

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex D.M.*  
*270/2004*)  
in Economia e Gestione delle Aziende

Tesi di Laurea

# Crisi Finanziaria Attuale e Ripercussioni nel Settore Edile

**Relatore**

Prof. Guido Cazzavillan

**Laureando**

Erika Granzotto

Matricola 829897

**Anno Accademico**

2012 / 2013

# INDICE

	<b>pag.</b>
<b>INTRODUZIONE</b>	5
<b>CAPITOLO 1. Crisi del '29 e successivi equilibri economici</b>	8
1.1. Crollo della borsa di Wall Street	8
1.2. Grande depressione e protezionismo	9
1.3. Teoria neoclassica e mercato perfetto	10
1.4. New Deal: Piano USA per superare la depressione	11
1.5. Teoria keynesiana e interventismo statale	13
1.6. Accordi di Bretton Woods	14
1.7. Apertura commerciale e globalizzazione	15
<b>CAPITOLO 2. Novità della crisi finanziaria attuale</b>	18
2.1. Crisi finanziarie: in aumento dal 1970	18
2.2. Sviluppo di organizzazioni internazionali	19
2.3. USA: ruolo da protagonista	20
2.4. Crisi made in USA	22
2.5. Great moderation: fase antecedente la crisi	23
2.6. Politica monetaria espansiva della FED alimenta debito americano	24
2.7. Derivati e futures: nuovi prodotti della finanza che alimentano la bolla finanziaria	27
<b>CAPITOLO 3. Le cause del tracollo e gli sviluppi della crisi</b>	29
3.1. Favola dei mutui sub prime	29
3.2. L'andamento mercato immobiliare ne facilita il processo	32
3.3. Cartolarizzazione e nuova legislazione bancaria	34
	2

3.4.	Cambia il modus operandi delle banche: originate to distribute	35
3.5.	Le società veicolo rendono i mutui prodotti negoziabili	38
3.6.	La FED mantiene bassi i tassi interesse USA	40
3.7.	Assenza di regolamentazione rigorosa sul leverage	43
3.8.	Aumenta la redditività degli istituti di credito	46
<b>CAPITOLO 4. La crisi e le relative ripercussioni sull'intero sistema economico</b>		<b>48</b>
4.1.	La crisi si dilaga: da locale diviene sistemica	48
4.2.	Credit crunch e conseguente recessione economica	50
4.3.	Gli sviluppi della crisi	52
4.4.	Risposte dei Governi e delle banche centrali	56
<b>CAPITOLO 5. Soluzioni attuabili</b>		<b>61</b>
5.1.	Cambiamento politica monetaria	61
5.2.	Maggiore regolamentazione mercati finanziari	61
5.3.	Funzione della finanza e necessità diffusione cultura finanziaria	64
5.4.	Cambiamento equilibri internazionali: riforma fondo monetario internazionale	66
5.5.	Incremento sistema vigilanza e regole di Basilea	68
5.6.	Insegnamento di Keynes	69
5.6.1.	Sostegno domanda e consumi	69
5.6.2.	Deficit pubblico nella fase di depressione	70
5.6.3.	Teoria del moltiplicatore del reddito	73
5.6.4.	Ostacolo rappresentato dalla trappola liquidità	74
<b>CAPITOLO 6. Ripercussioni della crisi finanziaria sul settore dell'edilizia</b>		<b>76</b>
6.1.	Evoluzione in Italia	76
6.2.	Crisi attuale settore edile	76
6.3.	Stretta creditizia: effetti sulle imprese di costruzioni	79

6.4.	Importanza delle imprese e concessione di credito per far ripartire l'economia	80
6.5.	Incentivi fiscali	83
6.5.1.	Ristrutturazioni	83
6.5.2.	Riqualifica energetica	85
6.6.	Costruzioni a risparmio energetico come scenario futuro	85
 <b>CAPITOLO 7. Riflessioni e conclusioni finali</b>		 87
7.1.	Possibile epilogo del capitalismo?	87
7.2.	Risultato della globalizzazione	88
7.3.	PIL: valido indicatore delle performance economiche?	89
7.4.	Green New Deal	91
 <b>BIBLIOGRAFIA</b>		 93

## INTRODUZIONE

Nella storia si sono verificate spesso crisi economiche e finanziarie che hanno costretto la popolazione mondiale ad affrontare momenti di difficoltà.

La crisi contemporanea, inizialmente solo finanziaria, si è trasformata in una grave crisi economica che presenta per alcuni versi caratteristiche ed aspetti inediti.

