



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea in Economia e Commercio

Tesi di Laurea

Come la Federal Reserve e il Tesoro americano hanno salvato l'economia statunitense e quella mondiale durante la crisi del 2008

Relatore

Ch. Prof. Giovanni Favero

Laureando

Gabriele Donà

Matricola 878118

Anno Accademico

2021 / 2022

INDICE

Introduzione	1
Capitolo I: Come uno shock limitato ad un piccolo settore si è trasformato in una grave crisi finanziaria	3
<u>1.1 le premesse</u>	3
<u>1.2 i fattori determinanti la propagazione della crisi nel settore finanziario</u>	6
<u>1.3 dalla crisi finanziaria alla crisi sull'economia reale</u>	9
Capitolo II: I piani di salvataggio attuati dalla Fed e dal Tesoro	12
<u>2.1 i salvataggi delle singole banche</u>	12
<u>2.2 i piani di salvataggio di massa</u>	20
Capitolo III: Implicazioni oltre oceano della politica della Fed	27
<u>3.1 i primi interventi della BCE e dei singoli stati europei</u>	27
<u>3.2 lo strano caso della Polonia</u>	35
<u>3.3 da un approccio nazionale ad un approccio coordinato</u>	36
Conclusioni	41
Bibliografia	43

INDICE DEI GRAFICI

GRAFICO 1: IL PREZZO DELLE CASE AGGIUSTATO PER L'INFLAZIONE NEGLI STATI UNITI DAL 1890	3
GRAFICO 2: LA CURVA IS AL VARIARE DEL CAPITALE DELLE BANCHE	11
GRAFICO 3: DIFFERENZA FRA IL TASSO TRA I CREDITI INTERBANCARI A TERMINE E GLI OIS	14
GRAFICO 4: I TASSI DI INTERESSE NEGLI USA	21
GRAFICO 5: ANDAMENTO DELLE IMPORTAZIONI NEGLI USA DAL 2006 AL 2009	27
GRAFICO 6: CURVA IS-LM IN UN CONTESTO INTERNAZIONALE	28
GRAFICO 7: UTILI E PERDITE DELL'UBS DAL 2005 AL 2012	30

INDICE DELLE TABELLE

TABELLA 1: LEVA FINANZIARIA DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE NEGLI STATI UNITI NEL 2007	7
TABELLA 2: CONFRONTO TRA UNGHERIA E POLONIA NEL CORSO DELLA CRISI	36
TABELLA 3: AIUTI PUBBLICI IN EUROPA E NEGLI STATI UNITI	37
TABELLA 4: DOLLARI CONCESSI DALLA BCE E LE RISERVE DI DOLLARI NEL SISTEMA DELL'EURO	38
TABELLA 5: AIUTI ALLE BANCHE EUROPEE DELLA FED TRAMITE LE OPERAZIONI DI ST-OMO E IL TSLF	40

Introduzione

La presente tesi vuole approfondire come l'intervento di una banca centrale possa fronteggiare le possibili conseguenze di una crisi economica altrimenti senza controllo. Una banca centrale, va sottolineato, non è un istituto bancario come gli altri ma un ente pubblico fondamentale per lo sviluppo dei sistemi finanziari e monetari di un Paese, con funzioni di garantire la stabilità economica da un lato e la stabilità finanziaria dall'altro. Nei capitoli che seguono sono ripercorsi, in modo particolare, gli eventi che caratterizzarono la grave crisi del 2008 negli Stati Uniti e le azioni messe in atto dalla Federal Reserve (Fed).

Sono, a tal fine, descritte le cause e la successiva propagazione della crisi che, nata nel settore immobiliare, ebbe un pesante impatto su quello finanziario ed infine sull'economia reale.

La causa principale della crisi finanziaria del 2008, come noto, è stata la bolla finanziaria che si è sviluppata nel settore immobiliare statunitense, con una volatilità repentina nel prezzo delle case.

I motivi di questa forte crescita dei prezzi immobiliari nei primi del 2000 sono riconducibili ad un mantenimento dei tassi ad un livello basso da parte della Fed che, oltre alla deregolamentazione e al mutamento del sistema bancario, avvenuto alla fine degli anni Ottanta, hanno contribuito a ingigantire la bolla speculativa immobiliare.

Nel settore finanziario, si è assistito conseguentemente al collasso di molte banche causato dall'utilizzo di metodi e meccanismi molto pericolosi nell'erogazione di mutui sub-prime e nella stipulazione delle clausole al loro interno. La situazione compromessa di molti istituti bancari è stata anche conseguenza dell'elevato rapporto di leva e della complessità dei loro bilanci, fattori che hanno amplificato le conseguenze negative dello scoppio della bolla immobiliare.

Questa situazione di crisi, originatasi nel settore immobiliare e diffusasi nel sistema finanziario, ha colpito anche l'economia reale. Le perdite legate ai mutui hanno causato delle riduzioni del capitale delle banche, già messo a dura prova dall'alto livello di leva finanziaria, riflettendosi nel crollo degli investimenti e quindi dei consumi.

Di fronte alla grave situazione che caratterizzava l'economia statunitense è stato provvidenziale il considerevole intervento della Fed e del Tesoro nel cercare di salvare dal fallimento le istituzioni finanziarie.

Le banche stavano, infatti, attraversando un momento di forte crisi e i maggiori istituti bancari erano sull'orlo del fallimento a causa dell'ingente quantità di mutui sub-prime erogati negli anni antecedenti allo scoppio della bolla.

Inizialmente l'intervento della Federal Reserve fu rivolto al salvataggio di singoli grandi istituti finché non si rese necessaria un'azione rivolta all'intero sistema finanziario americano.

Nonostante l'intervento della Fed e del Tesoro a supporto di tutte le banche più importanti che si trovavano in una situazione di forte crisi, non fu possibile scongiurare il fallimento di alcune di esse.

Come noto la crisi del 2008 ha avuto una portata mondiale, pertanto è stata dedicata una parte della tesi all'analisi della situazione in Europa. Va sottolineato, a tal proposito, che la Fed, pur essendo la banca centrale americana, non si limitò ad aiutare solo le istituzioni finanziarie del suo Paese ma fornì molta liquidità anche alle banche europee.

In Europa non fu possibile definire un piano comune di intervento per fronteggiare la crisi a cui aderissero tutti i Paesi. Si assistette, infatti, ad iniziative indipendenti da parte di ogni singolo stato. Nonostante la poca collaborazione tra i Paesi europei, questi, grazie all'aiuto e alla liquidità fornita dalla Fed, attraverso dei piani dei quali potevano beneficiare anche le istituzioni finanziarie oltreoceano, riuscirono a salvare le maggiori banche nazionali.

La Federal Reserve, attraverso queste azioni, ribadì la sua importanza e la sua centralità per tutto il sistema finanziario globale e si fece prestatrice di ultima istanza non solo per le banche centrali europee ma anche per quelle di altri mercati, come ad esempio Brasile e Corea.

CAPITOLO I: Come uno shock limitato a un piccolo settore si è trasformato in una grave crisi finanziaria

1.1 Le premesse

Dalla fine della Seconda guerra mondiale ai primi anni '90, l'economia americana ha avuto quasi ininterrottamente una crescita. In seguito a questo andamento, era subentrato un aumento incontrollato del credito, favorito anche dalla politica monetaria espansiva attuata dalla Fed dagli anni '90, che aveva generato molta moneta e tenuto i tassi di interesse molto bassi, rendendo il credito più accessibile.

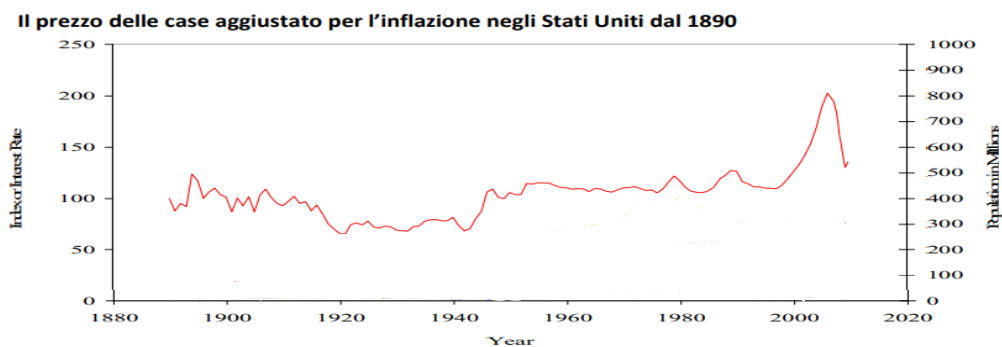
In quegli anni la popolazione americana aveva aumentato molto i consumi, non solo utilizzando il proprio reddito ma anche facendo ricorso all'indebitamento con le banche. Questo era anche dovuto ad un periodo contraddistinto da una forte sensazione di euforia e ottimismo della "famiglia americana". Infatti in quegli anni, non si registrava un aumento generale dello stipendio medio ma solo un aumento del valore degli investimenti in azioni e del conto del fondo pensione. Tutto ciò aveva generato una discrepanza tra l'economia finanziaria e l'economia reale.

Nell'estate del 2007, negli USA e successivamente in tutto il mondo, scoppiò la crisi finanziaria che ha portato molti Paesi nel più grande stato di recessione dalla Seconda guerra mondiale.

La crisi è riconducibile, in primis, allo scoppio della bolla immobiliare.

Per spiegare al meglio le cause dello scoppio della bolla bisogna considerare i prezzi delle case in quel periodo.

Grafico 1:



Fonte: Standard&Poor's, Case-Shiller Index

LEGENDA

—: prezzo delle case aggiustato per l'inflazione

Il grafico mostra come l'aumento del prezzo delle case nel primo decennio del 2000 sia stato molto maggiore rispetto alla crescita del costo delle case avvenuta nel secolo precedente. Se si prende ad esempio quello avvenuto dopo la Seconda guerra mondiale, che si può spiegare con un aumento delle nascite dovute al ritorno in patria dei soldati e a una conseguente crescita della domanda degli immobili, questa impennata dei prezzi degli anni 2000 non era giustificata da un aumento dei costi di costruzione, che al contrario addirittura diminuivano, né da un aumento della popolazione (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 2).

Per queste ragioni molti economisti, come ad esempio Robert Shiller, ritenevano che questo boom immobiliare non potesse perdurare a lungo (Fubini Federico, 2007, 13 settembre, pagina 1).

L'aumento del costo delle case dei primi anni 2000 è riconducibile prevalentemente ai tassi mantenuti bassi per un periodo prolungato. Infatti, il basso costo del denaro favoriva la propensione all'acquisto delle case.

La ragione per cui la Fed tenne per un ampio lasso di tempo bassi i tassi di interesse derivava dal fatto che l'inflazione rilevata era molto contenuta, dato che i prezzi delle case non venivano considerati nell'indice dei prezzi al consumo¹, che è l'indice con il quale si calcola l'inflazione.

Un altro evento che ha favorito il crearsi della bolla immobiliare è avvenuto negli anni Ottanta. In quegli anni si è assistito ad un mutamento nel sistema bancario e ad un provvedimento legislativo messo a punto nel 1982 con la denominazione GSGDIA².

Questo provvedimento, come sostiene il professore Giuseppe Di Gaspare, ha permesso al governo di «rafforzare la stabilità finanziaria delle ipoteche sulle case concesse dalle istituzioni finanziarie per permettere l'accesso dei privati ai prestiti ipotecari per l'acquisto dell'abitazione» (Di Gaspare, 2012, pagina 72).

Per quanto concerne il mutamento del sistema bancario, questo, avvenuto alla fine degli anni Ottanta, vide il passaggio dal sistema "originate to hold" ad un sistema "originate to distribute" (Di Gaspare, 2012, pagina 135). In questo modo le banche avevano la possibilità di poter vendere a terzi il debito e il rischio sul mutuo, invece di dover mantenere i mutui nei loro bilanci fino a che essi non

¹ L'indice dei prezzi al consumo è un indice statistico che misura le variazioni nel tempo dei prezzi di un paniere di beni che rappresenta in modo significativo gli effettivi consumi delle famiglie nell'arco di un anno.

² Garn St. Germain Depository Institutions Act

fossero stati rimborsati, rischiando quindi una possibile insolvenza. Perciò, se prima di questo cambiamento, le banche erano molto vigili a selezionare i beneficiari dei mutui, con il cambio del sistema bancario, questi istituti avevano la possibilità di poter cartolarizzare più mutui e venderli a terzi attraverso strumenti finanziari costruiti ad hoc chiamati mortgage-backed security. Ciò ha portato le banche a concedere i mutui anche a persone con probabilità relativamente elevata di non riuscire a rimborsarli; questi mutui presero il nome di “mutui sub-prime”.

Pur concedendoli a persone che sarebbero diventate insolventi, le istituzioni finanziarie potevano comunque recuperare tutto il denaro prestato attraverso il pignoramento e la vendita dell’abitazione. Il presupposto di tale strategia era giustificabile solo se i prezzi delle case continuavano a crescere, permettendo così alle banche di poter addirittura guadagnare dal mancato pagamento del mutuo e dalla successiva vendita dell’immobile pignorato che nel frattempo era cresciuto di prezzo.

In quel periodo, inoltre, vi erano delle prassi “discutibili” (Ben Bernanke, 2014, pagina 93) nell’ambito dell’erogazione di questi mutui, ad esempio: mutui a tasso variabile con corresponsione dei soli interessi, periodi di pagamento di rate superiori a trenta giorni, mutui privi di documentazione, mutui con opzioni che permettono di modificare le rate mensili ai mutuatari, mutui a tasso variabile ad ammortamento negativo (cioè con le rate iniziali che non erano in grado di coprire neanche il costo degli interessi).

Tutte le prassi citate avevano in comune il fatto che permettevano al mutuatario di pagare delle rate mensili iniziali più basse in cambio di pagamenti crescenti col passare del tempo.

Un'altra caratteristica comune era la mancanza di un controllo adeguato sulla solvibilità e sull’affidabilità del mutuatario.

