergendo scenari che parevano inimmaginabili nelle gerarchie economico-finanziarie e sociali a livello internazionale. Nata come crisi dei *subprime*, all'apparenza cioè limitata al mercato dei mutui ipotecari statunitensi, concessi con eccessiva liberalità e leggerezza nei confronti di chi non aveva redditi sufficienti per garantire il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale in caso di aumento dei tassi di interesse, a poco a poco ha permesso di scoprire l'ampiezza che aveva preso il processo di finanziarizzazione dell'economia mondiale.

In effetti, prima di entrare nei complicati meccanismi che portarono alla crisi e alle diverse sue tappe negli anni successivi, occorre considerare le profonde trasformazioni cui era andato incontro il sistema finanziario internazionale tra la seconda metà degli anni Settanta e i primi anni Ottanta. La massa di capitali in circolazione a partire dal 1973-1974, a seguito degli aumenti dei prezzi petroliferi, ha progressivamente generato dei mutamenti che hanno avuto impatti sia nel breve che nel medio-lungo periodo. La prima fase della globalizzazione dei mercati finanziari può essere vista nell'intreccio del mercato degli eurodollari (che aveva alle spalle ormai una quindicina d'anni) con quello dei petrodollari e nel loro massiccio utilizzo per finanziare le economie dei paesi in via di sviluppo, un obiettivo rivelatosi poi all'origine di forti crisi debitorie internazionali nei primi anni Ottanta e di nuovo dieci anni più tardi. È l'effetto moltiplicatore di due masse enormi di capitali che, una volta unite, produce risultati misurabili in termini geometrici e non matematici. Il sistema finanziario internazionale ha dovuto adattarsi a questa crescente massa di risorse, adeguando di continuo le sue capacità produttive all'offerta di denaro: in altre parole ha dovuto innovarsi, inventando di

continuo nuovi strumenti finanziari per allocare queste ingenti masse di denaro [1].

Nel 1980 il valore complessivo degli *assets* finanziari (includendo in questa cifra i depositi bancari, il debito pubblico, i titoli del debito privato e i titoli azionari) era pari a 12 trilioni di dollari, mentre nel 2007 aveva raggiunto i 196 trilioni. Il rapporto tra questi *assets* e il Pil mondiale era quasi pari al 150% nel 1980, mentre nel 2007 era salito al 351 %. All'interno di questo quadro però molte cose stavano cambiando: questa massa di risorse finanziarie si era progressivamente spostata dai depositi bancari (calati dal 45% al 29% del totale) verso gli investitori istituzionali. Le due voci salite maggiormente erano i titoli azionari (dal 23% al 29%) e soprattutto il debito privato (dal 14% al 25%). Negli anni successivi la crescita continuò a ritmi molto sostenuti. Nel 2007 il valore complessivo degli *assets* aveva superato di poco i 206 trilioni di dollari, una cifra pari al 351% del Pil mondiale.

I segnali preoccupanti erano dunque molti. A dicembre del 2006, nelle consuete previsioni per l'anno successivo *The Economist*, lasciando da parte i toni solitamente più pacati, aveva un po' trionfalmente scritto: "Market capitalism, the engine that runs most of the world economy, seems to be doing its job well" [2]. A metà febbraio del 2007, il capo della Federal Reserve, Ben Bernake, aveva presentato al Congresso uno scenario relativamente roseo: l'economia americana stava andando bene, crescendo a un tasso più sostenibile (un nuovo "atterraggio morbido", come quello descritto dal suo predecessore alla metà degli anni Novanta) e non c'erano preoccupazioni eccessive per la parte più a rischio del mercato dei mutui, visto che l'extra-debito delle famiglie era ora compensato dal declino dei tassi di interesse a lungo termine [3]. In quelle stesse settimane il Fmi affermava che "i rischi di crisi economica globale (...) sono diminuiti dal settembre del 2006" e che "nel suo insieme l'economia americana sta reggendo bene nonostante il forte calo nel settore immobiliare (...) e ovunque i segnali sono molto incoraggianti" [4].

Se torniamo ora a quanto cominciò a accadere nell'estate del 2007, perché in un certo senso si trattò solo di un lungo inizio, gli addetti ai lavori non erano completamente all'oscuro. I gestori di un *hedge fund* australiano comunicarono a metà di luglio che il fondo stava riducendo il valore dei suoi investimenti come conseguenza delle difficoltà del mercato creditizio americano "a seguito delle preoccupazioni sorte in relazione ai mutui residenziali *subprime*" [5]. Prima della fine di luglio le banche americane cominciarono a risentire della situazione, cedendo di diversi

[1] G. Mellman, *The Vandal's Crown. How Rebel Currency Traders Overthrew the World's Central Banks*, London, 1995; S. Strange, *Mad Money*, Manchester, 1998.

[2] *Happiness (and How to Measure It). Capitalism Can Make a Society Rich and Keep It Free. Don't Ask It To Make You Happy As Well*, in *The Economist*, 19.12.2006.

[3] *Sunshine and Light, Mostly*, in *The Economist*, 15.2.2007.

[4] International Monetary Fund, *World Economic Outlook April 2007. Spillovers and Cycle in Global economy*, Washington, 2007, p. XII.

[5] *Subprime Crisis. The Basis Capital Letter to Investors*, in *Financial Times*, 18.7.2007.

punti a Wall Street[6]. Il 1° agosto il *Financial Times* scrisse: "little debt market bombs are starting to explode on the balance sheets of financial institutions around the world"[7].