Si è sviluppato in tutto il mondo un ampio dibattito sui comportamenti tenuti dalle banche, dai fondi speculativi e da tutte le istituzioni finanziari. Questi operatori avendo mantenuto una dubbia condotta nell'utilizzare le possibilità d'azione consentite dalle legislazioni attuali hanno realizzato cospicui guadagni contribuendo ad aggravare la situazione economica attuale.

Lo scopo di questa tesi è analizzare alcuni aspetti fondamentali della recessione economica e finanziaria globale ed, in seguito, approfondire la crisi che nel contesto italiano sta attraversando il settore edile.

Nello sviluppo iniziale dell'elaborato ho approfondito la crisi del '29, avvenuta negli Stati Uniti in seguito al crollo della borsa valori di New York, soffermandomi sulle conseguenze che essa ha comportato sugli equilibri mondiali.

La conclusione del secondo conflitto mondiale favorì tra i Paesi europei accordi finalizzati a sviluppare la cooperazione tra gli Stati e a placare future azioni belligeranti. L'obiettivo venne raggiunto ed infatti vi furono maggiori aperture commerciali tra i Paesi avviando così il processo di globalizzazione. Il fenomeno della globalizzazione ha permesso l'intensificazione degli scambi commerciali e delle transazioni di capitali rendendo le economie mondiali fortemente interconnesse.

Per quanto concerne il tema dell'elaborato, lo sviluppo di forti relazioni economiche e finanziarie tra gli Stati ha fatto in modo che la crisi del mercato immobiliare statunitense ed il conseguente crollo dei mutui subprime avessero ripercussioni a livello globale.

Successivamente, mi sono impegnata a descrivere quali sono state le cause e le conseguenze della crisi attuale, partita da oltreoceano. Gli Stati Uniti sono il Paese in cui la crisi ha avuto origine e da cui in un secondo momento si è diffusa nel resto del sistema economico industrializzato.

In seguito, mi sono focalizzata sulle misure adottate per contrastare la crisi e sull'intervento dei Governi. Un esempio ne è l'opera "La teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della

moneta" dell'illustre economista inglese John Maynard Keynes la quale pur essendo stata pubblicata per la prima volta più di 50 anni fa (per l'esattezza nel 1936), rappresenta uno strumento utile per comprendere la necessità, in momenti di recessione, di incrementare gli investimenti pubblici allo scopo di sostenere la domanda.

Le banche centrali ed i Governi hanno l'arduo compito di consentire l'avvio della ripresa economica mediante politiche monetarie e fiscali che possano stabilizzare il sistema finanziario e rallentare la decelerazione produttiva. Gli organismi centrali al fine di fronteggiare la crisi hanno incentrato il loro intervento soprattutto verso l'esigenza di evitare che la mancanza di liquidità portasse al fallimento delle banche e delle istituzioni finanziarie. Nell'esplicare ciò, ho cercato di analizzare le possibili politiche economiche di breve e di lungo periodo.

Le politiche da attuare dovranno sostenere programmi di crescita e regolamentare l'attività delle banche al fine di scoraggiare possibili speculazioni finanziarie.

In un secondo momento, mi sono impegnata ad analizzare gli effetti che la crisi finanziaria attuale ha avuto nel settore dell'edilizia in Italia. Con l'esplosione della bolla finanziaria e di quella immobiliare, nel settore dell'edilizia si è verificato un surplus di offerta rispetto alla domanda, per il fatto che nel momento del boom immobiliare sono stati costruiti numerosi edifici che attualmente rimangono invenduti.

Le aziende edili sono in difficoltà a causa della stretta creditizia compiuta dagli istituti bancari, la quale rende pressoché impossibile l'accesso al credito. Allo stesso tempo la pressione fiscale impone scadenze pressanti ed è sempre più alta.

A tutto ciò si aggiunge la saturazione degli acquisti nel comparto immobiliare dovuta al bisogno di risparmio delle famiglie che non hanno i mezzi e/o le possibilità economiche per compiere investimenti.

In seguito, ho sviluppato questo tema interessandomi sui possibili scenari futuri che potrebbero favorire una ripresa del settore, soffermandomi sulla necessità di focalizzarsi in progetti di bioedilizia ed eco-sostenibilità.

Vi è la necessità di innovare e intercettare nuovi mercati per cercare di uscire da questa congettura negativa del mercato edile in Italia.

Dal canto delle istituzioni, è necessario un piano di aiuti statali che premiano le aziende impegnate nel compiere progetti di riconversione ecologica. Non da ultimo, ricopre un ruolo importante il credito bancario, il quale può consentire la ripresa di questo settore che rappresenta

un'importanza cruciale per l'economia italiana.