Un ulteriore provvedimento che ha contribuito alla deregolamentazione è avvenuto nel 1999, quando, durante l’incarico del presidente Bill Clinton, venne abolita la Glass-Steagall-Act (emanata nel 1933 per evitare che il mercato finanziario incidesse sul mercato commerciale). L’abolizione di questa legge portò all’eliminazione delle differenze tra banche commerciali e banche d’investimento e ciò comportò una progressiva commistione tra i vari settori economici: bancario, immobiliare e assicurativo.

A differenza di quello che il sistema bancario attendeva, nel corso del 2006 i prezzi delle case calarono a causa dell’aumento delle concessioni dei mutui anche a famiglie meno agiate e alla

politica monetaria della Fed. Quest'ultima, infatti, nel 2004 impose un aumento dei tassi, che causò un incremento del costo dei mutui e di conseguenza una maggiore probabilità di insolvenza da parte dei mutuatari. Con questo calo dei prezzi, l'incontrollata concessione di mutui sub-prime avvenuta per anni, fece registrare molte perdite alle banche alle quali restava solo la possibilità di escutere l'ipoteca e di vendere l'immobile. Dal momento che il valore delle case era diventato inferiore al valore del prestito inizialmente concesso, le banche registrarono gravi deficit di bilancio.

1.2 I fattori determinanti la propagazione della crisi nel settore finanziario

Quanto premesso non può essere considerata l'unica spiegazione di una crisi che ha quasi causato il collasso del sistema finanziario statunitense e mondiale, generando un crollo del reddito medio della famiglia americana da 563.000 a 463.000 dollari (dato, che tuttavia, non fornisce un'immagine veritiera della situazione, perché le cifre sono rialzate dal patrimonio elevato delle famiglie benestanti; infatti, se si considerasse solo la "famiglia media americana", il patrimonio netto dimezzò, da 107.000 dollari a 57.800 dollari) e una drastica diminuzione dei consumi, della produzione e dell'occupazione (ad esempio, nella Central Valley in California si verificò un crollo del 50% del valore degli immobili e una riduzione del 30% dei consumi)(Tooze J. Adam, 2018, pagina 176).

Per comprendere, pertanto, al meglio questi effetti catastrofici descritti bisogna anzitutto concentrarsi sulla figura delle banche, non quali creatrici di moneta ma nella veste di intermediari finanziari, cioè istituzioni che rivestono il ruolo di intermediari tra debitori e creditori.

Tre fattori delle banche si sono rivelati di fondamentale importanza per far sì che la crisi si propagasse in tutto il settore finanziario: leva finanziaria, complessità interna e liquidità (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 200, pagina 11).

La leva finanziaria è il rapporto tra le attività e il capitale della banca (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2020, pagina 166).

Sebbene sia rischioso, alle banche conviene avere una leva finanziaria elevata. Consideriamo, ad esempio, 2 banche, la banca 1 con una leva finanziaria uguale a 5 (200 euro in attività e 40 euro di capitale) e la banca 2 con una leva finanziaria pari a 20 (200 euro di attività e 10 di capitale). Se non si considerano i costi, si assume che le banche possano prendere a prestito senza dover pagare alcun

interesse e si suppone uno scenario nel quale le attività in cui hanno investito diano un rendimento del 10%, la banca 1 avrà un rendimento sul capitale uguale al 50% (10/20), invece la banca 2 lo avrà pari al 200% (10/5).

Quindi, nella realtà, finché il prezzo delle case aumentò a dismisura, le banche riuscirono a generare profitti tenendo una leva finanziaria alta, ma quando, dal 2006, i prezzi iniziarono a crollare e molte persone iniziarono a non pagare più le rate del mutuo, molte banche non furono più in grado di coprire le perdite e quindi fallirono.

Le banche non furono le uniche istituzioni ad avere un elevato rapporto di leva finanziaria, in quanto la stragrande maggioranza delle istituzioni finanziarie era caratterizzata da questo elevato rapporto tra attività e capitale (Tabella 1).

Tabella 1: Leva finanziaria delle istituzioni finanziarie negli Stati Uniti nel 2007

Banche commerciali	9,8
Banche di credito cooperativo	8,7
Imprese finanziarie	10,0
Banche di investimento e hedge funds	27,1
Fannie Mae e Freddie Mac	23,5

Fonte: Tobias Adrian e Hyun Song Shin, *Liquidity and Financial Cycles*, Federal Reserve Bank of New York.

La tabella 1 mostra come in quel periodo la leva finanziaria fosse molto alta per tutte le istituzioni finanziarie, ciò è stato permesso anche dallo smodato e incontrollato utilizzo della cartolarizzazione che permetteva alle banche di riottenere subito le somme di denaro prestate attraverso i mutui vendendoli a terzi. Queste società, pertanto, potevano permettersi di concedere ulteriori mutui avendo a disposizione molta liquidità causando in tal modo un'espansione delle attività in rapporto al capitale proprio.

Questi dati sottolineano il livello di rischio assunto dalle istituzioni finanziarie. Con il crollo dei prezzi del 2006 molte banche non riuscirono a far fronte alle perdite e furono costrette a chiudere, mentre le istituzioni che erano riuscite a colmare le perdite erano comunque in una situazione di forte instabilità, dato che ormai avevano il capitale quasi azzerato e una leva di dimensioni molto elevate. Quindi per riuscire a sopravvivere, dal momento che durante la crisi non era possibile raccogliere altro capitale, furono adottate due soluzioni diverse.

Alcune istituzioni decisero di svendere a basso prezzo (detto prezzo fire sale) le loro altre attività liquide, soprattutto azioni; cosa che causò la riduzione del valore delle attività simili rimaste in bilancio della banca stessa e delle altre banche, determinando un'ulteriore riduzione del capitale proprio.

Altre invece decisero di ridurre il numero di nuovi prestiti e di non rinnovare quelli già esistenti colpendo l'economia reale causando un crollo del mercato azionario e un congelamento del credito. In questo modo, da un lato, il congelamento del credito determinò una riduzione degli investimenti mentre la crisi del mercato azionario si riversò sulla ricchezza delle famiglie che inevitabilmente ridussero i loro consumi.

La seconda caratteristica delle banche che ha contribuito ad aggravare la crisi è stata la complessità dei bilanci, dei titoli MBS (mortgage – backed securities) e dei Collateralized Debt Obligation³.

Con l'avvento della crisi e via via che i mutui iniziarono ad essere inesigibili, le varie agenzie di rating non riuscirono più facilmente a valutare gli MBS e i CDO e quindi, di conseguenza, a valutare il grado di solvibilità e il rischio di bancarotta. Perciò questi strumenti iniziarono ad essere considerati dei titoli "tossici" e conseguentemente gli investitori diventarono molto restii a tenerli nel portafoglio personale, ma anche a prestare del denaro alle istituzioni che li gestivano.

Infine, la terza caratteristica delle banche che contribuì ad aggravare la crisi finanziaria fu la liquidità. Già negli anni Novanta, infatti, le banche prendevano a prestito l'una dall'altra per finanziare le proprie attività attraverso i cosiddetti "wholesale funding" (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 15). Questa pratica permetteva alle banche di poter avere molta liquidità e quindi di poter concedere prestiti. Ma con l'avanzare della crisi, per le altre banche e gli investitori non era più conveniente prestare del denaro, quindi le istituzioni finanziarie furono costrette a vendere parte delle loro attività, anche a prezzi bassi, per evitare di trovarsi senza liquidità.

La riluttanza delle banche a prestare ad altri istituti si può notare attraverso il Ted Spread, che è la differenza tra il tasso certo e il tasso al quale le stesse sono disposte a prestare del denaro alle altre. In una situazione di normalità, con le banche che sono ben disposte a fornire liquidità alle altre, il Ted Spread è prossimo allo zero (da notare che prima del 2007 questa differenza era molto ridotta).

³ I CDO sono degli strumenti finanziari, emessi per la prima volta negli anni Ottanta, formati al loro interno da attività eterogenee come strumenti di debito, obbligazioni e altri titoli. Il rating dei CDO, dato che il rischio di insolvenza viene ripartito su tutti i titoli al suo interno, sarà più alto rispetto alla media ponderata dei rating delle sue componenti.

Questo indice, soprattutto a causa del fallimento della Lehmann Brothers, ebbe un'impennata e dal 2008 tutto il sistema finanziario fu paralizzato a causa della mancata propensione alla erogazione dei prestiti tra banche.

1.3 Dalla crisi finanziaria alla crisi sull'economia reale

Esaminati i tre fattori che determinarono la propagazione della crisi a tutto il settore finanziario, è possibile vedere come la crisi finanziaria si sia ripercossa a sua volta sull'economia reale.

Per capire al meglio la situazione creatasi, analizziamo il modello IS-LM. Generalmente in questo modello si considera la presenza di un singolo tasso di interesse con cui prendere a prestito, ma in realtà non c'è un singolo tasso di interesse. Bisogna considerare, oltre a quello offerto al consumatore (i), anche il tasso di interesse al quale le banche offrono alle imprese (p), che solitamente è maggiore rispetto al tasso di interesse i . Infatti, possiamo considerare che p sia uguale alla somma tra i e la differenza x :

$$p = i + x$$

La differenza x dipende essenzialmente da due fattori: dal capitale delle banche $A(B)$ e dal capitale delle imprese $A(F)$ (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 19):

-il capitale delle banche ha un livello minimo che può essere imposto da leggi o da regolamentazioni volte a garantire alla banca un livello sufficiente per far fronte a eventuali problemi. Oppure può essere l'istituzione finanziaria stessa, di sua spontanea volontà, a decidere un capitale minimo per contenere il livello di leva finanziaria. Considerando l'identità contabile (Attività = Passività oppure Prestiti + Altre attività = Depositi), la diminuzione del capitale delle banche ha causato una riduzione di pari valore dei prestiti, ciò ha evitato un ulteriore aumento della leva finanziaria.

-il capitale delle imprese è molto importante perché può essere utilizzato come garanzia di un prestito erogato dalla banca. Infatti, se un'impresa chiede un prestito di importo k , il costo del prestito sarà pari a $k - A(F)$ e qualora l'impresa non riesca a rimborsare tutto il prestito la banca riceverà $A(F)$.

Qualora si eroghino dei prestiti di importo superiore al capitale dell'impresa, per la banca è una concessione di denaro molto rischiosa e per questo motivo la banca chiede un premio (il cosiddetto

“external finance premium”) sui prestiti non del tutto coperti dalla garanzia del capitale. Oltre a questo ruolo, il capitale dell’impresa condiziona anche la scelta degli investimenti dell’impresa stessa e la sua realizzazione. Infatti più è grande il capitale impiegato più l’azienda perde in caso di fallimento.

Per le ragioni appena viste, lo spread x è funzione sia del capitale delle banche sia del capitale dell’impresa

$$x = x(A(F), A(B))$$

E più i due capitali aumentano, più lo spread x diminuisce.

La domanda di investimento dipende dal tasso offerto alle imprese (p) e dal reddito (Y); se Y aumenta la domanda aumenta a sua volta, invece, se p aumenta la domanda diminuisce (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 19).

$$I = I(Y = \text{reddito}, p)$$

Se si considera una diminuzione del capitale delle imprese $A(F)$, lo spread x aumenta, p aumenta e di conseguenza il credito bancario diminuisce. Se il credito bancario diminuisce allora anche gli investimenti e la produzione diminuiranno.

Se invece consideriamo una diminuzione del capitale delle banche $A(B)$, le banche in risposta riducono i prestiti. Questa riduzione porta ad un aumento del costo del credito per le imprese e quindi ad un aumento di p e dello spread x , e un conseguente calo degli investimenti e del reddito.

Si può notare come una diminuzione del capitale delle banche provochi lo stesso effetto di una diminuzione del capitale delle imprese.

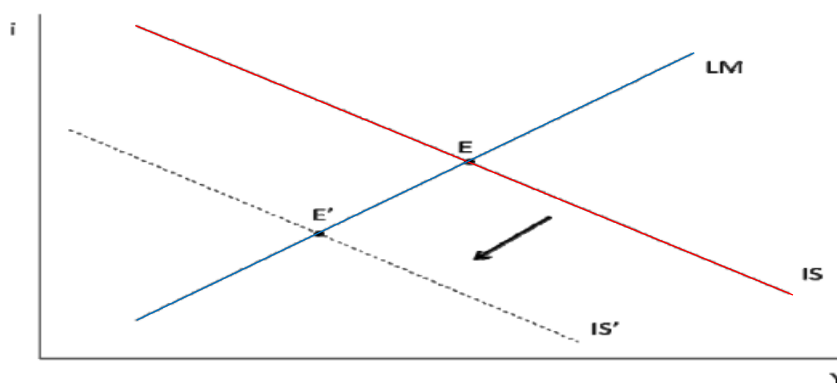
Considerando ora il modello IS – LM, la variazione del livello degli investimenti influisce solo sulla curva IS e non sulla curva LM. Perciò la nuova funzione della curva IS dipende anche dallo spread x e possiamo descriverla come:

$$Y = C + G + I(Y, i + x(A(B), A(F)))^4$$

⁴ Legenda: C= consumi, G= spesa pubblica, I= investimenti, Y= produzione

Durante la crisi, il capitale delle banche diminuì, causando uno spostamento verso sinistra della curva IS. Questo spostamento determinò una diminuzione del punto di equilibrio del reddito come si nota dal Grafico 2.

Grafico 2: la curva IS al variare del capitale delle banche



LEGENDA

- : curva IS
- : curva LM
- : curva IS' spostata a causa della diminuzione del capitale delle banche
- E: equilibrio iniziale
- E': nuovo equilibrio
- i: tasso di interesse
- Y: produzione

Quindi un qualsiasi fattore che modifica il capitale delle banche comporta uno spostamento del livello di produzione di equilibrio. Inoltre, tanto è maggiore l'effetto leva e tanto maggiore sarà l'effetto sull'equilibrio di un determinato calo delle attività⁵.