Le notizie si infittirono alla metà di agosto. Quello che a prima vista sembrava un problema creditizio venne affrontano con le armi usuali: il 17 agosto la Federal Reserve tagliò il tasso di sconto di un quarto di punto, ammettendo indirettamente che la stretta creditizia poteva mettere in difficoltà l'economia americana. A settembre del 2007 cominciava a serpeggiare l'idea che forse l'economia mondiale aveva raggiunto un punto di svolta: la fase di crescita e stabilità durata una ventina d'anni sembrava alla fine, ma la capacità dell'economia di assorbire gli shock, grazie alla maggiore flessibilità, pareva potere produrre una stabilità permanente. Pareva folle in quel momento pensare di testare questo assunto combinando le turbolenze dei mercati creditizi con la vulnerabilità dei mercati immobiliari. Tuttavia il rischio c'era e era legato all'eccessiva disinvoltura delle innovazioni finanziarie il cui *fall-out* stava avvelenando i mercati del credito a breve, così essenziali per un funzionamento corretto dell'economia[8].

Un anno dopo il panorama era completamente diverso. La crisi era diventata molto più grave: era a rischio l'intero sistema finanziario internazionale. Dopo il fallimento di Fannie Mae e Freddie Mac, due tra i maggiori protagonisti del mercato statunitense dei mutui ipotecari, in settembre fece bancarotta Lehman Brothers, una delle banche d'investimento più prestigiose e più importanti al mondo, mentre Bank of America assorbì Merrill Lynch[9]. Le immagini dei dipendenti, alcuni in lacrime, che lasciavano il grattacielo con le scatole dei loro oggetti personali, divennero uno dei simboli di un mondo che stava improvvisamente scoprendo le sue debolezze più nascoste.

A poco a poco apparvero chiari i motivi più profondi della crisi. L'eccesso di capitali in Asia derivante dal grande surplus commerciale cinese, impiegato dalle autorità di Pechino per comprare i *bond* americani, spinse al ribasso i tassi di interesse nei primi anni Duemila a livello globale. Le banche europee si finanziarono negli Stati Uniti e usarono tali fondi per acquistare titoli insicuri. Nell'insieme tutti questi fattori spinsero verso l'alto un debito in un mondo che pareva essere divenuto meno rischioso[10].

[6] *Banks Burnt by Credit Meltdown*, in *Financial Times*, 27.7.2007.

[7] *Subprime Grenades*, in *Financial Times*, 1.8.2007.

[8] *The Turning Point. Does the Latest Financial Crisis Signal the End of a Golden Age of Stable Growth?*, in *The Economist*, 20.9.2007.

[9] C. Mollenkamp, S. Craig, S. Ng, A. Lucchetti, *Lehman Files for Bankruptcy, Merrill Sold, in AIG Seeks Cash*, 16 settembre 2008; P. Chapman, *The Last of the Imperious Rich. Lehman Brothers, 1844-2008*, London, 2010.

[10] J.E. Stiglitz, *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, 2010.

La follia e l'irresponsabilità avevano spinto a prestare denaro a chi aveva una *poor financial story* (nessun conto in banca, nessuna carta di credito). Tali crediti a rischio vennero passati a ingegneri finanziari nelle grandi banche che li impacchettarono insieme a prodotti finanziari a basso rischio, nella convinzione – errata – che il mercato immobiliare americano si comportasse diversamente tra una città e l'altra. Invece, dal 2006 tutto il paese conobbe una caduta dei prezzi delle case. Questi prodotti furono usati per proteggere altri titoli, i Cdo (*collateralised debt obligations*), cioè dei titoli a reddito fisso tutelati da un portafoglio di obbligazioni, prestiti e altri strumenti, che a loro volta furono tagliati a fette per livelli di esposizione al default. Gli investitori comprarono le *tranches* più sicure perché credettero nella tripla A che le agenzie di *rating* avevano loro assegnato, non sapendo che le banche che li avevano emessi avevano pagato le agenzie per essere generose nelle loro valutazioni del rischio.

Quando il mercato immobiliare americano comincia andare male, una reazione a catena mise in evidenza tutte le fragilità del sistema finanziario. I prodotti dell'ingegneria finanziaria non si rivelarono sufficientemente protetti. Il valore di mutui appoggiati a tali prodotti crollò in alcuni casi fino a zero. I Cdo, considerati sicuri, apparvero privi di valore, nonostante il suggello che avevano ricevuto dalle agenzie. Divenne impossibile venderli a qualsiasi prezzo.

Un altro elemento fondamentale del sistema finanziario internazionale – la fiducia – era venuto meno già un anno prima della fine di Lehman Brothers. Il credito a breve venne interrotto oppure portato a livelli altissimi per scoraggiare il mercato, richiedendo nel contempo il rientro immediato dei crediti a breve. Questa situazione fu alla base delle difficoltà di Northern Rock, una banca britannica specializzata nel credito ipotecario [11]. Bastava la rottura di un piccolo anello per mandare in crisi l'intesa catena debitoria. Strumenti finanziari come i *credit default swaps* (con cui il venditore si impegnava a compensare il compratore in caso di default di terzi), creati per distribuire meglio il rischio, si rivelarono strumenti per concentrarlo ancora di più. Aig, una delle maggiori compagnie d'assicurazione americane, rischiò il fallimento sotto il peso dei numerosi contratti a protezione di rischi creditizi che aveva venduto [12].