Come argomentato dall'imprenditore Giorgio Squinzi, neo Presidente di Confindustria, in una recente dichiarazione (risale a giugno 2013): «Dietro la ripartenza deve esserci anche la rifocalizzazione del settore edilizio, che si è completamente fermato, con dati molto negativi negli ultimi mesi. Sarebbe una ripartenza virtuosa perché è un settore ad alta intensità di manodopera e a basso contenuto di importazione.».

# CAPITOLO 1

## CRISI DEL '29 E SUCCESSIVI EQUILIBRI ECONOMICI

### 1.1. Crollo della borsa di Wall Street

Nemmeno un secolo fa in America si verificò la crisi del 1929 causata dal crack di Wall Street, non si trattò esclusivamente di una crisi finanziaria, ma anche di una crisi economica e sociale. Infatti, ciò che l'ha preceduta era un periodo di straordinario sviluppo economico (i Roaring Twenties, i cosiddetti ruggenti anni Venti), soprattutto per gli Stati Uniti. Nello specifico, agli inizi del 1929 gli USA rappresentavano ben il 46% della produzione mondiale (anche grazie all'incremento della produttività dovuto alla produzione standardizzata del modello taylorista - fordista).

Gli Stati Uniti divennero il fulcro dello sviluppo economico e superarono la Gran Bretagna, Stato in cui si manifestarono le rivoluzioni industriali del XIX secolo, la quale non fu più il centro del mercato finanziario mondiale.

La crisi del '29 fu causata dal crollo della Borsa di New York che avvenne il 24 ottobre del 1929 e le cui conseguenze furono devastanti: i titoli persero i 3/4 del loro valore e in sei giorni l'indice della borsa perse il 30% del suo rendimento. In quegli anni la finanza iniziò ad acquisire importanza: era possibile, infatti, acquistare titoli versando un irrisorio anticipo e l'importo restante veniva concesso a prestito dai broker che venivano finanziati dagli istituti bancari. Inoltre furono istituite delle società quotate in borsa, denominate investment trust, il cui fine era quello di negoziare titoli.

Le investment trust, assieme ad alcune industrie erano solite quotarsi nelle cittadine sconosciute provviste di una borsa valori allo scopo di sfuggire ai controlli più severi della New York Stock Exchange (Nyse).



## 1.2. Grande depressione e protezionismo

Nel tentativo di scongiurare le conseguenze della crisi del '29, le autorità americane dell'epoca e nello specifico il 31° Presidente degli Stati Uniti Herbert Hoover, fecero i seguenti errori:

- Nonostante la popolazione avesse bisogno di aiuti economici per affrontare il momento di piena recessione, il Presidente statunitense perseguì una politica finalizzata a portare il bilancio americano in pareggio;
- La Federal Reserve (istituzione fondata nel 1913 con il compito di controllare la quantità di moneta in circolazione e di obbligare gli istituti di credito a tenere adeguate riserve) diminuì la liquidità fornita alle banche, le quali non furono più in grado di fornire credito ad imprese e famiglie. L'istituzione non rifornì di denaro gli istituti di credito e ciò non permise agli individui intraprendenti, ma privi di disponibilità economiche, di avere sostegno accedendo al credito;
- Hoover per non incrementare il deficit pubblico aumentò sensibilmente le imposte, provocando seri danni all'economia già compromessa: molte imprese fallirono, la disoccupazione salì vertiginosamente (non furono utilizzate risorse pubbliche per frenarne l'incremento) e gran parte della popolazione fu costretta a vivere in condizioni di miseria. A sostegno di ciò, nel 1933 il numero di disoccupati raggiungeva la cifra compresa tra i dodici e i quindici milioni di persone dato che le imprese non fallite dovettero eseguire tagli ai posti di lavoro ed ai salari. Inoltre, i prezzi dei beni agricoli crollarono, gli investimenti privati caddero del 90 per cento e per concludere anche i consumi diminuirono drasticamente, dato che le banche non concedevano più il credito al consumo, pratica molto diffusa prima del crollo finanziario;
- Venne avviata una politica protezionistica e furono introdotti dazi sulle importazioni. Hoover introdusse queste politiche protezionistiche allo scopo di preservare i prodotti nazionali e sfavorire quelli esteri. Inoltre, fece diventare ancora più tesi i rapporti internazionali con la cessazione dei prestiti che in passato gli Stati Uniti avevano concesso ai Paesi in via di sviluppo. Ciò provocò duri scontri commerciali tra USA e Paesi europei, i quali risposero con analoghe politiche protezionistiche e ne risultò una drastica riduzione del commercio internazionale con i Paesi in via di sviluppo. In seguito, questi rigidi rapporti internazionali sfociarono nella Seconda guerra mondiale.