Questo è il principale motivo per cui la crisi finanziaria ha colpito l'economia reale: le perdite sui mutui sub-prime, amplificate dall'alto livello di leva finanziaria, hanno causato gravi riduzioni del capitale delle banche. Ciò, come spiegato precedentemente, ha portato ad un aumento dello spread e ad una conseguente diminuzione degli investimenti.

⁵ Se la leva finanziaria è elevata una perdita nel valore delle attività avrà un impatto maggiore sul capitale rispetto ad una situazione con minor leva finanziaria.

Capitolo II: I piani di salvataggio attuati dalla Fed e dal Tesoro

2.1 I salvataggi delle singole banche

Come visto nel capitolo precedente, la situazione delle banche era molto instabile soprattutto perché avevano fatto molto ricorso ai mutui sub-prime e agli strumenti derivati. Conseguentemente, le maggiori istituzioni finanziarie come la Citigroup, la Bank of America e la J.P Morgan Chase nel 2007, con l'aiuto del Tesoro, accettarono di collaborare insieme per creare un fondo chiamato "Master Liquidity Enhancement Conduit"⁶.

Questo fondo aveva il compito di contribuire a stabilizzare il mercato delle obbligazioni e alleviare le ripercussioni negative derivanti dai mutui sub-prime.

Nonostante l'approvazione del suddetto piano di collaborazione da parte del segretario del Tesoro Paulson, i banchieri della Bank of America e della J. P Morgan non vollero essere accostati al nome della Citigroup dato che aveva un bilancio "tossico".

Quindi la strategia pensata da Paulson non andò in porto in quanto le banche citate non vollero associarsi come cartello ad una banca in difficoltà dando l'immagine di essere nella stessa situazione della Citigroup rischiando quindi una possibile ulteriore perdita di fiducia da parte del sistema.

A seguito di questo tentativo non riuscito, la Fed assunse il ruolo di intermediario negli accordi di acquisizione tra le banche. Infatti, nel 2008 la Bear Stearns⁷, una delle più grandi banche di Wall Street, era sull'orlo del fallimento. Se questa grande banca fosse fallita avrebbe causato il panico nel settore finanziario. Fortunatamente la J.P Morgan era interessata ad acquistare la Bear Stearns; inizialmente la Fed di New York per favorire l'acquisizione prestò 12,9 miliardi di dollari alla J.P Morgan (Tooze J. Adam, 2018, pagina 192).

Quest'ultima, a sua volta, girò il prestito alla banca in difficoltà permettendole di non fallire almeno finché l'operazione di acquisizione non fosse andata in porto. La Fed in questa operazione ebbe un ruolo fondamentale perché, con i poteri straordinari concessi dalla sezione 13(3)⁸ del suo statuto,

⁶ Denominato anche "Super Siv"

⁷ La Bear Stearn, prima che entrasse in forte crisi era la quinta banca di investimento più grande, con 18 miliardi di dollari in asset

⁸ La sezione 13(3) del Federal Reserve Act, in circostanze molto gravi e inusuali la Fed può fare credito a soggetti anche diversi dalle banche. Questo suo potere non veniva utilizzato dagli anni '30

riuscì a togliere 30 miliardi di dollari (Tooze J. Adam, 2018, pagina 192) di asset pericolosi e dubbi dai bilanci della Bear grazie ad un SIV⁹ finanziato dalla Fed di New York.

Inizialmente la J.P Morgan si era accordata per acquistare le azioni della Bear a due dollari l'una, ma dopo che gli azionisti della società si opposero il prezzo fu aumentato a dieci dollari per azione.

Va rilevato che le stesse azioni della società solo un anno prima avevano una quotazione di 159 dollari.

Questo salvataggio da parte della Fed di una banca in grande difficoltà diede la speranza anche alle altre banche nelle stesse condizioni di poter essere aiutate per evitare il fallimento. Infatti per alcuni teorici questa mossa della Fed avrebbe indotto gli amministratori della Lehmann Brothers a sottovalutare il rischio del fallimento e a prendere tempo per scegliere l'accordo con le altre banche più vantaggioso (Tooze J. Adam, 2018, pagina 193).

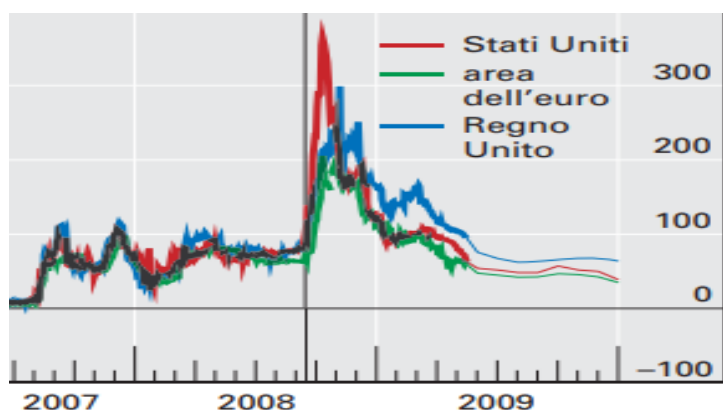
In quel periodo, nonostante il salvataggio della Bear Stearns abbia comportato un aumento dei prezzi delle attività finanziarie e una maggiore stabilità del sistema, il mercato interbancario non si riprese del tutto. Infatti, la differenza¹⁰ di tasso tra gli swap su indici overnight (OIS¹¹) e i crediti interbancari a termine (Euribor), si mantenne ad un livello molto alto rispetto a quelli registrati prima dello scoppio della crisi (si veda Grafico 3)

⁹ Il SIV è una tipologia di società finanziaria che prende a prestito del denaro nel mercato monetario con l'emissione di titoli a breve termine e per investirli in titoli a lunga scadenza a tassi di interessi più elevati rispetto a quello di finanziamento

¹⁰ Lo spread tra questi due tassi rappresenta il premio sul rischio di un credito su un deposito a termine in confronto ad uno su un deposito senza rischio (denominato "a vista")

¹¹ Il tasso OIS è il tasso fisso dato in contropartita al tasso variabile Eonia con il quale le due parti si accordano a scambiarsi una serie di pagamenti giornalieri per un determinato periodo di tempo

Grafico 3: differenza fra il tasso tra i crediti interbancari a termine e gli OIS



Fonte: JP Morgan Chase, elaborazioni BRI

Il grafico mostra come le banche, nonostante la certezza che la Fed e il Tesoro si erano prontamente attivate per evitare il fallimento di una banca ed aiutare quindi il sistema bancario, erano riluttanti all'impegnare le proprie risorse in operazioni creditizie con altre banche. Questo era dovuto in gran parte alla mancanza di fiducia degli istituti bancari sulla condizione patrimoniale delle altre banche.

Questo atteggiamento si aggravò ulteriormente quando, a giugno del 2008, furono diffuse delle notizie negative sul settore delle assicurazioni monoline¹². Infatti i rating di MBIA¹³ e di Ambac¹⁴ furono abbassati e successivamente anche i rating delle altre società di quel settore furono rivisti in negativo. A queste preoccupazioni per la perdita di valore dei titoli da esse assicurati, si aggiunsero anche i risultati negativi dei bilanci delle banche d'investimento. Di conseguenza i titoli nel mercato creditizio e delle azioni subirono un forte calo.

Le forti pressioni del sistema finanziario colpirono le due società GSE Fannie Mae e Freddie Mac che si trovavano in una situazione molto critica. Le società GSE sono agenzie patrocinate dallo stato che pur essendo società con un consiglio di amministrazione e con azionariato, sono costituite dal settore pubblico con l'obiettivo di sostenere il settore residenziale.

Fannie Mae e Freddie Mac non erogano mutui ma fungono da intermediari tra il mutuatario e la società di credito ipotecario. Il meccanismo molto utilizzato dalle banche nei primi anni del 2000 era quello di vendere il credito a queste due società, che accorpavano tutti i mutui e li vendevano a

¹² All'inizio erano state create per garantire le emissioni di obbligazioni municipali, ma con il passare degli anni ampliarono il loro business fino a coprire tutte le tipologie di obbligazioni, quindi anche quelle legate alla crisi del 2008

¹³ È una società di servizi finanziari americana fondata nel 1973 ed è il più grande assicuratore di obbligazioni al mondo

¹⁴ È una delle più grandi società a fornire prodotti di garanzia sulle obbligazioni

terzi. Oltre ad offrire questi titoli garantivano agli investitori la copertura su eventuali perdite su crediti, ciò permetteva ai possessori di questi titoli, in caso di sofferenza dei mutui a loro venduti, un risarcimento integrale. Addirittura, nel 2008 erano queste due società a garantire il 75% dei mutui di nuova emissione negli USA, erano titolari di Mbs per un importo pari a 1,8 trilioni di dollari e ne garantivano per un valore di 3,7 trilioni su base di capitale netto (Tooze J. Adam, 2018, pagina 193).

Il vero problema di fondo, che è stato riscontrato solo con lo scoppio della crisi, è che queste due agenzie erano autorizzate ad operare anche in condizioni di capitale inadeguato per onorare le garanzie promesse.

Il fallimento di queste due società avrebbe causato l'inevitabile fallimento dei restanti erogatori di mutui e di prestiti e avrebbe messo a rischio l'immagine creditizia dello Stato.

Per evitare tutto ciò, nei primi mesi del 2008, Paulson portò a livello politico la questione cercando di far collaborare i Democratici con i Repubblicani al Congresso¹⁵, in modo da salvare questi due importanti giganti dei mutui.

Inizialmente i due schieramenti non collaborarono tra loro e solo il 26 luglio di quello stesso anno l'autorizzazione straordinaria al piano di Paulson venne approvata dal Congresso, sebbene solo un terzo dei Repubblicani votarono a favore (Tooze J. Adam, 2018, pagina 195).

Da quel momento il Tesoro iniziò gli approfondimenti e le trattative con i regolatori falliti di Fannie Mae e di Freddie Mac e ne emerse che le due GSE erano insolventi e che quindi l'iniezione di liquidità pensata da Paulson non sarebbe bastata per evitarne il fallimento. Perciò il 7 settembre le due agenzie furono poste in regime di amministrazione controllata dal governo con l'aiuto della Fed. In questo modo, in caso di necessità, il Tesoro avrebbe colmato il capitale delle due, partendo da un importo massimo di cento miliardi di dollari per ciascuna e inoltre la Federal Reserve si sarebbe impegnata a contribuire al risanamento della posizione di Fannie Mae e di Freddie Mac acquistando tutti gli Mbs pericolosi (Bernanke Ben S, 2014, pagina 100).

Facendosi garante delle passività delle GSE, il Tesoro riuscì a tutelare gli investitori e a rassicurare gli obbligazionisti. Ciò non ebbe ricadute positive solo sugli investitori statunitensi, ma anche su

¹⁵ Il Congresso è l'organo legislativo del Governo degli USA. È composta dalla camera e dal senato. I membri della camera sono eletti direttamente dal popolo mentre quelli del senato sono due per ogni stato. Ogni legge deve essere approvata sia dai componenti del senato sia da quelli della camera (bicameralismo perfetto)

quelli del resto del mondo dato che nell'estate del 2008 questi ultimi possedevano 800 miliardi di dollari di debiti emessi da Fannie Mae e da Freddie Mac (Tooze J. Adam, 2018, pagina 194). In tal modo si evitò l'espandersi e l'ingigantirsi della crisi.

Negli Stessi giorni in cui la Fannie Mae e la Freddie Mac furono nazionalizzate, la Lehman Brothers¹⁶ e la Merrill Lynch¹⁷ si trovavano in una situazione molto grave. Quest'ultima però, a differenza della Lehman, si adoperò in fretta per cercare un possibile acquirente per evitare il fallimento. Infatti, il suo management spinse molto per poter avere la possibilità di trattare con la Bank of America.

La Merrill fece leva sulle voci di un forte interessamento dell'amministratore delegato della Bank of America Ken Lewis di integrare nella sua istituzione una banca d'affari. Oltretutto questa operazione per la BofA¹⁸ era considerata molto vantaggiosa, dato che avrebbe acquisito l'altra compagine ad un valore molto inferiore se paragonato a quello prima della crisi. La Merrill Lynch, infatti, era valutata precrisi 150 miliardi di dollari, con 1,02 trilioni di dollari di asset e con più di 60.000 dipendenti (Tooze J. Adam, 2018, pagina 197).

Grazie anche alla pressione della Fed e del Tesoro americano, la Bank of America acquistò la Merrill Lynch per 50 miliardi di dollari, pagando le azioni un terzo del valore prima dello scoppio della crisi (comunque ad un prezzo superiore del 40% rispetto a quello della settimana precedente).

In seguito a questa acquisizione la Lehman Brothers si vide costretta a cercare un'altra possibile acquirente pronta a salvarla dal fallimento. Negli USA non c'era alcuna società interessata a tale acquisto e l'ultima possibilità risiedeva nella Barclays¹⁹.

Nonostante l'interesse della banca londinese il primo ministro Gordon Brown e il cancelliere Alistair Darling non favorirono l'acquisizione non intervenendo sulle norme regolamentari (Tooze J. Adam, 2018, pagina 198). Le motivazioni del loro comportamento sono riconducibili al mancato raggiungimento del voto unanime degli azionisti della Barclays e dal mancato impegno del Tesoro americano e della Fed a contribuire nell'operazione.

¹⁶ La Lehman Brothers, fondata nel 1850, fu una delle più grandi società attiva nei servizi finanziari più grandi di Wall Street. Già nel 2007 la situazione era molto grave visto che questa società era stata costretta a chiudere nell'agosto del 2007 la sua banca completamente dedicata ai mutui sub-prime, chiamata BNC Mortgage. Ad aggravare ulteriormente la situazione furono i risultati nel secondo trimestre del 2008 che registrarono 2,8 miliardi di dollari di perdite e un calo del 73% del valore delle azioni.

¹⁷ È una banca d'investimento, fondata nel 1914, che opera in più di 40 Paesi al mondo

¹⁸ Bank of America

¹⁹ Banca britannica fondata nel 1690 a Londra da John Freame e Thomas Gould

La Fed, in questa occasione, non fece gli stessi sforzi che aveva compiuto precedentemente per salvare la Bear Stearns.