23.2. Il salvataggio dei sistemi bancari

Il fallimento per bancarotta di Lehman Brothers (639 miliardi, la cifra più elevata della storia americana) scatenò il panico. Tre giorni prima, il 12 settembre, J.P. Morgan aveva pubblicato le sue previsioni per l'anno successivo che indicavano un'accelerazione del Pil americano nel primo semestre del 2009. Probabilmente

[11] B. Walters, *The Fall of Northern Rock. An Insider's Story of Britain's Biggest Banking Disaster*, London, 2008.

[12] R. Boyd, *Fatal Risk. A Cautionary Tale of Aig's Corporate Suicide*, Hoboken N.J., 2011.

mai una previsione economica si rivelò più sbagliata, come ricordò qualche anno dopo Alan Greenspan [13]. Il 22 settembre Morgan Stanley e Goldman Sachs abbandonarono il loro status di banche d'investimento e si trasformarono in tradizionali banche commerciali che accettano depositi da privati cittadini e da imprese, dando avvio a una profonda trasformazione di Wall Street. Era solo il primo di una serie di avvenimenti che sconvolsero la finanza internazionale e ridefinirono gli equilibri tra i principali attori del sistema. L'operazione venne condotta sotto la supervisione della Federal Reserve [14]. Una settimana più tardi, il 28 settembre, il Congresso approvò il Trouble Asset Relief Programme (Tarp), un piano di salvataggio per il settore bancario di 700 miliardi di dollari, una cifra che secondo qualche autorevole ricostruzione era solo una stima, incontrata come punto intermedio tra la richiesta di 1 trilione di dollari da parte degli ambienti di Wall Street e la prima proposta del segretario al Tesoro Henry Paulson [15].

Era un segnale, questo, che l'intervento pubblico avrebbe inciso in profondità nell'evoluzione della crisi Il giorno dopo il governo inglese nazionalizzò Bradford & Bingley, assumendo gli oltre 50 miliardi di sterline di crediti ipotecari e prestiti e mise a disposizione altri 18 miliardi per consentire a Santander di rilevare duecento filali della banca. Nei giorni successivi il governo irlandese annunciò che avrebbe garantito tutti i depositi nelle banche del paese per due anni. I governi francese, belga e lussemburghese si impegnarono insieme per il salvataggio di Dexia. Il governo tedesco fece la stessa cosa con Hypo Real Estate. Il governo inglese annunciò pochi giorni dopo un pacchetto di intervento di 500 miliardi di sterline, ma a metà ottobre ne mise a disposizione altri 37 solo per ricapitalizzare la Royal Bank of Scotland. In Olanda le autorità intervennero con 10 miliardi di euro per il salvataggio di Ing. Anche il governo svedese fu costretto a muoversi, aprendo una linea di credito di 1,5 trilioni di corone (205 miliardi di euro) per le banche del paese. Ai primi di novembre il governo americano decise di investire 40 miliardi in azioni preferenziali di Aig e altri 45 a copertura dei debiti, stabilendo dunque di non seguire la stessa strada adottata pochi mesi prima per Lehman Brothers. Il peccato era forse lo stesso (400 miliardi in derivati, per la gran parte Cds per proteggere altri investimenti), ma l'impatto di un suo fallimento sarebbe stato maggiore, trascinando con sé quello di ogni istituzione che avesse assicurato il suo rischio di credito [16].

[13] A. Greenspan, *Never Saw It Coming. Why the Financial Crisis Took Economists by Surprise*, in *Foreign Affairs*, 2013.

[14] J. Hilsenrath, D. Paletta, A. Lucchetti, *Goldman, Morgan Scrap Wall Street Model, Become Banks in Bid to Ride Out Crisis. End of Traditional Investment Banking, as Storied Firms Face Closer Supervision and Stringent New Capital Requirements*, in *The Wall Street Journal*, 22.9.2008.

[15] A.R. Sorkin, *Too Big to Fail. The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought To Save the Financial System and Themselves*, London, 2009, pp. 446-448.

[16] H. James, *The Creation and Destruction of Value. The Globalization Cycle*, Harvard, 2009, pp. 114-115.

Nelle settimane e nei mesi successivi la crisi si fece sentire in tutte le borse mondiali e con i primi segni di difficoltà del sistema economico a livello internazionale: il Dow Jones perse circa la metà dei punti, scendendo nei due anni successivi all'estate del 2007 da circa 14.000 a poco più di 7.000 punti, e la stessa cosa accadde con l'indice S&P500. A Londra l'indice borsistico calò tra il settembre del 2007 e il febbraio 2009 da 6500 a 3500 punti (il livello più basso della crisi) [17].

La vittoria di Barack Obama alle elezioni del 4 novembre 2008 fu decisiva per l'esito di molti provvedimenti presi nell'ultima fase della presidenza Bush, ma le novità maggiori vennero nei primissimi mesi dopo il giuramento. Già nella fase di transizione tra le due amministrazioni vennero presi alcuni provvedimenti *bipartisan* che diedero il segnale che un nuovo approccio avrebbe d'ora in avanti dominato la scena. La Fed intervenne a fine novembre acquistando 100 miliardi di obbligazioni di Fannie Mae, Freddie Mac e della Federal Home Loan Bank e 500 miliardi dei loro strumenti finanziari a protezione dei mutui accesi. L'intento era quello di fare ripartire il mercato ipotecario e immobiliare. In assenza di tali prestiti al consumo i consumatori avrebbero fatto meno acquisti il che avrebbe aumentato la disoccupazione e prodotto altri default e ulteriori problemi per il sistema finanziario: uno scenario che la nuova amministrazione non poteva permettersi. La Fed aggiunse ulteriori 180 miliardi di dollari in prestiti a *hedge funds* e altri investitori per consentire al mercato del credito al consumo di ripartire e si disse altresì pronta, per vincere gli ultimi timori dei creditori, a dimenticare il suo prestito nel caso in cui ci fosse stato un largo numero di default tra i consumatori.