Infatti è noto che quando gli Stati traggono vantaggio congiunto dallo scambio di beni hanno intenzione di mantenere la cooperazione economica e non sono portati a creare scontri dato che non vogliono rischiare di perdere i benefici acquisiti da entrambi. Per non compiere nuovamente questi errori e consci del fatto che l'economia di mercato non si può considerare un gioco a somma zero in cui le nazioni combattono per accaparrarsi le risorse disponibili, nel 1947, a conclusione del secondo conflitto mondiale, gli Stati Uniti istituirono il cosiddetto Piano Marshall. Si trattò di un piano di aiuti per l'Europa che favorì la cooperazione tra gli Stati europei belligeranti e facilitò il commercio internazionale. Successivamente, nel 1951 venne creata la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (CECA) la quale istituiva il libero scambio di queste due materie prime fondamentali allo scopo di rendere non proficue eventuali ostilità tra gli Stati europei. Infine nel 1957 venne stipulato il Trattato di Roma tra i Paesi dell'Europa occidentale che diede vita alla Comunità Economica Europea (CEE) al fine di favorire la cooperazione economica e, di conseguenza, il mantenimento della pace nel continente europeo;

- Il Presidente americano Hoover, con l'intenzione di riportare in equilibrio i mercati finanziari a seguito del crollo della Borsa di New York, introdusse regole ferree sulle operazioni finanziarie. Nonostante l'intento senza dubbio positivo, non fu raggiunto il risultato sperato poiché la situazione finanziaria si aggravò.

Queste politiche economiche errate anziché far uscire gli USA dalla crisi finanziaria la fecero entrare nel baratro della Grande Depressione, ovvero il periodo economico negativo che è seguito al crollo di Wall Street.

### **1.3. Teoria neoclassica e mercato perfetto**

Nel periodo che ha seguito la crisi della borsa di New York, nei Paesi avanzati si diffuse l'approccio economico neoclassico, il quale considera i mercati perfetti ed in grado di autoregolamentarsi. Da ciò deduciamo che, secondo gli assunti fondamentali della teoria neoclassica, i mercati nell'utilizzo della forza lavoro e degli impianti tendono naturalmente ad una situazione di equilibrio che determina un pieno impiego dei fattori produttivi. Inoltre secondo la

teoria sopracitata, ogni attore agendo secondo la regola della razionalità economica, cioè la ricerca della massimizzazione della quota personale di profitto, porta il mercato verso la condizione della concorrenza perfetta e la conseguente allocazione ottimale delle risorse.

Da ciò si evince che per i neoclassici lo Stato non si deve preoccupare di regolamentare il mercato neanche in situazioni di momentaneo non equilibrio: infatti gli economisti di questa corrente di pensiero sostengono che il mercato è capace di ristabilire l'ottimale utilizzo delle risorse grazie ad un riaggiustamento automatico anche in seguito a sbilanciamenti provocati da fattori esogeni o eventi improbabili.

Come professato dal filosofo ed economista inglese Adam Smith nella sua opera del 1776 "La ricchezza delle nazioni", la continua ricerca di denaro diventa quasi virtù se ogni individuo, sotto la guida della cosiddetta mano invisibile, contribuisce alla formazione del bene comune. Il soddisfacimento delle passioni e degli interessi individuali diventa un obiettivo di rango superiore quando comporta la massimizzazione del profitto.

In realtà l'andamento del mercato, a differenza da quanto professato da Adam Smith, non è guidato da una mano invisibile che trasforma le azioni egoistiche degli individui in benessere collettivo ed ha per cui bisogno di adeguata regolamentazione.

Per evitare che la ricerca del profitto, obiettivo principale delle imprese, procuri danni alla collettività, è necessaria la presenza di regole imposte dallo Stato che consentano un utilizzo ottimale delle risorse.

#### **1.4. New Deal: piano USA per superare la depressione**

L'esponente democratico Franklin Delano Roosevelt, futuro Presidente degli Stati Uniti (coprì il ruolo di capo di Stato americano dal 1933 al 1945) fece il seguente discorso nel 1932: «Vi impegno e mi impegno in un nuovo patto (New Deal) per il popolo americano. Siamo tutti qui riuniti per costruirci profeti di un nuovo ordine di competenze e di coraggio. Questa è più di una campagna politica, è una chiamata alle armi. Datemi il vostro aiuto, non per vincere da solo il voto, ma per vincere in questa crociata per restituire l'America al suo popolo.».

Per arrestare la spirale recessiva e riportare a pareggio il bilancio federale, Roosevelt elaborò un programma di intervento statale in economia (conosciuto come New Deal) in contrasto con la tradizionale posizione del Governo statunitense improntata al più rigoroso laissez faire.