La Lehman Brothers era insolvente ed inoltre non aveva il collaterale²⁰, per questi motivi fu costretta a dichiarare bancarotta il 15 settembre, e nella stessa data la Merrill Lynch fu rilevata dalla Bank of America. A causa del mancato supporto della Fed e del Tesoro americano all'operazione di acquisizione della Lehmann Brothers da parte della banca britannica, molti pensarono che fosse una mossa studiata da Paulson e da Bernanke per poter «tracciare una linea» (Wall Street Journal, 2008, 15 settembre 2008, *Wall Street Reckoning*), ovvero porre un chiaro limite ad un aiuto illimitato alle singole banche.

A confermare il fatto che di proposito la Fed e il Tesoro non avevano favorito l'accordo, furono i commenti di uno dei collaboratori di Paulson che definì quel giorno come una «bella giornata» (Tooze J. Adam, 2018, pagina 198) e del cancelliere della Gran Bretagna Alistair Darling che affermò: «[...] il Tesoro americano era restio a fornire l'appoggio finanziario per far sì che l'accordo andasse a buon fine [...]» (Darling Alistair, 2011, pagina 121-122).

Il fallimento della Lehman Brothers innescò la corsa agli sportelli²¹ nel sistema bancario ombra²², bloccando di conseguenza il meccanismo molto usato dei “pronti contro termine” (Paul Krugman, 2012, pagina 77) che offriva alle banche l'opportunità di raccogliere liquidità immediata in cambio di titoli come i mortgage – backed securities.

Inoltre le altre istituzioni non volevano avere come unica garanzia questi titoli, in cambio di fondi a brevissimo termine, ma richiedevano ulteriori garanzie reali. Questo spinse le banche, che non erano più in grado di soddisfare la richiesta di liquidità, a vendere a prezzi molto bassi le proprie attività spingendo sempre più a ribasso le quotazioni e inducendo i finanziatori a richiedere ulteriori garanzie. Quindi solo pochi giorni dopo il fallimento del 15 settembre non solo il mercato finanziario era in una forte crisi ma anche l'economia reale si trovò in una situazione molto compromessa.

²⁰ Bene finanziario o reale che la banca concede in garanzia a fronte di un debito

²¹ È un fenomeno che avviene quando molti clienti della stessa banca a causa di una perdita di fiducia nei confronti dell'istituto, “corrono” a prelevare i loro fondi causando grosse difficoltà alla banca stessa che deve riuscire a garantire la restituzione del denaro a chi ne fa richiesta.

Addirittura, due economisti D.W Diamond e P. Dybvig, nell'articolo “Bank runs, deposit insurance, and liquidity” pubblicato nel 1983 nel “The Journal of Political Economy”, dimostrarono come il rischio alla corsa agli sportelli fosse insisto nella figura della banca.

²² Sistema che opera combinando la raccolta a breve con con investimenti in titoli di finanza strutturata e non.

Una delle società che più fu colpita dagli effetti del fallimento della Lehman Brothers fu l'American International Group (Aig). Essa era la più grande società di assicurazioni che negli anni 2000 offriva, oltre alle assicurazioni tradizionali, anche delle polizze assicurative contro il fallimento, vendendo CDS's (Amighini Alessia, Blanchard Olivier, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 9). Ciò permetteva, alle banche preoccupate di un possibile fallimento di un loro titolo nel portafoglio, di poter acquistare CDS's da Aig che doveva pagare il valore del titolo in caso di suo effettivo fallimento. In cambio l'American International Group chiedeva inizialmente un prezzo commisurato al rischio di fallimento di tali titoli.

Queste assicurazioni erano molto vantaggiose per le banche perché permettevano loro di poter tenere un minor capitale in quanto queste polizze assicurative rendevano i titoli privi di rischio²³. Una caratteristica di Aig, che in seguito sarebbe risultata una delle cause che l'ha portata ad un passo dal fallimento, era quella di non essere obbligata a detenere capitale a fronte delle polizze che stava rilasciando.

Per questa ragione la società di assicurazioni entrò in forte crisi, già nel 2006 quando i prezzi delle case iniziarono a diminuire e si aggravò nel 2008 dopo il fallimento di Lehman Brothers.

Le banche, che avevano ricorso in grande quantità ai CDS's, appurarono che senza le assicurazioni le loro attività sarebbero diventate così rischiose da non aver la possibilità di coprire le perdite con il proprio capitale. Il fallimento di Aig non avrebbe colpito solo le banche ma si sarebbe riversato anche sui cittadini americani che erano assicurati con questa società con la stipula, ad esempio, di polizze assicurative sulla vita.

Dato che la società era collegata a molte banche e istituzioni finanziarie internazionali, gli effetti non si sarebbero limitati a colpire il territorio americano ma si sarebbe diffuso in tutto il mondo. La Fed, di conseguenza, temeva che, se non avesse impedito il fallimento di Aig, non sarebbe stato possibile controllare l'andamento della crisi destinata inesorabilmente a diventare incontrollabile e di portata internazionale.

Per evitare ciò la Fed, come aveva già fatto per salvare Bear Stearns, utilizzò i poteri straordinari concessi dalla sezione 13(3). Poté così erogare un prestito di 85 miliardi di dollari usando le proprie attività come collaterale (Bernanke Ben S, 2014, pagina 115) e inoltre dichiarò che avrebbe garantito

²³ Tanto meno sono rischiosi gli asset di una banca tanto meno capitale è richiesto secondo la regolamentazione bancaria

il portafoglio di CDS della società assicurativa e la sua attività di prestare titoli. In cambio di questo impegno e dell'ingente somma di denaro, la Fed acquisì una partecipazione nella società in modo da garantire al governo americano una quota azionaria del 79,9% (Tooze J. Adam, 2018, pagina 200) dell'intera attività assicurativa su scala internazionale.

L'operazione di salvataggio iniziò con l'acquisto da parte della Fed di New York del portafoglio di Mbs di Aig, permettendo così, a quest'ultima, di poter ripagare le controparti. Successivamente la Fed comprò tutti i CDO su cui erano state sottoscritte le polizze assicurative aiutando così definitivamente la Aig a non fallire.

Tutto ciò giovò anche alle banche europee perché la Fed si impegnò a far restare valide le assicurazioni che Aig aveva offerto precedentemente agli istituti oltreoceano.

Questa operazione evitò così la possibilità di un ulteriore aggravamento della situazione nel sistema finanziario globale determinando la stabilizzazione della condizione di Aig e successivamente, per la Fed, il rientro complessivo del prestito attraverso gli interessi.

Nello stesso periodo anche altre istituzioni stavano vivendo una situazione di difficoltà. La Morgan Stanley²⁴ e Goldman Sachs²⁵, che erano le ultime banche d'affari rimaste indipendenti, avevano perso rispettivamente a metà di settembre 2008 l'11% e il 23% del loro valore in borsa.

Inizialmente, secondo quanto riportato dal canale televisivo Cnbc, le due società stavano cercando di trattare una fusione con Wachovia²⁶ o con altre banche. Ma tale obiettivo di fusione non andò mai in porto e la Fed intervenne per evitare che questi due colossi fallissero.

Il 22 settembre 2008 la Federal Reserve permise a queste due società di essere rinominate come gruppo bancario commerciale per far sì che esse potessero accedere alla liquidità fornita dalla stessa Fed²⁷.

Ciò comportò una grossa difficoltà al fondo, istituito dalla Fed per garantire le banche commerciali, che conseguentemente, il 25 settembre dello stesso anno, smise di fornire liquidità e fu costretto a svendere la Washington Mutual, la più importante associazione di risparmio e prestito degli USA.

²⁴ È una banca d'affari fondata nel 1935 con sede a New York

²⁵ È una delle più grandi banche d'affari su scala globale, fondata nel 1869

²⁶ Società che si occupava di servizi finanziari che è stata acquistata successivamente il 31 dicembre 2008 da Wells Fargo

²⁷ Alle banche commerciali era data la possibilità di essere tutelate dall'assicurazione sui depositi dell'FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation)

Questa, avendo in bilancio di 244 miliardi di dollari collegati ai mutui (Tooze J. Adam. (2018), pagina 202), fallì. La Washington Mutual fu la più grande banca commerciale degli Stati Uniti a fallire.

2.2 I piani di salvataggio di massa

La Fed nel salvare questi colossi finanziari dal fallimento, contrariamente a ciò che era stato fatto nella crisi del '29, seguì la regola di Bagehot (Bernanke Ben S, 2014, pagina 101). Questa regola prevedeva che la Banca centrale dovesse erogare liquidità e credito a chiunque ne avesse fatto richiesta in modo da evitare eventuali fallimenti e corse agli sportelli.

Nel 2008 la Fed, come è stato descritto nel precedente paragrafo, si era impegnata molto nel cercare di salvare le grandi istituzioni dal crollo, ritenendo che la maggior parte di esse fossero vitali per l'economia e la salute dello Stato²⁸.

A tal proposito è rilevante la posizione di Bernanke²⁹, che nella veste di presidente della Fed, affermò «ovviamente le misure prese per salvare Bear Stearns e Aig non costituiscono un modello per la gestione delle crisi future. [...] È chiaro, infatti, che c'è qualcosa di profondamente sbagliato in un sistema nel quale alcune istituzioni sono considerate "too big to fail". [...] Lo status di too big to fail dà a queste grandi istituzioni un incentivo a esporsi a rischi eccessivi, sapendo di poter realizzare enormi guadagni se le operazioni vanno a buon fine e di poter contare sull'intervento delle autorità se qualcosa va storto» (Bernanke Ben S, 2014, pagina 115, 116).

La Fed non si era limitata ad aiutare solo le banche più importanti ma, già agli inizi del 2007, la Federal Reserve aveva iniziato a ridurre i tassi di interesse per sostenere la ripresa economica con una politica monetaria espansiva. (Grafico 4)

²⁸ Questo concetto è stato soprannominato "too big to fail"

²⁹ Presidente della Fed dal 2005 al 2014

Grafico 4: i tassi di interesse negli Usa



Fonte: La Repubblica

Dal grafico si nota come dalla fine del 2007 la Fed abbia ridotto al minimo il tasso di interesse fino a raggiungere un valore compreso tra zero e 0,25. Quindi si era arrivati in una situazione di impossibilità di diminuire ulteriormente i tassi, ovvero alla cosiddetta “trappola di liquidità”³⁰. Il tasso di interesse rimase uguale a zero anche per i successivi anni perché la Fed aumentò l’offerta di moneta tramite operazioni di mercato aperto. La Banca Centrale americana, infatti, continuò ad accrescere l’offerta di moneta anche se si era già raggiunto lo zero lower bound adottando così una politica monetaria non convenzionale (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2020, pagina 180).

Occorre evidenziare che pur in presenza di uno zero lower bound, ci possono essere altri tassi di interesse che rimangono positivi a causa dei premi sul rischio. In questo contesto la Fed intervenne acquistando altre attività finanziarie in modo da ridurre il premio al rischio affinché si riducessero i tassi sui prestiti, stimolando in tal modo l’economia. Questi programmi di acquisto di titoli su larga scala sono chiamati “quantitative easing” (Alessia Amighini, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2020, pagina 634).

³⁰ La Banca centrale riduce i tassi di interesse quando vuole aumentare la moneta in circolazione, ma il tasso di interesse non può scendere sotto lo zero, il cosiddetto “zero lower bound”. Una volta giunti a questo livello la politica monetaria è inefficace.

Inizialmente, a partire da novembre del 2008, la Fed acquistò una quantità molto elevata di buoni del Tesoro statunitense (chiamati Treasury) e di Mbs di Fannie Mae e di Freddie Mac. Il concetto sottostante a questo approccio sta nel fatto che acquistando Treasury e gli Mbs, la Federal Reserve riduceva la loro disponibilità sul mercato. La riduzione dell'offerta di questi titoli determinava l'aumento dei prezzi degli stessi e la diminuzione dei rendimenti attesi³¹. Questa strategia è stata teorizzata dal monetarista Milton Friedman³² (Bernanke Ben S, 2014, pagina 137).

La riduzione della disponibilità dei buoni del Tesoro e dei Mbs spinse gli investitori a preferire altre tipologie di titoli come, ad esempio, le obbligazioni societarie, aumentandone il prezzo e riducendone il rendimento. Ciò ha creato una riduzione dei rendimenti di molti titoli che ha così comportato uno stimolo per l'economia.

In quel periodo la Fed riuscì a pagare 2000 miliardi di dollari (Bernanke Ben S, 2014, pagina 138) per acquistare questi titoli accreditando le cifre corrispondenti nei conti, detti conti riserve, ovvero nelle riserve delle banche detenute presso la stessa Fed.

La Fed per riuscire a risollevarne l'economia fu costretta a condurre tre ondate di quantitative easing, la prima come precedentemente detto è stata fatta nel 2008, la seconda nel marzo del 2009 e l'ultima nel novembre del 2010. Alcuni economisti a tal proposito, come Paul Krugman, ritennero che la Fed avesse utilizzato in modo non aggressivo il quantitative easing avendolo usato solo quando la situazione era particolarmente grave e smettendo quando migliorava (Paul Krugman, 2012, pagina 245).

Oltre ad utilizzare la politica monetaria non convenzionale la Banca Centrale americana si è servita dello "sportello di sconto" (Bernanke Ben S, 2014, pagina 104). Questo permetteva alla Fed di erogare prestiti a breve alle banche. Tale meccanismo era molto utile per le banche che si trovavano senza liquidità perché permetteva loro di poter richiedere un prestito overnight alla Fed pagando il tasso di sconto³³.

Durante la crisi però furono apportate delle modifiche a questo strumento in modo da assicurare le banche interessate sull'effettiva disponibilità di credito.

³¹ Perché i rendimenti e i prezzi dei titoli sono inversamente correlati

³² Milton Friedman, premio Nobel per l'economia nel 1976, è stato un economista nato a New York nel 1912. Egli è uno dei più importanti esponenti della scuola di Chicago e fondatore del pensiero monetarista.