Inoltre il governo appoggiò il piano per il salvataggio di Citigroup, la maggiore banca americana, accettando di assorbire il 90% delle perdite su 300 miliardi di titoli tossici. La mossa aveva un valore anche simbolico: Citibank era stata in prima fila per anni nel chiedere l'abolizione del Glass-Steagall Act. Non mancarono le critiche per non avere rimosso, come condizione, il gruppo dirigente della banca. Tuttavia, di fatto era sotto il controllo delle autorità attraverso la presenza di Robert Robin, già sottosegretario al Tesoro con Clinton, un cui *protégé*, Timothy Geithner, in quel momento presidente della Fed di New York, era stato designato come futuro segretario al Tesoro della nuova amministrazione. Appena insediatosi, Geithner mostrò di essere contrario a nazionalizzazioni, anche solo temporanee, delle banche in difficoltà, un provvedimento che avrebbe danneggiato le prospettive di ripresa, introdotto un elemento di incertezza nel lavoro quotidiano delle banche e che la stampa internazionale considerava uno spettro dal quale rifuggire [18].

Il consolidamento della finanza americana fu affidato al Public-Private Investment Program for Legacy Assetts (Ppip) lanciato nel febbraio del 2009, accompagnato dal cosiddetto Fiscal Stimulus o Recovery Act, ufficialmente denominato

[17] *http://www.dowjones.com*; *https://uk.finance.yahoo.com*.

[18] *The Spectre of Nationalisation. There Are Ways for Governments to Revitalise Banks without Taking Them Over*, in *The Economist*, 22.1.2009.

American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (Arra), del valore di 785 miliardi di dollari, poi rivisto al rialzo fino a 831 miliardi [19]. Questo nuovo provvedimento doveva servire a rilanciare l'economia americana attraverso la creazione di posti di lavoro, investimenti per aumentare l'efficienza del sistema economico, investimenti nei trasporti, per la protezione dell'ambiente e in altre infrastrutture con prospettive di benefici a lungo termine e, infine, per stabilizzare il bilancio dei governi locali e statali [20].

Se già durante la campagna elettorale del 2008 alcuni ambienti conservatori americani avevano accusato Obama di volere introdurre alla Casa Bianca idee e uomini socialisti, queste misure sembravano rafforzare i suoi nemici nei loro convincimenti. Gli interventi a favore dell'industria automobilistica sono dell'aprile del 2009, quando il governo americano si vide costretto a operare massicciamente per salvare le maggiori case automobilistiche, General Motors e Chrysler, dalla bancarotta. L'operazione consistette nell'acquisire in via temporanea il 50% delle azioni della Gm, ridurre il numero dei dipendenti e mettere a tacere i creditori con un'iniezione di liquidità. Dall'altra parte il rilancio di Chrysler passò attraverso un'operazione gestita in parte con Fiat, che in cambio della responsabilità per la ristrutturazione dell'azienda riceveva subito il 20% del capitale con la prospettiva di diventare l'azionista di maggioranza nel giro di alcuni anni, quando il rilancio sarebbe stato completato e la società avrebbe potuto restituire il prestito al governo [21].

23.3. Le tante incertezze del dopo-crisi

La crisi del 2007-2008 è diventata subito un caso di studio tra economisti e storici della finanza, che ha prodotto in breve tempo migliaia di libri articoli, saggi e paper. Il dibattito divenne in parte pubblico, uscendo dagli ambienti accademici, proprio per l'impatto drammatico che la crisi ebbe sulle condizioni di vita di milioni di persone in diversi paesi. La discussione sull'origine della crisi finanziaria non era solo un esercizio accademico, né era delimitata al solo settore finanziario. Il *Financial Times* scrisse nel marzo del 2009 che "la crisi creditizia ha distrutto la fiducia nell'ideologia del libero mercato che aveva dominato il pensiero occidentale per un decennio". Questa affermazione fu poi alla base di una serie di articoli. A seconda delle risposte che venivano date, si predisposero anche gli strumenti per cercare di evitare il suo ripetersi. A livello internazionale gli interventi furono nu-

[19] B. Eichengreen, *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History*, Oxford, 2015, pp. 289-301.

[20] *The Obama Rescue. This Week Marked a Huge Wasted Opportunity in the Economic Crisis*, in *The Economist*, 12.2.2009.