Ecco come l'economista Ludwig Von Mises in *Human Action* (1949) definisce il capitalismo laissez-faire: « [...] una società basata sul mercato libero da interventi esterni (unhampered market society). Al fine di raggiungere questo scopo, essi patrocinavano l'abolizione di tutte le leggi che impedivano alle persone più industriose ed efficienti di far meglio dei loro concorrenti meno industriosi e meno efficienti e che determinavano una restrizione nella mobilità dei beni e delle persone.».

Il democratico Roosevelt attuò una politica di interventi statali nell'economia e nello specifico, svalutò il dollaro allo scopo di incrementare il valore delle esportazioni, nazionalizzò alcuni servizi essenziali, favorì l'inizio di lavori pubblici finalizzati allo sviluppo di infrastrutture pubbliche (nonché scuole, parchi) al fine di comportare una sensibile riduzione del tasso di disoccupazione e si adoperò per migliorare il potere di acquisto degli operai mediante la fissazione di minimi salariali. Inoltre, il Presidente introdusse la Social Security Act, ovvero l'indennità di disoccupazione, malattia e vecchiaia e la Agricolturale Adjustment Act, allo scopo di sostenere i prezzi agricoli.

Questo piano di riforme aveva come fine il rilancio del sogno americano mediante l'incremento della spesa pubblica e la riduzione dei poteri delle banche e comportò contemporaneamente sia ad un abbassamento del livello di disoccupazione (il tasso passò dal 25 al 9%) che ad una modesta ripresa dell'attività industriale.

In realtà la ripresa economica degli USA, ovvero l'uscita dalla Grande Depressione, si ebbe con lo scoppio in Europa della Seconda guerra mondiale (nello specifico nel dicembre del 1941 con l'entrata in guerra degli Stati Uniti).

Il Governo aumentò enormemente la spesa militare e diede inizio ad un imponente programma di lavori pubblici che comportarono la creazione di nuovi posti di lavoro per quei lavoratori che avevano perso il posto durante la Grande Depressione. Di conseguenza le risorse economiche a disposizione delle famiglie americane aumentarono facendo crescere, a loro volta, i consumi e gli investimenti. Da ciò si evince che il rilancio della spesa pubblica fece uscire definitivamente gli Usa dalla depressione e il culmine di questa ripresa si ebbe con il "boom economico" degli anni '50 e '60.

Nonostante ciò, occorre sottolineare che una smisurata regolamentazione statale ed un eccessivo intervento governativo possono arrecare danni al mercato come meccanismo istituzionale.

## 1.5. Teoria keynesiana e interventismo statale

A seguito del crollo della Borsa di Wall Street, venne messa in discussione la capacità del mercato di trovare autonomamente il giusto equilibrio tra la domanda e l'offerta.

L'economista inglese John Maynard Keynes propose un nuovo pensiero economico secondo il quale il ciclo economico poteva uscire dalla crisi mediante l'intervento dello Stato.

Keynes (1936) sosteneva che «la piena occupazione non è l'esito naturale di un equilibrio di mercato. Per poter ottenere la piena occupazione, un'economia necessita di politiche di Governo specificamente studiate allo scopo [...] la mano invisibile non ci porterà ad un equilibrio felice.». Egli riteneva che, in assenza dell'intervento statale il sistema economico si sarebbe mosso verso un equilibrio di sottoccupazione dato che non erano presenti forze interne in grado di portarlo verso la piena occupazione.

In situazioni di crisi la produzione diminuisce e, di conseguenza, vi è un aumento della disoccupazione. Le imprese essendo in difficoltà non hanno la possibilità di compiere investimenti e dall'altro canto, i lavoratori licenziati avendo meno risorse a loro disposizione sono costretti a contrarre i consumi. Se questa situazione di sottoutilizzo della capacità produttiva si protrae nel tempo, vi sarà il raggiungimento di un nuovo equilibrio, risultato della diminuzione della capacità produttiva.

Ciò non è di beneficio al superamento della crisi, ma bensì l'aggrava per cui è auspicabile un incremento dei consumi che comporti l'utilizzo della capacità produttiva in esubero.

Secondo l'economista Keynes si può ottenere un aumento degli investimenti attraverso l'attuazione di investimenti pubblici, i quali in situazioni di acuta crisi economica non sono da considerarsi un ostacolo all'iniziativa privata, ma bensì un sostegno al rilancio e allo sviluppo dell'economia. Infatti, come argomentato dall'economista premio Nobel per l'economia Solow, lo Stato, a seguito dell'attuazione di investimenti pubblici, godrebbe di un duplice beneficio dato sia dalla minore spesa in interventi contro la disoccupazione che dall'aumento della base imponibile con i nuovi redditi.