³³ È il tasso che è applicato a questo tipo di operazioni

Oltre a ciò, la Fed prolungò la scadenza dei prestiti per favorire l'accesso ai fondi alle banche in difficoltà, dando loro maggiore respiro e margine di manovra.

Oltre allo sportello di sconto, la Fed è stata costretta ad utilizzare altri meccanismi per fornire prestiti a tutte le tipologie di istituzioni finanziarie, come ad esempio speciali linee di credito e di liquidità garantite da collaterale.

Ben Bernanke, presidente della Federal Reserve durante la crisi del 2008, fece notare come la Fed, attraverso i vari strumenti in suo possesso, abbia esercitato «la classica funzione di prestatore di ultima istanza che le banche centrali svolgono da qualche centinaio di anni. Diversamente da quanto accaduto in passato, però, questa azione si è svolta in un contesto istituzionale differente dal tradizionale sistema bancario» (Bernanke Ben S. (2014), pagina 106).

Nonostante nel 2007 la Fed avesse iniziato a fornire molta liquidità, dopo il fallimento della Lehmann Brother e della Washington Mutual, il Tesoro e la Fed stessa ebbero bisogno di un piano per garantire un aiuto generale a tutte le istituzioni da far approvare tempestivamente dal Congresso per essere prontamente utilizzabile. Per questo motivo Paulson propose già il 20 settembre al Congresso un piano, soprannominato TARP³⁴, che prevedeva inizialmente la possibilità per il Tesoro di poter spendere fino a 700 miliardi di dollari, in modo da stabilizzare i mercati obbligazionari (Tooze J. Adam, 2018, pagina 202).

Inizialmente questa proposta non passò al Congresso in quanto ad approvarla furono solo in 205(140 democratici e solo 65 repubblicani) e a sfavore votarono 228(133 repubblicani e 95 democratici) (Tooze J. Adam, 2018, pagina 207).

Dopo l'iniziale rifiuto della proposta di Paulson, il Tesoro fece un secondo tentativo ma in questo caso i 700 miliardi di dollari sarebbero stati suddivisi in 3 fasi: la prima da 250 miliardi, la seconda da 100 e la terza da 350 miliardi, quest'ultima solo se richiesta dal presidente e approvata dal Congresso. Inoltre, questo aiuto alle banche sarebbe stato controbilanciato da agevolazioni fiscali al ceto medio e, grazie alla sezione 109 del TARP, il Tesoro poteva facilitare le modifiche nella regolamentazione dei prestiti per evitare i pignoramenti delle case (Tooze J. Adam, 2018, pagina 219).

³⁴ Troubled Asset Relief Program

Il 3 ottobre del 2008 il TARP fu approvato, ma inizialmente ci furono grosse difficoltà nell'applicarlo, perché in quel momento era impossibile per il Tesoro americano creare un mercato per gli asset rischiosi in una situazione di sfiducia nei mercati. Avrebbe dovuto o sacrificare gli interessi dei contribuenti, strapagando i titoli, o rischiare di compromettere la situazione delle banche che stava cercando di aiutare.

Per questo il piano fu rielaborato dal Tesoro stesso, dalla Fed e dall'FDIC³⁵ e il 13 ottobre fu presentato alle nove banche più importanti degli Usa³⁶. Veniva chiesto a queste banche di accettare una parte di capitale governativo sotto forma di azioni privilegiate. I dividendi richiesti dallo Stato sarebbero stati molto bassi nei primi cinque anni ma dopo sarebbero aumentati per incentivare le banche a ripagarli. In cambio a tutto ciò questi istituti bancari avrebbero ricevuto garanzie dall'FDIC sui conti correnti aziendali (Tooze J. Adam, 2018, pagina 220) e su qualsiasi nuovo debito fino all'estate del 2009.

I feedback sulla proposta furono differenti perché per le banche meno importanti era molto vantaggioso; si pensi, ad esempio, che i rendimenti sulle obbligazioni della Citigroup erano del 22% mentre il Tesoro ne chiedeva solo il 5%.

Le banche più importanti, come la J.P Morgan, non necessitavano del TARP per sopravvivere ma comunque ritennero importante firmare la proposta per la situazione che si stava creando e per aiutare anche gli altri istituti finanziari. Infatti, Dimon³⁷ fu uno dei primi ad accettare il piano proposto da Paulson ma puntualizzò che lo avrebbe fatto solo a condizione che anche tutte le altre banche considerate dal Tesoro avrebbero fatto lo stesso.

Per convincere la J. P Morgan ad accettare il piano fu concesso alle banche partecipanti di continuare a pagare i dividendi che non superavano il 5%. Solo la Wells Fargo rifiutò inizialmente, ma con la minaccia di essere sottocapitalizzata, e quindi esclusa dal mercato dei capitali, firmò il piano. Pertanto, alla fine, le nove banche più importanti d'America accettarono 125 miliardi di dollari in azioni privilegiate dal governo (Tooze J. Adam, 2018, pagina 221).

³⁵ Federal Deposit Insurance Corporation è una società del governo indipendente, istituita con il Glass Steagall Act nel 1933. Essa si occupa di gestire i fondi del bilancio federale e fornisce assicurazione sui depositi delle banche fino a 250.000 dollari per ciascuna

³⁶ Bank of America / Merrill Lynch, Bank of New York Mellon, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, State Street e Wells Fargo

³⁷ Jamie Dimon è il presidente e CEO della J.P Morgan

L'obiettivo di Paulson era quello di convincere le maggiori banche a partecipare in modo da non far risultare questo aiuto pubblico come un segno di debolezza.

Nonostante la rilevanza e la portata dello strumento, il contesto era talmente mutevole e difficile che furono necessari adeguamenti puntuali sulle singole realtà.

Il maggiore beneficiario del TARP fu la Citigroup che ricevette 25 miliardi di dollari in cambio di obbligazioni valutate 15,5 miliardi e destinate a scendere di prezzo. Per questo motivo, Sheila Bair, allora presidentessa della Federal Deposit Insurance Corporation, affermò che il piano di Paulson era una messa in scena per nascondere il salvataggio della Citigroup (Bair Sheila, 2012, pagina 142,143).

Essa era troppo grande e collegata per fallire ma nonostante il denaro fornito da novembre del 2008 registrò profonde perdite e fu costretta a licenziare 52.000 dipendenti. Addirittura, la sua quotazione calò fino a 20,5 miliardi di dollari da un valore di 250 miliardi registrato nel 2006. Per scongiurare un altro fallimento si creò un piano apposito per salvarla che prevedeva una ulteriore iniezione di denaro di 20 miliardi di dollari e il "piano di protezione dalle perdite" che la tutelava dai rischi rilevanti da 306 miliardi di dollari in asset problematici. In contropartita il governo ricevette sette miliardi di dollari in azioni privilegiate che pagavano l'8% (Tooze J. Adam, 2018, pagina 223-224).

Il TARP non fu l'unico piano di salvataggio attuato dalla Fed e dal Tesoro, infatti nel marzo del 2008, la Banca Centrale americana attivò il Primary Dealer Credit Facility (PDCF). Esso garantiva agli operatori più importanti nel mercato dei repo³⁸ la possibilità di ottenere in modo illimitato prestiti overnight dalla Fed, in contropartita a qualsiasi collaterale.

Il totale della liquidità prestata attraverso il PDCF fu di 8,951 trilioni di dollari ed è stato il più grande piano per fornire liquidità in sostegno prevalentemente solo alle banche americane (Tooze J. Adam. (2018), pagina 233). La Federal Reserve attraverso i suoi piani non ha aiutato a risollevare solo le istituzioni finanziarie americane ma anche quelle di tutto il mondo vista l'importanza delle banche oltreoceano per l'economia americana.

Nello specifico caso del Primary Dealer Credit Facility i maggiori beneficiari furono Merrill Lynch, Citigroup, Morgan Stanley e Bank of America, ma oltre a queste la Fed permise il ricorso a questo

³⁸ I repo sono dei contratti di riacquisto con sottostanti titoli di Stato

piano alle sussidiarie di Londra di Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch e Citigroup, aiutando così anche il mercato dei repo nella capitale inglese.

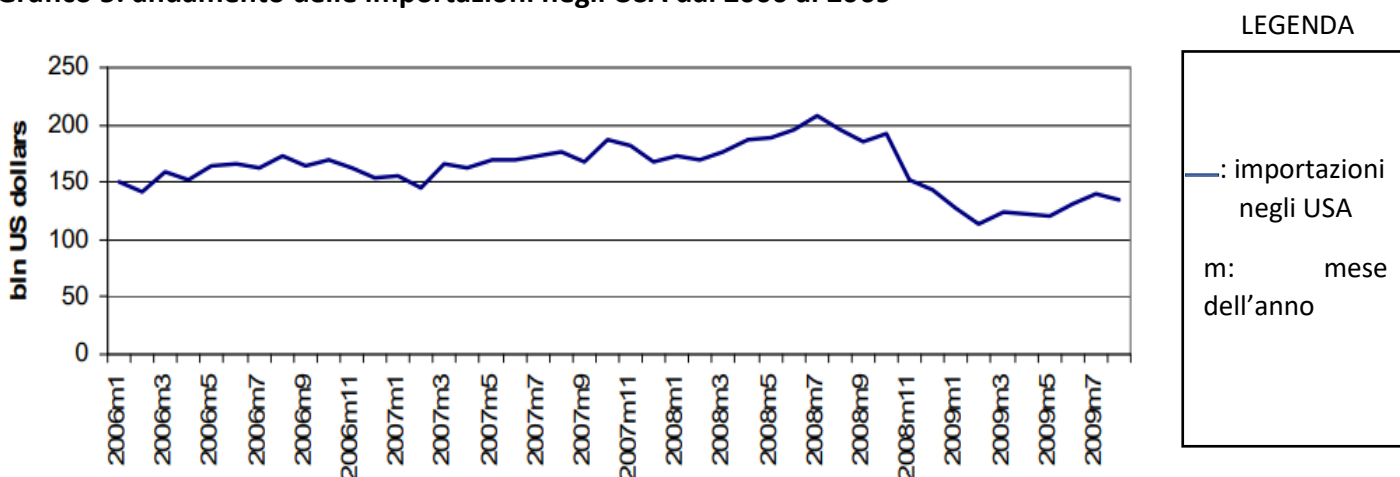
Capitolo III: Implicazioni oltre oceano della politica della Fed

3.1 I primi interventi della BCE e dei singoli stati europei

Pur essendo scoppiata negli Stati Uniti, la crisi ebbe una portata internazionale e colpì la maggior parte degli Stati industrializzati. Questa sua veloce espansione anche oltre oceano fu dovuta al forte legame tra i paesi europei e asiatici con gli Stati Uniti in quanto questi ultimi erano (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 24) il più grande importatore di beni di tutto il mondo.

A causa della riduzione del reddito, con l'avanzare della crisi, si ridussero i consumi e di conseguenza diminuirono anche le importazioni, addirittura fino a raggiungere il 49% in meno rispetto alla situazione degli anni precedenti, come indicato nel Grafico 5.

Grafico 5: andamento delle importazioni negli USA dal 2006 al 2009



Fonte: WTO, Short – term merchandise trade statistics

Questo crollo delle importazioni colpì soprattutto i paesi commercialmente più dipendenti dalle richieste statunitensi, come la Cina, che forniva il 16% del totale delle merci importate, gli stati Europei, che invece ne rappresentavano il 17%, oltre al Canada e al Messico che ne fornivano rispettivamente il 15% e il 10%.

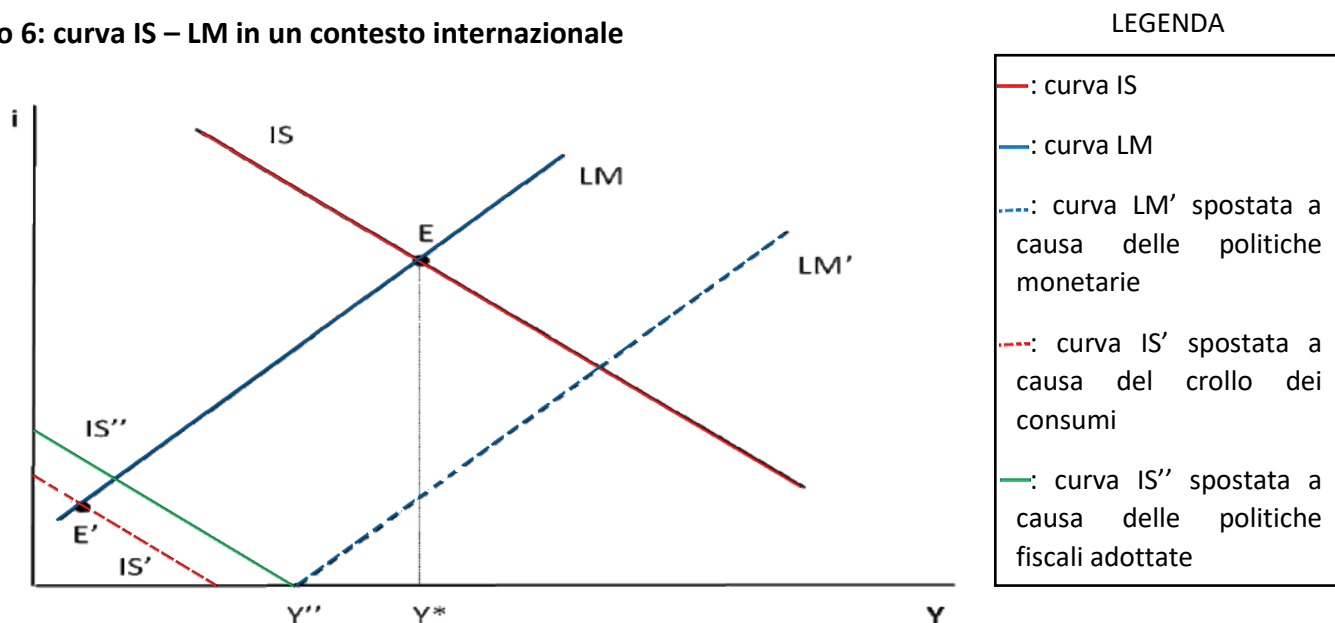
Pur essendo molto importante il mercato delle importazioni e delle esportazioni di merci per spiegare il propagarsi della crisi su tutto il mondo, il motivo principale per cui si diffuse così largamente fu l'impatto del mercato interbancario. Infatti, nonostante in Europa non ci fosse stato

un uso particolarmente rilevante di mutui sub-prime (Krugman Paul, 2012, pagina 198), l'ondata della crisi comunque investì gravemente tutta l'Eurozona.