[21] S. Mufson, *Gm's New Escape Route. Partial Nationalization*, in *Washington Post*, 28 aprile 2009; *Chrysler and General Motors End Game*, in *The Economist*, 30.4.2009.

merosi, ma non tutti furono considerati efficaci. Il rapporto stilato dalla commissione voluta dal governo americano è molto chiaro soprattutto nell'affermare che la crisi era evitabile. Tuttavia, il rapporto non venne approvato all'unanimità. Quattro dei dieci commissari presentarono un rapporto di minoranza nel quale si critica l'incapacità della Commissione di valutare accuratamente il volume del capitale internazionale alla ricerca di investimenti redditizi nel mercato americano dei mutui[22]. Nell'opinione pubblica destò però più sconcerto il fatto che i *top executives* che avevano guidato le loro banche alla crisi, e in qualche caso al fallimento, avessero ricevuto compensi dell'ordine di decine di milioni di dollari e anche negli anni successivi maturò un'avversione popolare, anche a causa delle difficoltà economiche generali, verso i compensi dei top manager. D'altronde, praticamente nessuno di loro venne accusato di avere commesso un reato, anche se i loro comportamenti furono criticati e alcuni di essi si dimisero dall'incarico[23]. Galbraith disse alla Commissione giudiziaria del Senato che occorreva essere inflessibili con chi aveva sbagliato, persino con i regolatori, facendo sentire loro "fino alle ossa il potere della legge"[24].

Quando il rapporto venne infine pubblicato, il sistema finanziario internazionale era molto diverso rispetto a pochi anni prima, perché la crisi lo aveva scosso nelle fondamenta, tanto da far dire che si stesse preparando un nuovo ordine mondiale[25]. E tuttavia, se si osservano i dati riguardanti i valori complessivi degli *assets* finanziari, la ripresa era stata pressoché immediata: dai 206 trilioni del 2007 si era ascesi a 189 trilioni l'anno successivo, per recuperare subito nel 2009 la medesima situazione dell'anno dell'inizio della crisi e toccare quota 219 trilioni nel 2010, ritoccata all'ingiù di un trilione nel 2011. Le singole voci maggiormente interessate dalla crisi erano state, al ribasso, le azioni, scese da 64 a 47 trilioni tra 2007 e 2011 e, al rialzo, i *bond* pubblici, da 32 a 46 trilioni (sintomo indiretto dei costi della crisi), e i prestiti non cartolarizzati, cresciuti da 50 a 60 trilioni. La stessa fonte, il McKinsey Institute, alla data di pubblicazione di questi calcoli (a metà del 2012) era ancora incerta sulle prospettive: non appariva chiaro se il sistema si stesse contraendo o se invece si stesse riconfigurando[26].

[22] The Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of The National Commission The Causes Of The Financial And Economic Crisis In The United States*, Official Government Edition Submitted By Pursuant To Public Law 111-21, Washington, 2011; *The Official Verdict America's Fcic Report is Big, Surprisingly Readable and a Disappointment*, in *The Economist*, 3.2.2011.

[23] *Top 12 CEO Departures of 2009*, in *Forbes*, 15.12.2009; *http://ig.ft.com/sites/2015/bank-ceo-compensation-2015/*; *http://www.reuters.com/article/us-swiss-vote-pay-idUSBRE9AN0BW20131124*, C. Copley, *Swiss voters reject proposal to limit executives' pay*; *http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/executive-pay-and-the-financial-crisis*, L. Bebchuk, *Executive Pay and the Financial Crisis*, 31.1.2012; J. Eisinger, *Why Only One Top Banker Went to Jail for the Financial Crisis*, in *The New York Times Magazine*, 30.4.2014.

[24] *Utip.gv.utexas.edu/Flyers/GalbraithMay4SubcommitteeCrine*.

[25] P. Coggan, *Paper Promises. Money, Debt and the New World Order*, London, 2011.

[26] MacKinsey Global Institute, *Financial Globalization. Retreat or Reset? Global Capital Markets 2012*, New York, 2013.

In effetti, il sistema bancario aveva subito profonde ristrutturazioni attraverso processi di fusione per incorporazione di banche in difficoltà. Anche gli assetti proprietari di alcune delle maggior banche globali erano cambiati con l'entrata nell'azionariato, nei momenti più difficili, tra il 2008 e il 2009, di fondi sovrani di investimento degli Emirati Arabi, di Singapore e soprattutto cinesi. Solo nel 2008 il totale dei loro investimenti nel sistema finanziario fu di oltre 75 miliardi di dollari. Le maggiori banche americane, svizzere, italiane e tedesche furono interessate da tali interventi, che in genere non furono accompagnati da risultati positivi[27]. Il sistema dei regolatori venne riformato dopo le critiche connesse alla lasca sorveglianza dei mercati. In Gran Bretagna il sistema tripartito stabilito nel 1998 (Tesoro, Banca d'Inghilterra e Financial Services Authority, Fsa) venne criticato per la scarsa incisività e la lentezza dei suoi interventi prima e durante la crisi. Tra il 2012 e il 2013 la Fsa venne abolita e al suo posto nacquero due organismi, la Financial Conduct Authority e la Prudential Regulation Authority direttamente dipendente dalla Banca d'Inghilterra[28].

In genere maggiori controlli vennero introdotti a tutti i livelli, obbligando il sistema bancario a comportamenti diversi e, in tali casi, a modificare profondamente la precedente strategia. Tuttavia, se il problema era di riuscire a evitare quanto paventato nel titolo di un libro divenuto molto famoso – *too big to fail* – il dopo-crisi esacerbò il problema: le banche sono diventate ancora più grandi e più interconnesse con l'intero sistema (le sei maggiori banche americane nel 2013 erano il 37% più grandi che nel 2008-2009). Alcune norme introdotte, come il Dodd-Franck Act, richiesero tempo per essere applicate, perché prevedevano l'intervento di un centinaio di istituzioni finanziarie, ma il sistema bancario mostrò di reagire bene, anche se certi vincoli previsti dalla riforma (maggiori difficoltà per la Fed di intervenire per crisi di liquidità in banche sane) rischiano di ridurre molto il ruolo di prestatore in ultima istanza delle banche centrali, uno dei cardini del moderno sistema bancario[29].