Infine, come verrà specificato nel corso dell'elaborato, per ottenere un ulteriore incremento della domanda lo Stato dovrebbe impegnarsi ad attuare una politica fiscale progressiva finalizzata alla redistribuzione della ricchezza a beneficio degli individui appartenenti ai ceti meno abbienti, i quali hanno una propensione al consumo più elevata.

## 1.6. Accordi di Bretton Woods

Già nel 1936 l'illustre economista Keynes sottolineava che « [...] grazie alle loro enormi riserve auree, gli Stati Uniti sono in condizioni di beneficiare in gran parte, al tempo stesso, dei vantaggi di un sistema monetario locale e di un sistema internazionale, e d'altra parte essi sono estremamente restii a cedere anche in parte i loro poteri autonomi ad un ente internazionale.».

Nel luglio del 1944 Keynes partecipò agli accordi di Bretton Woods, riunione in cui, in questa piccola località americana dello New Hampshire, 44 Paesi siglarono l'intesa che portò alla creazione di una moneta di riserva mondiale.

Egli propose la creazione di una moneta completamente nuova, il Bancor, ma in realtà l'influenza statunitense fece sì che venne scelto il dollaro (venne creato il sistema monetario del dollar exchange standard), come valuta di riferimento ed unica moneta convertibile in oro, mentre le altre monete avevano un cambio fisso che poteva fluttuare circa dell'1% rispetto al dollaro. L'obiettivo era quello di rendere più stabili i tassi di cambio bilaterali europei dato che essi, in seguito alla fine della seconda guerra mondiale, erano molto volatili.

Negli anni '70 il sistema del dollar exchange standard, sistema di cambi sostanzialmente fissi, crollò e, per l'esattezza il 15 agosto del 1971 il Presidente americano Richard Nixon dichiarò la non convertibilità della moneta nazionale in oro. Nonostante ciò, il dollaro non perse l'egemonia acquisita all'interno del sistema monetario internazionale.

Gli Stati Uniti intensificarono la guerra in Vietnam ed ebbero la necessità di sviluppare una politica monetaria accomodante che consentisse un'inevitabile aumento dell'inflazione. Nel 1971 anche la Germania, per evitare di riflesso l'aumento dei prezzi tedeschi, decise di abbandonare il sistema dei cambi fissi, costituendo un sistema di cambi variabili che comportò, di conseguenza, ampie fluttuazioni dei tassi di cambio tra gli Stati.

Il dollaro viene utilizzato tuttora come mezzo di pagamento nelle transazioni commerciali dei prodotti energetici e delle altre materie prime, nonché come riserva di valore, ma le nuove economie industrializzate emergenti (quali, ad esempio, Russia e Cina) stanno premendo perché la valuta venga modificata. La loro proposta è quella di sostituire il dollaro con un paniere di altre principali monete, ma al momento non vi sono iniziative effettive.

Durante gli accordi di Bretton Woods vennero istituite anche due importanti organizzazioni internazionali: il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale.

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) fu creato allo scopo di dare ad un organismo

mondiale il compito di amministrare il sistema monetario internazionale e di fornire un aiuto ai Paesi in difficoltà con la bilancia dei pagamenti, ma in realtà diede l'opportunità al capitale, anche a quello speculativo, di spostarsi liberamente da un Paese all'altro.

La Banca Mondiale fu istituita con l'obiettivo di erogare prestiti ai Paesi associati al fine di contrastare eventuali problemi di deficit nella bilancia dei pagamenti e di incoraggiare investimenti in ricostruzione e sviluppo.

Con la creazione di queste organizzazioni ebbe avvio il graduale abbattimento delle barriere commerciali poste in precedenza dal protezionismo.

### **1.7. Apertura commerciale e globalizzazione**

Durante gli accordi di Bretton Woods gli Stati Uniti fecero emergere la loro egemonia sul piano politico ed economico premendo verso accordi commerciali di liberalizzazione degli scambi al fine di giungere ad un'apertura commerciale delle economie.

La prima globalizzazione cominciò all'inizio del XIX secolo con la formazione di un nuovo equilibrio nei domini degli Stati europei secondo gli accordi dettati dal Congresso di Vienna e terminò con l'assunzione da parte delle potenze egemoni europee di politiche economiche e commerciali di chiusura a causa dell'entrata nel primo conflitto mondiale.

Fino agli anni '30 vi fu la diffusione di un regime di protezionismo dato che ai singoli Paesi fu consentita la possibilità di imporre dazi e tariffe per limitare l'entrata delle merci estere. In seguito, con l'avvento della cosiddetta seconda globalizzazione, che si sviluppò dalla fine della seconda guerra mondiale alla fine degli anni '70, avvenne un processo di progressivo abbattimento dei confini commerciali imposti in precedenza e si poté assistere alla riduzione delle barriere doganali e tariffarie ed alla diminuzione dei divieti ai movimenti di capitali a breve e a lungo termine.