Inizialmente, già nel 2007, la BCE fornì 95 miliardi di euro ai mercati interbancari overnight (Tooze J. Adam, 2018, pagina 227) e anche la Banca centrale inglese iniziò a immettere liquidità nel mercato. Le banche centrali iniziarono a varare politiche monetarie per ridurre i tassi di interesse, e, contestualmente, i singoli Stati attuarono politiche fiscali aumentando la spesa pubblica per cercare di controbilanciare la drastica riduzione dei consumi e degli investimenti (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 25).

Per capire al meglio le mosse delle varie banche centrali si consideri il Grafico 6.

Grafico 6: curva IS – LM in un contesto internazionale



Dal grafico si può desumere come a causa della crisi i consumi e gli investimenti crollarono, comportando uno spostamento verso sinistra della curva IS³⁹, fino a IS'.

D'altro canto, le politiche fiscali attuate dai vari governi determinarono uno spostamento della curva IS verso destra, fino a IS'', ma tale interventi non furono sufficienti a riportarla alla posizione iniziale a causa del fatto che i risultati della politica fiscale non sono subito visibili nel breve periodo, si pensi

³⁹ La curva IS si sposta verso sinistra perché in questa situazione di crisi le banche sono state costrette a vendere parte delle loro attività facendo così aumentare i costi dei prestiti, comportando perciò un abbassamento degli investimenti

ad esempio agli investimenti in infrastrutture che richiedono anni prime di portare dei grossi benefici.

Sullo stesso grafico è raffigurato anche la politica monetaria attuata dalle banche centrali che comportò lo spostamento della curva LM verso destra fino a raggiungere LM' (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 27) e quindi lo zero lower bound. Come visto nel primo capitolo una volta raggiunto questo punto la politica monetaria tradizionale diventa inefficace e le varie banche centrali furono costrette a utilizzare le politiche monetarie non convenzionali come il quantitative easing.

Il primo vero segnale di crisi in Europa si ebbe il 14 settembre 2007 quando ci fu una corsa agli sportelli alla Northern Rock⁴⁰. L'istituto britannico era entrato in grossa difficoltà quando i prezzi delle case diminuirono dato che aveva un alto rapporto di indebitamento; infatti, l'80% dei suoi finanziamenti derivava dall'ingrosso e non dai depositi come per la maggior parte delle altre banche (Tooze J. Adam, 2018, pagina 164). Perciò anche se la banca inglese non era direttamente collegata con il mercato dei mutui sub-prime, la maggior parte dei suoi finanziamenti derivavano da mercati in cui operavano prevalentemente le banche strettamente dipendenti dai mutui americani.

Alle prime difficoltà della Northern Rock, la banca centrale inglese non intervenne per aiutarla perché il governatore inglese Mervyn King⁴¹ pensò che «il creditore ipotecario che si era sovraesposto dovesse subire le conseguenze della sua espansione irresponsabile» (Tooze J. Adam, 2018, pagina 164-165).

Il 13 settembre non ci fu solo una corsa agli sportelli dei correntisti a ritirare tutti i loro risparmi dalla banca, ma avvenne una corsa agli sportelli di portata globale che interessò i mercati monetari di tutto il mondo.

Con il passare dei mesi, pertanto, la crisi si diffuse rapidamente in tutto il vecchio continente colpendo per di più i più grandi erogatori di prestiti europei come HBOS⁴² e RBS⁴³ in Inghilterra,

⁴⁰ Essa era una nota banca inglese, nata negli anni '60 attraverso la fusione di due società di credito edilizio, nel 1997 è diventata una società per azioni ed è stata quotata in borsa

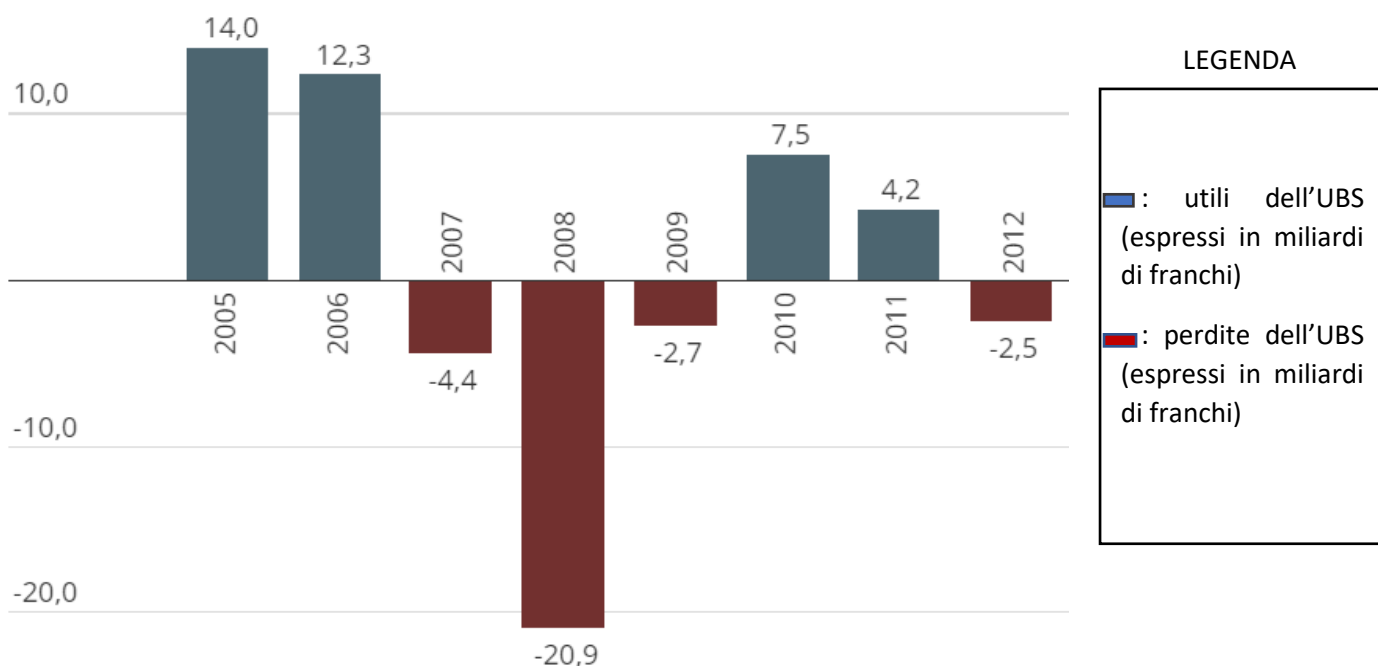
⁴¹ Dopo essere stato vicegovernatore della Banca d'Inghilterra dal 1998 al 2003 è stato il governatore della Bank of England dal 2003 al 2013

⁴² Società bancaria e assicurativa nata nel 2001 dalla fusione tra Halifax plc e Bank of Scotland. Divenne addirittura il più grande prestatore di mutui della Gran Bretagna. Fu acquistata nel 2009 da Lloyds TSB

⁴³ The Royal Bank of Scotland Group nella primavera del 2000 era stata definita come la maggiore banca al mondo

Fortis e Dexia in Benelux, Credit Suisse e UBS⁴⁴ in Svizzera. Quest'ultima negli anni precedenti aveva registrato utili (Grafico 7) soprattutto grazie all'espansione nel mercato americano nel settore dell'Investment Banking, e infatti, era la banca non statunitense maggiormente esposta nel mercato americano dei mutui e dei derivati.

Grafico 7: Utili e perdite dell'UBS dal 2005 al 2012



Fonte: UBS

Con l'avanzare della crisi però questa grossa banca svizzera, al tempo leader mondiale per quanto riguardava la gestione dei patrimoni, entrò in grossa difficoltà e fu costretta a togliere dal bilancio 40 miliardi di attivo (Mombelli Armando, 2018, pagina 1).

La situazione si aggravò ulteriormente dopo il fallimento di Lehman Brothers e la conseguente perdita di fiducia sul mercato interbancario. Perciò la Banca Centrale Svizzera si adoperò per evitare un fallimento che sarebbe stato catastrofico sia per il Paese ma anche per l'intero sistema finanziario, vista la grandezza di UBS. Così la BNS versò nelle casse di UBS 6 miliardi di franchi e 54

⁴⁴ È la banca più grande e importate di tutta la Svizzera, la data ufficiale della fondazione è nel 1862 anche se nacque dalla fusione tra Unione di Banche Svizzere e Società di Banca Svizzera nel 1998. Oggi è una delle banche più grandi al mondo con oltre 65.000 dipendenti in 50 paesi al mondo

miliardi di dollari per permettere alla banca di trasferire in un fondo ad hoc⁴⁵ tutti i titoli illiquidi detenuti, in modo da poter essere rivenduti non appena la crisi fosse passata. Questa iniziativa della Banca centrale consentì al colosso svizzero di non fallire.

La banca centrale della Gran Bretagna, in risposta alle difficoltà della Northern, a settembre del 2007, annunciò di farsi garante di tutti i depositi della banca e la nazionalizzò impegnando 110 miliardi di sterline, riuscendo così a scongiurare un fallimento di uno dei colossi del credito ipotecario (Pierini Marcello, 2014, pagina 17).

Successivamente anche alcune banche tedesche comunicarono le loro difficoltà come la IKB e la Sachsen LB e la BNP Paribas; la nota banca francese, fu costretta a congelare tre fondi perché impossibilitata a valutarli in modo puntuale.

Gli Stati europei agirono in modo autonomo uno dall'altro senza un vero piano comune che riuscisse a risollevarlo il mercato finanziario di tutti i Paesi. Ciò in gran parte fu dovuto al fatto che, differentemente dagli Stati Uniti, si tratta di Stati con un'economia molto differente tra di loro e quindi ogni Paese è intenzionato, prima di tutto, a salvaguardare la propria stabilità.

Ci furono comunque dei tentativi iniziali di collaborazione nell'eurozona in un incontro avvenuto il 4 ottobre 2008 a Berlino tra le maggiori potenze Europee (G4⁴⁶), nel quale la Francia propose di istituire un fondo di garanzia europeo, ma non trovando un piano comune decisero di agire autonomamente (Pierini Marcello, 2014, pagina 17).

Prevalse quindi il pensiero tedesco di elaborare delle linee comuni da seguire ma gli Stati conservarono la piena autonomia riguardo la gestione e le strategie per salvare le banche nazionali.

Questa gestione autonoma dei vari Paesi emerge confrontando i vari interventi dei singoli Stati.

Ad esempio, il governo di Dublino, per far fronte alla crisi che stava inesorabilmente colpendo le sue principali banche⁴⁷, il 30 settembre 2008 decise che avrebbe fatto da garante, per due anni, a tutti i depositi e a tutte le passività⁴⁸ delle sei maggiori banche irlandesi (Tooze J. Adam, 2018, pagina 208). Tutto ciò avvenne senza alcuna autorizzazione da parte degli altri Stati facenti parte dell'Unione Europea o comunque senza aver nemmeno consultato la BCE.

⁴⁵ Il fondo contenente i titoli illiquidi di UBS fu creato nelle Isole Cayman dalla stessa Banca Centrale Svizzera

⁴⁶ Francia, Germania, Italia e Regno Unito

⁴⁷ Le principali banche irlandesi erano: Anglo Irish Bank, Bank of Ireland e Allied Irish Bank

⁴⁸ Le passività ammontavano circa a 440 miliardi di euro

Questa decisione del governo irlandese provocò delle forti pressioni sul mercato della Gran Bretagna a causa della rilevante interconnessione tra le banche inglesi e quelle irlandesi e il governo inglese fu così costretto ad alzare il limite delle assicurazioni sui depositi precedentemente imposto.

Oltre alla pressione causata dalle mosse irlandesi, nel Regno Unito le maggiori banche come la HBOS e la RBS erano sull'orlo del fallimento. Lloyds comprò il 18 settembre 2008 la HBOS, ma, nonostante ciò, il suo rating creditizio stava crollando e per il panico generale le aziende e i suoi clienti ritirarono 30 miliardi di sterline dalla stessa (Tooze J. Adam, 2018, pagina 213). Per evitare il crollo dei due colossi il governo di Gordon Brown, il 3 ottobre, istituì il National Economic Council (NEC)⁴⁹. Questo piano prevedeva che il Tesoro e la Bank of England avrebbero dovuto fornire delle garanzie in cambio di una futura ricapitalizzazione, attraverso fondi pubblici e investimenti di mercato.

Il piano per salvare le banche della Gran Bretagna entrò in azione l'8 ottobre 2008, quando le quotazioni delle azioni di RBS crollarono e fu necessario bloccarne le contrattazioni. Questo pacchetto di salvataggio, a differenza del TARP che ebbe molte difficoltà prima di essere approvato, non riscontrò molte opposizioni visto che il primo ministro godeva di un forte appoggio da parte delle camere.

In totale tutte le azioni svolte dal Tesoro e dalla banca centrale del Regno Unito superarono quelle attuate negli Stati Uniti grazie al TARP. Esso prevedeva che le otto maggiori banche della Gran Bretagna dovessero presentare dei piani di ricapitalizzazione e lo potevano fare grazie all'aiuto di un fondo del governo di 50 miliardi di sterline oppure attraverso risorse non fornite dallo Stato.

Queste banche avrebbero avuto un incentivo nell'aderire al piano proposto da Gordon Brown perché sarebbero stati loro garantiti i debiti di nuova emissione grazie ad un fondo di 250 miliardi di sterline istituito ad hoc (Tooze J. Adam, 2018, pagina 214).