Per tale motivo, prima di tutto i regolatori cercarono di fare quanto avevano sempre fatto, solo rendendo più stringenti le norme, come per esempio sui *ratios* per il lavoro bancario, sul lavoro all'interno delle banche e sui collegamenti tra una banca e l'altra. Con una profonda innovazione che è stata descritta in parole semplici così: al posto di chiedere alle banche "come funziona esattamente il vostro si-

[27] *The Invasion of the Sovereign-Wealth Funds. The Biggest Worry about Rich Arab and Asian States Buying Up Wall Street is the Potential Backlash*, in *The Economist*, 18.1.2008; J. Willman, *Sovereign Wealth Funds. Yesterday's Bad Guys Ride to the Rescue*, in *Financial Times*, 21.1.2008; L. Anderloni, D. Vandone, *Sovereign Wealmh Fund Investments in the Banking Industry*, working paper n. 2012-24, Università degli Studi di Milano, Dipartimento di economia, management e metodi quantitativi, dicembre 2012.

[28] *Review of HM Treasury's Management Response to the Financial Crisis*, London, 2012.

[29] B. Eichengreen, *Hall of Mirrors*, cit., pp. 323-324.

stema di pagamenti?", la domanda è diventata "mostrami come funziona". Ciò ha consentito – o dovrebbe consentire – di entrare in aree del sistema bancario molto più complesse e fino a quel momento, per usare un eufemismo, scarsamente illuminate. I regolatori hanno acquisito uno spazio nelle decisioni: è la differenza tra *conduct regulation* e *prudential regulation*, i due termini che si ritrovano nei nuovi organismi di regolazione creati in Gran Bretagna [30].

L'intervento più rilevante in questo senso a livello globale fu quello del Comitato di Basilea che nel 2001 aveva introdotto il cosiddetto Basilea 3, una serie di norme per aumentare e migliorare la vigilanza al fine di rafforzare la regolamentazione e controllare la gestione del rischio del settore bancario, basandosi proprio sull'interazione tra i due approcci, che il Comitato definì "microprudenziali" (concernenti la regolazione a livello delle singole banche) e "macroprudenziali" (relative ai rischi a livello di sistema che possono accumularsi nel settore bancario, nonché l'amplificazione prociclica di tali rischi nel tempo). Tra i punti principali figurano l'esigenza di aumentare la capacità del settore bancario di assorbire shock derivanti da tensioni economiche e finanziarie, indipendentemente dalla loro origine; di migliorare la gestione del rischio e la *governance* e infine di rafforzare la trasparenza e l'informativa delle banche [31]. Sulla base di tali norme che l'Autorità bancaria europea conduce con regolarità i cosiddetti *stress test* sulle banche.

Tutti questi interventi non danno tuttavia garanzia che la storia non si ripeterà. In molti sono convinti che il mondo bancario non abbia ancora capito la lezione [32]. I meccanismi più severi per evitare il ripetersi di certi rischi possono comunque essere adottati solo nei confronti del sistema bancario e finanziario. Tuttavia, la crisi aveva fatto emergere come una fetta consistente delle operazioni e degli strumenti più rischiosi fossero nelle mani di operatori che giuridicamente non possono essere controllati dalle autorità finanziarie, rendendo oltremodo difficile ogni tentativo di regolazione. Si tratta del cosiddetto *shadow banking system* (sistema bancario ombra) che, secondo stime aggiornate, ha dimensioni molto ragguardevoli e quindi potenzialmente pericolose per il sistema, anche in considerazione degli stretti legami con il sistema bancario e finanziario "ufficiale" [33]. Le valutazioni più recenti (con dati raccolti in ventisei paesi) variano da un minimo di 36 trilioni di dollari, pari al 59% del Pil di tali paesi e al 12 % del totale del sistema finanziario globale, fino a 137 trilioni, pari in questo caso al 40% del totale degli *assets* del sistema finanziario. Se si adotta il primo valore, il dato sarebbe in calo di 36 trilioni dal picco

[30] *Chained but Untamed*, in *The Economist*, 12.5.2011; *A Dangerous Embrace*, *ibidem*.

[31] Bank for International Settlements, *Basel III. A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, Basel, 2011.

[32] A. Admati, M. Hellwig, *The Bankers' New Clothes, What's Wrong with Banking and What to do about it*, Princeton, 2014.

[33] Financial Stability Board, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, Basel, 2015.

del 2007, se si
125% [34].

La crisi inizi
della popolazio
samente ottenut
mentare i volum
se, è diventata
sono valsi i ten
verni [35].

L'economia
sciuto da 57,5 tr
parallelamente,
crisi è sceso sot
Uniti è saldame
scita vicino allo
ve tra il 2000 e i
è tra 1% e 2% (e

Considerando
cendo e che l'in
economie avanz
stagnazione sec
Larry Summers,
terminologia div
balizzazione har
quilibrio natural
o nel normale t
aree con elevant
ficit strutturali s
nomia mondiale.

[34] Federal Rese
Shadow Banking
2009; Brookings P
Banking System, F
ting-shadow-banki

[35] *China Seeks*
the Devil Lies in
Financial Regulat
Loans as Investme

[36] *http://www.w*

[37] L.H. Summe
Lower Bound, in
Foreign Affairs, M

del 2007, se si adotta invece il secondo, siamo in presenza di un aumento del 125%[34].