Non tutti gli Stati vollero beneficiare della liberalizzazione del commercio, nello specifico fu il caso di America Latina, Cina e blocco sovietico che si rinchiusero in dure politiche protezionistiche con l'intento di salvaguardare le industrie nazionali in via di sviluppo.

Il fenomeno della globalizzazione che si manifesta sul piano culturale, sociale, tecnologico ed economico, può racchiudere dentro di sé numerose opportunità, ma pericoli d'egual misura.

A partire dagli anni '70 il capitalismo mondiale è mutato, grazie alla diffusione del processo

della globalizzazione, ovvero dello sviluppo di un unico mercato mondiale grazie all'intensificazione degli scambi commerciali e dei movimenti dei capitali e all'integrazione economica fra le diverse economie nazionali.

Dagli anni '80 sono state attuate numerose riforme al sistema finanziario che hanno comportato elevati livelli di mobilità finanziaria e minori regolamentazioni: si è aperta la fase della globalizzazione neo-liberista che ha portato ad un'accelerazione del processo di liberalizzazione nei Paesi industrializzati.

Si diffuse l'ideologia neoliberista secondo la quale gli interventi statali dovevano essere finalizzati a liberare le grandi imprese e le corporation dai controlli governativi in modo tale da garantire un incremento dei loro profitti.

Nello specifico l'amministrazione statunitense del Presidente Ronald Reagan (secondo il quale «il miglior programma di welfare è un posto di lavoro» e «lo Stato non risolve i problemi di finanzia») e quella di Margaret Thatcher nel Regno Unito attuarono politiche di deregolamentazioni del sistema monetario e finanziario, ridussero fortemente le spese sociali dello Stato (ad esempio nei campi dell'educazione e della sanità) e misero a punto politiche a sostegno dell'offerta. Inoltre, i due capi di Stato promossero le privatizzazioni, ovvero la vendita di aziende di proprietà pubblica ai privati, svilupparono una politica monetaria espansiva e attuarono azioni di deregolamentazione in molti settori.

In seguito alla vittoria delle elezioni inglesi del giugno del 1979, Margaret Thatcher (nota come la lady di ferro) dichiarò «dove regna discordia mi si lasci portare armonia; dove regna disperazione, mi si lasci portare speranza» e ciò in parte si verificò, infatti, come sottolineato da Alberto Alesina e Francesco Giavazzi (2006), «Ci vollero vent'anni di declino economico prima che gli inglesi si rendessero conto che il loro Paese era sul punto di sparire dalla scena economica e politica mondiale. Nel 1960, il PIL pro capite della Gran Bretagna era il 78% di quello degli Stati Uniti. Nel 1980 il rapporto era sceso al 67%. Furono le scelte politiche di Margaret Thatcher ad arrestare il declino della Gran Bretagna: dall'inizio degli anni Novanta il PIL pro-capite britannico si è stabilizzato intorno al 68% di quello degli Stati Uniti.».

Questo cambiamento nell'economia internazionale è spiegabile in termini di variabili economiche strutturali, quali innovazione tecnologica, competitività crescente, cambiamenti nel commercio mondiale, politica economica espansionistica, enorme aumento nella quantità di denaro da investire.



Vi è una differenza fondamentale tra la globalizzazione ai tempi degli accordi di Bretton Woods e quella verificatasi negli anni '80, infatti, in quest'ultima vi fu una crescita esponenziale dei mercati finanziari.

## CAPITOLO 2

### NOVITA' DELLA CRISI FINANZIARIA ATTUALE

#### 2.1. Crisi finanziarie: in aumento dal 1970

I mercati finanziari nazionali sono stati liberalizzati e armonizzati, e, di conseguenza, vi è stato un incremento degli investimenti all'estero grazie alla drastica riduzione dei vincoli amministrativi che scoraggiavano gli investimenti oltre confini e grazie alla deregolamentazione dei capitali in entrata ed in uscita da un Paese. Si tratta di un fenomeno di per sé positivo dato che offre maggiori opzioni ai risparmiatori e maggiori opportunità ai Paesi emergenti in precedenza ai margini del mercato, ma che necessita di strutture nazionali in grado di gestire movimenti di capitale che possono assumere dimensioni rilevanti. Se non si verificasse questo controllo, il processo di liberalizzazione esporrebbe eccessivamente i mercati finanziari a possibili crisi finanziarie e bancarie.

Negli ultimi anni si è verificato un elevato numero di crisi finanziarie, infatti, dal 1970 in poi nei Paesi industrializzati sono avvenute più crisi bancarie e valutarie che nei cento anni precedenti.