Un' ulteriore misura adottata dal governo fu fornire 200 miliardi di sterline attraverso lo Special Liquidity Scheme⁵⁰ che avrebbe permesso alle varie banche di poter scambiare obbligazioni garantite da asset con titoli di Stato che rischiavano di risultare invendibili.

⁴⁹ Questa strategia fu rinominata come "gabinetto di guerra economica" a causa del fatto che le riunioni avvenivano nella sala conferenze destinata alle decisioni per le vicissitudini di massima sicurezza e di emergenza

⁵⁰ Piano introdotto nel 2008 dalla Bank of England per migliorare la situazione di scarsa liquidità che pervadeva il mercato bancario nel Regno Unito. Fin dalla sua creazione il piano è stato sempre considerato temporaneo ed infatti nel 2012 terminò il suo corso.

Nonostante il governo si fosse impegnato nel fornire delle soluzioni valide per risolvere la situazione problematica delle varie banche, molte di esse inizialmente furono restie nell'accettare la proposta di Brown perché non volevano essere poste sotto il controllo dello Stato. Emblematico fu il rifiuto al piano di due delle più importanti banche britanniche: la Barclays e la HSBC.

La HSBC, infatti, era abbastanza stabile per poter raccogliere liquidità sul mercato grazie anche alla sua solida posizione in Asia; invece, Barclays fece un accordo "irregolare" (Tooze J. Adam, 2018, pagina 215) con un fondo nell'area del Golfo Persico per il quale successivamente fu costretta a pagare una multa e a procedere per vie legali.

Le uniche grandi banche del Regno Unito che ricorsero al piano furono RBS alla quale furono destinati 15 miliardi di sterline⁵¹ e Lloyds TSB – HBOS alla quale andarono 13 miliardi di sterline⁵² (Da Lin, 2013, pagina 532). Malgrado questi ingenti finanziamenti ai due colossi, sia la Lloyds TSB – HBOS che la RBS il 13 ottobre 2008 furono nazionalizzate.

L'intervento del governo inglese fu preso come modello dagli altri Stati europei data l'efficacia del piano di Brown. I Paesi il 12 ottobre si riunirono per progettare una strategia condivisa per far fronte alla crisi. Nonostante la volontà di molti Paesi come la Francia di attuare un piano comune, la Germania si oppose a causa del veto della Merkel (Tooze J. Adam, 2018, pagina 217) e non fu mai attuata la decisione che prevedeva la possibilità per gli Stati di emettere garanzie sui debiti solo se queste fossero state offerte a tutte le banche nazionali ed estere. Tale accordo avrebbe permesso ai singoli Stati la piena autorizzazione ad immettere liquidità nelle banche e l'Unione Europea avrebbe agito solo da supervisore in modo da non ostacolare i Paesi ma comunque prevenendo un eventuale collasso del mercato europeo.

A causa quindi dell'impossibilità di un piano comune gli Stati si adoperarono con varie strategie. La Germania promise garanzie per 400 miliardi di euro e annunciò operazioni di ricapitalizzazione con un ammontare di 100 miliardi di euro. La Francia, invece, si fece carico di garantire debiti bancari di breve e di media scadenza per 320 miliardi di euro per cercare di risollevare le banche sebbene tali istituti non fossero nella stessa situazione critica. La situazione in Francia non era disastrosa grazie anche al fatto che il cosiddetto "scandalo Kerviel"⁵³ avvenne non nel culmine della crisi ma qualche

⁵¹ Cioè il 57,9% del totale dei fondi messi a disposizione per le banche in difficoltà

⁵² Corrispondenti al 43,4% del totale

⁵³ Jerome Kerviel era un trader finanziario della Société Générale, è stato accusato di aver causato un ingente perdita per la banca per cui stava lavorando. Gli fu affidato l'arbitraggio, che è una strategia di trading molto diffusa, delle discrepanze tra il prezzo cash delle azioni e i derivati azionari. Il famoso trader però fu accusato dalla stessa banca di

mese prima. Ciò permise alla Société Générale⁵⁴ di ricapitalizzare e scongiurare un'acquisizione da parte di un'altra banca che avrebbe comportato molte difficoltà come avvenuto per altre acquisizioni in quel periodo storico.

Nonostante la situazione francese non fosse gravissima, il mercato transalpino fu fortemente colpito dalla perdita di fiducia infusa nel mercato globale a causa del fallimento a settembre del 2008 della Lehman Brothers. Perciò il governo fu costretto, il 16 ottobre, a varare un piano di ricapitalizzazione e di rifinanziamento (Tooze J. Adam, 2018, pagina 217 – 218). Inoltre, fu utilizzato un meccanismo molto efficace che permise alla Société de Financement de l'Économie Française⁵⁵ di poter controllare un piano di rifinanziamento.

Essa emise, per conto delle banche, obbligazioni garantite dallo Stato anche se il 66% delle sue azioni era sottoscritto dalle banche più importanti della Francia. Ciò permise, dato che lo stato deteneva solo il 44% della SFEF⁵⁶, che le passività della società non fossero incluse nel calcolo del debito pubblico dello Stato.

Come gli altri Stati in Europa, anche l'Italia fu costretta a adottare delle misure per fronteggiare la crisi. La situazione in questa nazione non era così critica come nelle altre, perché il mercato italiano è sempre stato contraddistinto da un minor livello di finanziarizzazione del sistema bancario rispetto agli altri paesi UE, ed oltretutto non si era verificata la bolla speculativa immobiliare (Feroni Ginevra Cerrina; FERRARI, Giuseppe Franco, 2012, pagina 4).

Il governo italiano fu costretto ad attuare dei piani per contrastare la crisi con l'obiettivo di aiutare il sistema creditizio, in modo di scongiurare una crisi dell'economia reale. Le misure adottate nello Stato italiano avevano inoltre una doppia finalità ovvero sostenere le imprese, in difficoltà in un periodo caratterizzato da bassi consumi, ed evitare tensioni sociali attraverso l'introduzione di ammortizzatori sociali.

aver fatto operazioni di trading di ammontare circa pari a 49,9 miliardi di dollari che è una cifra alquanto superiore alla capitalizzazione di mercato della Société Générale. Queste manovre costarono una perdita di 4,9 miliardi di euro per un totale di 50 miliardi di euro in posizioni non autorizzate.

⁵⁴ È una delle banche più importanti della Francia e dell'Europa; infatti, essa attualmente è la quarta banca dell'eurozona nella classifica dei gruppi bancari per capitalizzazione, che vede al primo posto un'altra banca francese, la BNP Paribas.

⁵⁵ È una società di diritto privato, creata ad hoc nel 2008

⁵⁶ Société de Financement de l'Économie Française

3.2 Lo strano caso della Polonia

Singolare fu il caso della Polonia, che durante la crisi registrò una crescita del PIL. Ciò andava contro corrente rispetto all'andamento generale del prodotto interno lordo dei Paesi vicini, come in Estonia che raggiunse il -10% e la Lettonia il -13%. In media quindi gli Stati europei stavano perdendo il 4% del PIL mentre in Polonia si verificò un aumento di poco meno dell'1% (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 31).

Questa tendenza opposta non può essere spiegata con i sostegni finanziari forniti dall'Unione Europea, perché questo Paese non fu favorito rispetto ad altri, anzi, a differenza di altri Stati molto simili, come l'Ungheria, furono forniti meno aiuti. La causa di questo risultato risiede nella diversa attuazione di politiche monetarie e fiscali. Infatti, la Polonia, quando scoppiò la crisi, cominciò una politica fiscale espansiva attraverso tagli in modo da favorire il consumo.

In concomitanza alla politica fiscale, la banca centrale attuò una politica monetaria volta ad aumentare l'offerta di moneta con il conseguente deprezzamento del tasso di cambio⁵⁷. Quest'ultimo fatto comportò un aumento del costo delle merci importate aumentando così la richiesta dei beni nazionali.

Gli altri Paesi, a differenza della Polonia, agirono in modo diverso, ad esempio l'Ungheria⁵⁸ attuò una politica fiscale restrittiva mantenendo il tasso di cambio molto stabile. Ciò non provocò un aumento delle preferenze dei beni nazionali con il conseguente aumento dei consumi, anzi, questa strategia determinò un deciso calo dei consumi.

Le diverse politiche attuate furono determinate dal contesto in cui si trovavano i rispettivi Paesi all'inizio della crisi: infatti, l'Ungheria aveva un disavanzo di bilancio⁵⁹ del 9% sul PIL (Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco, 2009, pagina 31) rispetto alla Polonia che ne aveva solo il 2%. Oltretutto lo stato ungherese non volle cambiare di molto il tasso di cambio perché sulla maggior parte delle famiglie gravavano dei debiti in Euro e quindi deprezzarlo rispetto all'euro avrebbe comportato un aumento del valore dei debiti condizionando ancor di più la scarsità dei consumi.

⁵⁷ Il deprezzamento è arrivato addirittura al 15%

⁵⁸ È un paese comparabile alla Polonia per molti aspetti

⁵⁹ Si ha un disavanzo di bilancio quando le uscite superano il valore delle entrate registrate in uno Stato. Il deficit viene calcolato in misure assolute e quindi in termini di moneta locale, ma spesso si preferisce calcolarne le dimensioni relative. Per fare ciò bisogna comparare il disavanzo con il PIL

Chiaramente questa diversa risposta alla crisi comportò diversi risultati tra questi due Stati che sono visibili nella Tabella 2

Tabella 2: Confronto tra Ungheria e Polonia nel corso della crisi

	Crescita del PIL nel 2009	Crescita del consumo nel 2009	Disavanzo di bilancio nel 2009 rispetto al 2007 (+ indica un maggior disavanzo)	Tasso di cambio nel 2009 rispetto al 2007 (+ indica un deprezzamento)
Polonia	+1,0%	+2,5%	+3,4%	-15%
Ungheria	-6,5%	-8,1%	-1,0%	-5%

Fonte: IMF (Fondo Monetario Internazionale)

3.3 Da un approccio nazionale ad un approccio coordinato

L'iniziale tentativo di collaborazione tra gli Stati dell'Unione Europea per rispondere con una strategia comune alla crisi, come già detto, non andò a segno a causa soprattutto della volontà della Germania. Con l'aggravarsi sempre di più della situazione si riunì il G7⁶⁰ il 10 ottobre 2008 e il G20^{61,62} il 14 e 15 novembre dello stesso anno per trovare una soluzione.

La risposta comune che emerse si sviluppava in cinque punti (Pierini Marcello, 2014, pagina 17):

- 1) Evitare di far fallire le più importanti istituzioni con importanza sistemica
- 2) Fornire liquidità per far funzionare al meglio il mercato monetario
- 3) Garantire la possibilità di ricapitalizzazione delle istituzioni bancarie attraverso il capitale sia pubblico che privato
- 4) Garantire i depositi al dettaglio con assicurazioni
- 5) Aiutare i mercati non principali dei mutui e quello delle assicurazioni

⁶⁰ Composto da: Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito, USA e Canada

⁶¹ Ne fanno parte: Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Francia, Germania, India, Indonesia, Italia, Giappone, Corea del Sud, Messico, Russia, Arabia Saudita, Sud Africa, Turchia, Regno Unito, USA, UE

⁶² Questo incontro è stato soprannominato Bretton Woods II perché molti economisti e politici durante il congresso richiesero una rivoluzione del sistema finanziario come quella che avvenne dopo la Seconda guerra mondiale appunto come Bretton Woods.

Questo piano prevedeva un impiego di 200 miliardi di euro per il 2009, che corrispondevano circa al 1,5% del PIL complessivo dell'Unione Europea, e un ulteriore intervento finanziario previsto per il 2010 tale da far raggiungere la cifra prevista al 2% del PIL generale. La liquidità fornita si doveva dividere in 170 miliardi di euro destinati agli Stati facenti parte dell'UE, e 30 miliardi di euro per la Comunità.

Nonostante fossero state stabilite le cifre da impiegare per risollevare gli Stati dalla crisi, le somme realmente utilizzate già a luglio del 2009 furono il doppio rispetto a quelle pattuite (Pierini Marcello, 2014, pagina 22). Ma, nonostante le cifre fossero ben superiori a quelle previste, i piani vennero attuati e continuarono per molto tempo, infatti, anche nel 2011, dopo l'aggravamento della situazione della Grecia, dell'Irlanda e della Spagna, fu creato il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria⁶³.

Malgrado la BCE e la Bank of England avessero attuato dei piani per contrastare l'avanzare della crisi e per risollevare i singoli Stati e le banche nazionali, il loro solo intervento non sarebbe bastato e per questo motivo ad affiancarli intervenne anche la Fed.

Già nel 2007, come già accennato all'inizio del capitolo, la BCE fornì 95 miliardi di euro ai mercati interbancari overnight, e la Banca centrale di Londra immise molta liquidità nel sistema finanziario. Questo impegno si è prolungato per tutta la durata della crisi come si può notare nella Tabella 3.

Tabella 3: Aiuti pubblici in Europa e negli Stati Uniti

	<i>Capitale</i>	<i>Garanzie</i>	<i>Altro</i>	<i>Totale</i>
Usa	562,3	1869,0	377,9	2890,6
Europa	330,4	1739,9	107,8	2178,0
Totale	892,7	3608,9	485,7	4068,6

Fonte: Mediobanca

Come si può notare, anche se in misura minore degli Stati Uniti, l'Europa e la Gran Bretagna (che è inclusa nella tabella nella voce Europa) hanno fornito degli aiuti concreti e molto cospicui in risposta

⁶³ Conosciuto come "fondo salva stati", esso prevedeva una dotazione iniziale di 440 miliardi di euro, ma solo pochi mesi dopo la sua capacità fu ampliata fino a raggiungere 780 miliardi di dollari.

alla crisi. Il vero problema fu che la Banca Centrale europea forniva solo euro mentre la Bank of England sterline, ma le maggiori banche europee e in generale tutte le banche avevano necessità di dollari e le riserve delle banche centrali in Europa non riuscivano a colmare la richiesta. Per questo motivo la Fed dovette provvedere a fornire liquidità in dollari per soddisfare questo problema.