La crisi iniziata come un problema economico-sociale nelle fasce più deboli della popolazione americana, incapaci di pagare gli interessi sui mutui generosamente ottenuti da un sistema bancario che doveva rincorrere i clienti per aumentare i volumi della propria cifra d'affari in un'epoca di bassi tassi di interesse, è diventata una crisi dapprima finanziaria americana e poi globale. A poco sono valsi i tentativi di iniettare risorse nelle economie compiuti da diversi governi[35].

L'economia mondiale è da quasi una decina d'anni in crisi. Il Pil globale, cresciuto da 57,5 trilioni di dollari nel 2007 a 78,1 nel 2014 è sceso a 73,4 nel 2015 e, parallelamente, il tasso di crescita del Pil, che era attorno al 4% dal 2000, dopo la crisi è sceso sotto il 3%, e sta attestandosi a livelli poco sopra il 2,5%. Negli Stati Uniti è saldamente attorno al 2,5% dal 2010, in Giappone l'economia ha una crescita vicino allo zero da circa una ventina d'anni, mentre nell'Unione europea, dove tra il 2000 e il 2007 la crescita oscillava tra il 2% e il 4%, dal 2010 la variazione è tra 1% e 2% (e nell'area euro, è leggermente più bassa)[36].

Considerando che anche nei paesi e nei mercati emergenti la crescita si sta riducendo e che l'invecchiamento della popolazione non è più solo un problema delle economie avanzate, c'è il rischio che l'economia mondiale sia entrata in una fase di stagnazione secolare, come ha paventato l'ex segretario al Tesoro di Bill Clinton, Larry Summers, e come hanno concordato anche altri economisti, pur usando una terminologia diversa[37]. I cambiamenti strutturali occorsi nell'economia con la globalizzazione hanno probabilmente portato a un "significativo mutamento" nell'equilibrio naturale tra risparmi e investimenti provocando un declino nell'equilibrio o nel normale tasso di interesse associato con il pieno impiego. Gli squilibri tra aree con elevanti surplus commerciali, come la Cina e la Germania, e paesi con deficit strutturali stanno diventando un fatto crescente di destabilizzazione per l'economia mondiale.

[34] Federal Reserve Bank of New York – Staff Reports, T. Adrian, Hyun Song Shin, *The Shadow Banking System. Implications for Financial Regulation*, Staff Report no. 382, July 2009; Brookings Papers on Economic Activity, A. Metrick, G. Gorton, *Regulating the Shadow Banking System*, Fall 2010, *http://www.brookings.edu/about/projects/bpea/papers/2010/regulating-shadow-banking-system-gorton*.

[35] *China Seeks Stimulation A Stimulus Plan to Inject $586 Billion into China's Economy. But the Devil Lies in the Detail*, in *The Economist*, 10.11.2008; D. Weinland, G. Wildau, *China Financial Regulator Clamps Down on Shadow Banking. Chinese Banks have Disguised Risky Loans as Investment Products*, in *Financial Times*, 2.5.2016.

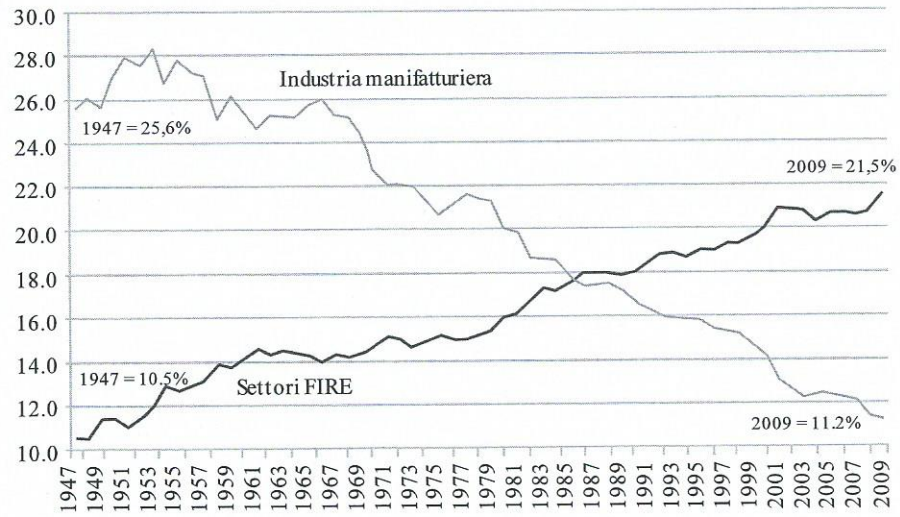
[36] *http://www.worldbank.org*.

[37] L.H. Summers, *U.S. Economic Prospects. Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*, in *Business Economics*, 49, 2, pp. 65-73; Id., *The Age of Secular Stagnation*, in *Foreign Affairs*, March/April 2016, pp. 2-9.

La risposta che molti oggi danno non è diversa da quella di Keynes negli anni Trenta: il problema non è l'offerta, bensì la domanda. Occorre rimettere in moto quest'ultima, ma per farlo è necessario che i *policy makers* abbiano bene in chiaro la diagnosi del problema. Solo così sarà possibile uscire dal dilemma se "stavolta è diverso" o no.

Sbagliando diagnosi, si rischia di dare ragione a chi dice che neanche stavolta è diverso [38].