La BRI⁶⁴ stimò che al mercato bancario servissero quasi 2 trilioni di dollari (Tooze J. Adam, 2018, pagina 228): la maggior parte di questa cifra è dovuta dal fatto che le banche europee avevano preso a prestito 432 miliardi di dollari dal mercato interbancario, 315 miliardi dal mercato degli swap forex⁶⁵ e 386 miliardi in finanziamenti a scadenza breve. La Fed quindi di fronte a questa richiesta molto cospicua di dollari da parte delle banche, iniziò a fornire molta liquidità nel sistema europeo attraverso linee di swap per 850 miliardi di dollari.

Questa iniezione di moneta americana nel sistema diede la possibilità alle banche centrali di rispondere alle richieste di aiuto delle banche senza che le proprie riserve di dollari finissero, così da trovarsi anch'esse in grossa difficoltà.

Tabella 4: dollari concessi dalla BCE e le riserve di dollari nel sistema dell'euro

	Dollari USA forniti alle banche commerciali dalla BCE (miliardi di \$)	Riserve di valuta estera del sistema dell'euro(miliardi di \$)
Fine di		
settembre 2008	150,7	210,3
ottobre 2008	271,2	210,2
novembre 2008	244	204,2
dicembre 2008	265,7	202
gennaio 2009	187,3	191,1
febbraio 2009	144,5	186,4
marzo 2009	165,7	189,2
aprile 2009	130,1	187,9
maggio 2009	99,7	191,9
giugno 2009	59,9	192,5
luglio 2009	48,3	197,9

⁶⁴ Banca dei regolamenti internazionali è la più antica istituzione finanziaria internazionale, infatti è stata fondata nel 1930. Inoltre, essa può essere definita la banca delle banche centrali dato che queste ultime sono azioniste della BRI

⁶⁵ È una vendita o scambio simultaneo tra valute diverse ma di importi uguali e con due date di valuta diverse

Fonte: William A. Allen e Richhild Moessner, Central Bank Co – operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-09, documento di lavoro della BRI numero 310.

La Fed per aiutare le banche americane e anche quelle europee iniziò nel 2007 a varare dei piani di salvataggio tra i quali il Term Auction Facility (TAF). Esso permise alle banche di accedere ai fondi a breve termine in cambio di ogni tipo di collaterale, come gli ABS⁶⁶ e i CDO. Questo piano durò fino al 2010 raggiungendo delle cifre molto alte, infatti, nei primi mesi del 2009 lo scoperto di bilancio toccò la quota di 500 miliardi di dollari (Tooze J. Adam, 2018, pagina 232).

Il TAF, pur essendo stato progettato e attuato dalla Federal Reserve, aiutò molte banche europee: infatti, oltre alle maggiori banche americane a beneficiare del Term Auction Facility furono anche, ad esempio, la Barclays e la Bank of Scotland. Addirittura, più del 50% delle banche coinvolte in questo piano non erano statunitensi.

Nell'estate dell'anno successivo la Fed si fece carico di diventare fornitrice di ultima istanza di repo dato che in quello stesso anno, a causa della crisi di Bear Stearns, il mercato si bloccò. Tale intervento fu attuato attraverso operazioni chiamate ST - OMO⁶⁷.

Attraverso questi meccanismi nel 2008 la Federal Reserve era riuscita a fornire 855 miliardi di dollari e a beneficiare del 70% di questa liquidità furono banche straniere soprattutto la Credit Suisse che usufruì del 30% (Tooze J. Adam, 2018, pagina 233).

Anche del Term Securities Lending Facility (TSLF), programma attuato dalla Fed nella primavera del 2008, beneficiarono in gran parte le banche oltreoceano: infatti, il 51% del collaterale andò agli istituti europei⁶⁸. Questo programma prevedeva che la Fed immettesse due trilioni di dollari di collaterale di fascia superiore per aiutare il mercato e fu molto utilizzato durante il crollo della Lehman Brother.

I dati rappresentativi delle azioni della Fed descritte sono visibili nella Tabella 5.

⁶⁶ È un'obbligazione emessa a fronte di operazioni di cartolarizzazione e garantita dagli attivi che stanno alla base. Essa può essere trasferita o essere negoziata

⁶⁷ Sono operazioni di mercato aperto, essa offriva repo in cambio di collaterale di prim'ordine

⁶⁸ Si pensi che oltre 800 miliardi di dollari furono concessi alla RBS, alla Deutsche Bank e alla Credit Suisse

Tabella 5: Aiuti alle banche europee della Fed tramite le operazioni di ST-OMO e il TSLF

	Operazioni di mercato aperto ST-OMO (in miliardi di \$ al mese)	Term Securities Lending Facility (in miliardi di \$ al mese)
Barclays	67	159
RBS	70	250
Credit Suisse	259	225
UBS	57	109
Deutsche Bank	101	239
BNP	97	35

Fonte: Federal Reserve e calcoli di Tooze J. Adam

La Fed non si limitò ad aiutare le singole banche in difficoltà ma fornì molta liquidità alle banche centrali come la BCE, la Bank of England, le banche centrali della Scandinavia e la Banca nazionale svizzera in modo che esse potessero iniettare capitale nei colossi bancari europei. Le aiutava attraverso uno strumento introdotto negli anni Sessanta, con Bretton Woods, chiamato “linee di swap valutario”. Questo sistema permetteva alla Fed di depositare i dollari in un determinato conto della banca centrale in cambio di un conto in sterline o in euro aperto nella Federal Reserve con l’accordo di invertire la transazione successivamente. Chiaramente le due banche centrali coinvolte prima dell’operazione si dovevano accordare sul tasso di cambio da applicare.

Questo strumento fu molto utilizzato dal 2007 tanto da raggiungere un valore di 620 miliardi di dollari nel 2008. Le linee di swap valutario aiutarono concretamente il mercato contribuendo a diffondere un senso di solidità, necessario ad evitare una situazione di panico generale.

La Fed visti gli ottimi risultati espanse la possibilità di usufruire delle linee di swap valutario anche ad altre banche centrali, in primis quelle importanti per i mercati emergenti, quali: Brasile, Corea, Messico e Singapore, fino ad arrivare a 14 banche centrali⁶⁹ (Tooze J. Adam, 2018, pagina 237).

Tutto ciò dimostra come in quegli anni la Federal Reserve diventò la prestatrice di ultima istanza per il mondo intero.

⁶⁹ Banca nazionale svizzera, Banca del Giappone, Bank of England, Bank of Canada, Reserve Bank of Australia, Sveriges Riksbank, Norges Bank, Danmarks Nationalbank, Reserve Bank of New Zealand, Banco Central do Brasil, Banco de Mexico, Banca di Corea e Autorità monetaria di Singapore

Conclusioni

Gli argomenti trattati nelle pagine precedenti hanno permesso di mettere in evidenza il ruolo che la Fed, in quanto banca centrale statunitense, ha avuto nel 2008 nel gestire un periodo di forte crisi con politiche monetarie e finanziarie finalizzate a garantire la stabilità del paese.

Le conseguenze della crisi del 2008, scoppiata a causa della bolla immobiliare negli Stati Uniti, sono state molto rilevanti e hanno colpito tutto il mondo, causando un impatto negativo molto pesante non solo nel mercato finanziario ma anche nell'economia reale, interessando, così, anche le famiglie. Si assistette, infatti, ad una diminuzione del reddito e conseguentemente ad un calo dei consumi che misero in crisi molte imprese in vari settori.

La Federal Reserve all'inizio della crisi, come analizzato nei capitoli precedenti, si fece carico di salvare i maggiori istituti finanziari attraverso grossi sforzi in termini di liquidità ed usando i poteri straordinari a essa concessi dalla sezione 13(3) dello statuto. Oltre alle banche, la Federal Reserve si adoperò per salvare il colosso delle assicurazioni AIG per scongiurare un propagarsi della crisi che sarebbe diventata sistemica riversandosi direttamente sulle famiglie, molte delle quali avevano concluso contratti di assicurazione con la grande compagnia assicurativa americana.

Nonostante il loro impegno, la Fed ed il Tesoro non riuscirono a salvare tutti gli istituti in difficoltà, pur agendo sia con singoli interventi che con piani di salvataggio di massa, in modo da aiutare tutte le banche e non favorirne solo alcune.

L'impegno della Fed fu molto dispendioso e non si fermò solo agli Stati Uniti ma, come visto, ebbe rilevanza internazionale.

In Europa gli stati membri non riuscirono a trovare una soluzione comune e quindi decisero di attuare operazioni indipendenti una dall'altra. Nonostante gli sforzi della BCE e delle singole banche centrali europee, data l'ingente richiesta di dollari che si venne a creare, dovette intervenire la Fed. Così facendo essa affermò la sua centralità e la sua importanza nel mercato internazionale. Per le banche centrali, la Federal Reserve assunse il ruolo di prestatrice di ultima istanza permettendo loro di salvare le grandi istituzioni finanziarie europee, molto importanti per il mercato globale a causa della forte connessione con il mercato interbancario.

Oltre ad essere un punto di riferimento per le banche centrali europee, la Fed lo diventò anche per le banche centrali del resto del mondo aiutandole con forti iniezioni di liquidità. Questo ruolo

dell'istituto centrale statunitense, con le operazioni descritte, ha contribuito a far riconoscere ed affermare l'importanza del dollaro come valuta di riserva mondiale.

In conclusione, è interessante sottolineare che nel corso degli anni la Fed si è trovata più volte a svolgere un ruolo cruciale nell'affrontare periodi di forti depressioni guadagnando nel tempo una grande credibilità, capace di influenzare i mercati internazionali.

Fin dalla sua fondazione è intervenuta a soccorso in molti stati, oltre agli USA, come ad esempio nel 1914, quando, assieme alle banche di New York, fornì ingenti somme in dollari, oro e titoli americani alle nazioni facenti parte la Triplice Intesa. Per l'Inghilterra, la Francia, la Russia e successivamente anche l'Italia tali concessioni rappresentarono il 42,7% dei prestiti a loro versati.

Nei confronti della Fed, nel corso della sua storia, ci sono stati giudizi altalenanti. A causa degli eventi del 1929, la centralità e l'autorevolezza della banca centrale americana furono messe in discussione per scelte che si dimostrarono inadeguate al periodo.

Dopo la grande depressione del '29 gli Stati Uniti e la Fed riuscirono a riprendersi e addirittura a riconfermarsi essenziali per il mercato globale. A rafforzare questa tesi basta pensare che con gli accordi di Bretton Woods⁷⁰ fu stabilito che le due valute di riserva fossero il dollaro e la sterlina e divenne evidente la posizione di riferimento della Fed per tutte le altre banche centrali.

Tra il '45 e il '50 gli stati europei soffrirono di scarsità del dollaro, moneta di riserva, anche perché in quel periodo le sterline erano state destinate quasi esclusivamente ai paesi facenti parte del Commonwealth. Anche in questo caso, come avvenne successivamente dal 2008, la Fed per colmare la grande richiesta di dollari stampò e fornì liquidità a prescindere dall'oro disponibile, in modo da far riprendere l'economia degli altri Paesi.

Ancor oggi le banche centrali del mondo seguono e hanno come punto di riferimento la politica monetaria della Fed, che grazie a tutti gli interventi descritti e anche alle attuali iniziative volte a contrastare l'elevata inflazione e il pericolo di recessione, continua ad affermarsi come la banca centrale più potente al mondo e la prestatrice di ultima istanza.

⁷⁰ Conferenza avvenuta nel 1944 tra USA e Inghilterra per riorganizzare il sistema monetario internazionale

BIBLIOGRAFIA

Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco. (2009). *La crisi del 2007-2010*. Retrieved from https://www.deps.unisi.it/sites/st02/files/allegatiparagrafo/26-01-2016/cap._20_blanchard_giavazzi_amighini.pdf

Amighini Alessia, Blanchard Oliver, Giavazzi Francesco. (2020). *Macroeconomia, una prospettiva europea*. Bologna, Il Mulino

Bair Sheila. (2012), *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*. New York, free press.

Bernanke Ben S. (2014) *La Federal Reserve e la crisi finanziaria*. (A. Oliveri, Traduzione). Milano, Il Saggiatore (versione originale pubblicata nel 2013)

Da Lin. (2013). Bank Recapitalization: A comparative Perspective, "Harvard Journal on Legislation". Vol 50. Pagine 513-544.

Darling Alistair. (2011). *Back from the Brink. 1000 Days at Number 11*. Londra. Atlantic Books.

Di Gaspare. (2012). *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*. Milano, Cedam.

Feroni Ginevra Cerrina; FERRARI, Giuseppe Franco (2012). *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato: modelli comparati e prospettive*. Torino, G Giappichelli Editore

Fubini Federico. (2007, 13 settembre). *Shiller: «ma i cittadini non sono sudditi»*. Corriere della Sera, Milano. Retrieved from

https://www.corriere.it/economia/08_ottobre_13/fubini_intervista_robert_shiller_f39951bc-98ec-11dd-bf8a-00144f02aabc.shtml

Mombelli Armando. (2018). *Il giorno in cui è stata salvata la più grande banca svizzera*. Retrieved from https://www.swissinfo.ch/ita/crisi-finanziaria-del-2008_il-giorno-in-cui-%C3%A8-stata-salvata-la-pi%C3%B9-grande-banca-svizzera/44474192

Paul Krugman, (2012) *Fuori da questa crisi, adesso!* Milano, Garzanti

Pierini Marcello. (2014). *Crisi e ripresa economica in Europa*. Retrieved from <https://fdocumenti.com/document/urbino-luglio-2014-a-cura-di-marcello-pierini-n-149-bis-la-grave-crisi.html?page=1>

The Wall Street Journal. (15 Settembre 2008). *Wall Street Reckoning*. New York

Tooze J. Adam. (2018) *Lo schianto: 2008-2018: come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*. (Roberto Serrai, Chiara Rizzo, traduzione), Milano, Mondadori libri spa (versione originale pubblicata nel 2018)