Figura 23.1. – *La FIRE economy e l'industria manifatturiera negli Stati Uniti (valore aggiunto per settore % del Pil, 1947-2009)*

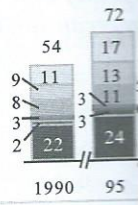


Nota: FIRE economy. Finance, Insurance & Real Estate (finanza, assicurazioni e settore immobiliare).

Fonte: US Bureau of Economic Analysis.

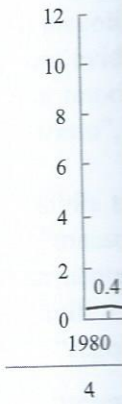
[38] C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, 2009, p. XXXV.

Figura 23.2. – *Lo st*
in un campione



Fonte: Bank for Inte
Banking Pools; N

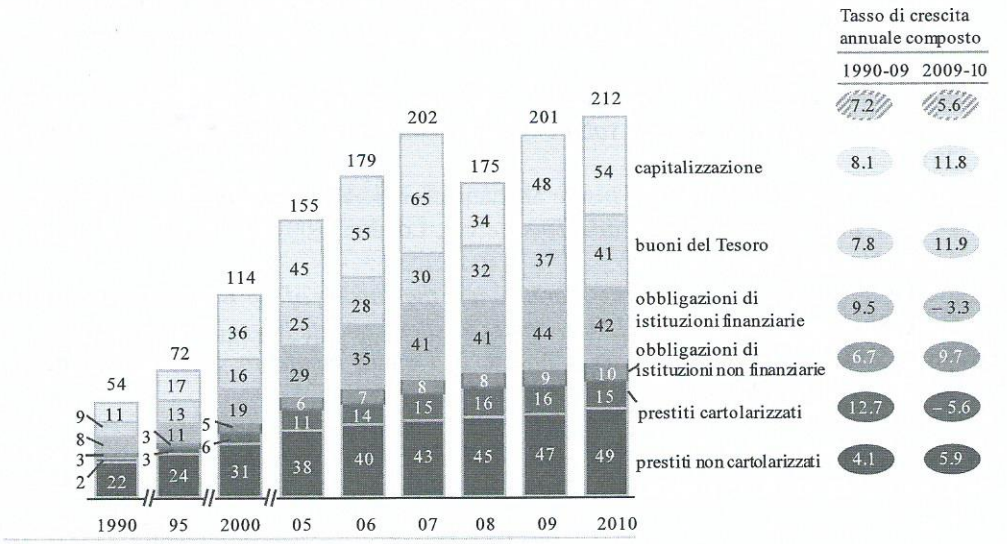
Figura 23.3. – *Gli*
trilioni di dolla



Nota: Gli investim
se le banche) e
e titoli di stato)

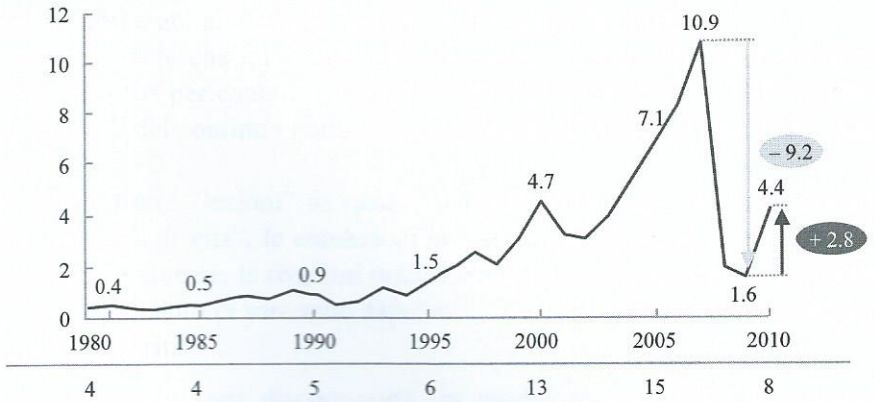
Fonte: Internationa
Analysis.

Figura 23.2. – *Lo stock globale del debito e dei principali prodotti finanziari (1991-2010, in un campione di 79 paesi)*



Fonte: Bank for International Settlements; Dealogic; SIFMA; Standard & Poor's; McKinsey Global Banking Pools; McKinsey Global Institute Analysis.

Figura 23.3. – *Gli investimenti esteri totali (% del Pil globale, in un campione di 79 paesi, trilioni di dollari a tassi di cambio costanti 2010)*



Nota: Gli investimenti esteri totali si riferiscono all'acquisto di assets da parte di non residenti (incluse le banche) e comprendono gli investimenti esteri diretti, gli investimenti di portafoglio (azioni e titoli di stato) e i prestiti esteri.

Fonte: International Monetary Fund; Institute of International Finance; McKinsey Global Institute Analysis.

Bibliografia

Rajan R.G., *Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, 2010 (tr. it. *Terremoti finanziari. Come le fratture nascoste minacciano ancora l'economia*, Torino, 2011).

Reinhart C.M., Rogoff K.S., *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, 2009 (tr. it. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Milano, 2010).

Sorkin A.R., *Too Big to Fail. The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought To Save the Financial System and Themselves*, London, 2009 (tr. it. *Too big to fail. Il crollo*, Novara, 2014).

Stiglitz J.E., *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, 2010 (tr. it. *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Torino, 2010).

Strange S., *Mad Money*, Manchester, 1998 (tr. it. *Denaro impazzito. I mercati finanziari: presente e futuro*, Torino, 1999).