Le crisi finanziarie si possono considerare una caratteristica endemica del capitalismo e per l'appunto il Fondo monetario internazionale tra il 1975 e il 1998 ha contato 212 crisi e negli anni che hanno seguito il 1998 questa cifra ha avuto maggiore frequenza a causa della liberalizzazione finanziaria.

Nello specifico, tra il 1970 e il 2007 in base ad una ricerca recente sono state censite ben 42 crisi a fondamento delle quali vi era una crescita non controllata del credito ed una mancanza di rispetto delle norme vigenti in materia di vigilanza bancaria. C'è da sottolineare che, contrariamente a quanto si sarebbe portati a pensare, il periodo che precede la crisi finanziaria attuale si può considerare l'intervallo di tempo più tranquillo.

Secondo Ferdinando Targetti (2009), famoso economista e politico italiano, vi sono molti fattori che provocano lo sviluppo di una crisi nel sistema economico, infatti «In tutti gli episodi di crisi hanno giocato molti fattori: fattori macroeconomici (nazionali e globali), innovazione tecnologica e finanziaria, malversazioni e frodi, conflitti di interesse, eccessive assunzioni di

rischio degli investitori internazionali, attività di speculazione finanziaria, limitate informazioni a disposizione delle autorità di vigilanza, difetti istituzionali delle autorità di vigilanza e diffusa formazione culturale, nei Governi e nelle banche centrali, propensa a ritenere che il mercato dei capitali abbia grandi capacità di autoregolazione.».

Senza dubbio, la novità della crisi attuale è dovuta anche alla globalizzazione, a causa della quale sono sempre più numerosi i Paesi coinvolti nel commercio internazionale. Questi Paesi sono dotati di economie maggiormente specializzate e dipendono dall'import-export in misura superiore rispetto al passato. Il fenomeno della globalizzazione richiede ai Paesi coinvolti la dotazione di strutture che siano in grado di gestire movimenti di capitale di dimensioni rilevanti per evitare che un eccessivo potere delle economie internazionali possa arrecare danni a quelle economie locali per certi versi finanziariamente più deboli.

## **2.2. Sviluppo di organizzazioni internazionali**

A partire dagli anni '80 e '90, a causa delle spinte neo-liberiste, l'economia si è internazionalizzata formando grandi poli economici.

In Europa già nel 1958, a seguito dei Trattati di Roma siglati nel 1957 tra Belgio, Italia, Francia, Germania Ovest, Lussemburgo e Paesi Bassi, si formò la Comunità economica europea (CEE). Nel 1992 con la firma del Trattato di Maastricht, e a seguito dell'adesione, di altri Stati europei (tra i quali Regno Unito, Spagna e Portogallo) venne semplificata la denominazione in Comunità Europea (CE) e furono introdotte nuove politiche comunitarie al fine di attuare l'unione economica e monetaria tra gli Stati europei aderenti.

Per quanto concerne l'America settentrionale, fu istituito un accordo commerciale tra USA, Canada e Messico denominato NAFTA (North America Free Trade Agreement) il quale entrò in vigore il 1° gennaio 1994.

Queste istituzioni sovranazionali avevano il compito di impedire ai singoli Paesi di ostacolare il libero scambio commerciale e nell'ottenere ciò, si è verificata una notevole crescita del settore finanziario mediante la liberalizzazione della circolazione dei capitali ed il perfezionamento delle tecnologie informatiche.

Nello specifico con la riduzione dei controlli nazionali il capitale è migrato facilmente da un Paese all'altro e, di conseguenza, si sono materializzate nuove opportunità di investimento e di

speculazione. Ciò, come vedremo in seguito, ha provocato una sovraespansione della finanza rispetto all'economia reale.

Il 1° gennaio 1995 è stata fondata l'istituzione internazionale WTO (World Trade Organization), la quale è subentrata al General Agreement on Tariffs and Trade (GATT), istituzione internazionale nata a seguito degli accordi di Bretton Woods finalizzata a sostenere l'armonizzazione economica del commercio mondiale ed a creare un sistema di libero scambio multilaterale.

Il WTO è considerata un'organizzazione democratica dato che tutti i suoi organi utilizzano il principio "un paese, un voto".

Essa combina al suo interno funzioni legislative, esecutive e giudiziarie e ha permesso la liberalizzazione degli scambi internazionali in un duplice modo: sia influenzando l'armonizzazione dei sistemi giuridici nazionali che imponendo ai Paesi aderenti le decisioni prese dal suo tribunale in materia di dispute di commercio internazionale.

### **2.3. USA: ruolo da protagonista**

La crisi attuale ha avuto il suo epicentro negli Stati Uniti, Paese nel quale il neo - liberismo economico ha avuto la maggiore diffusione.

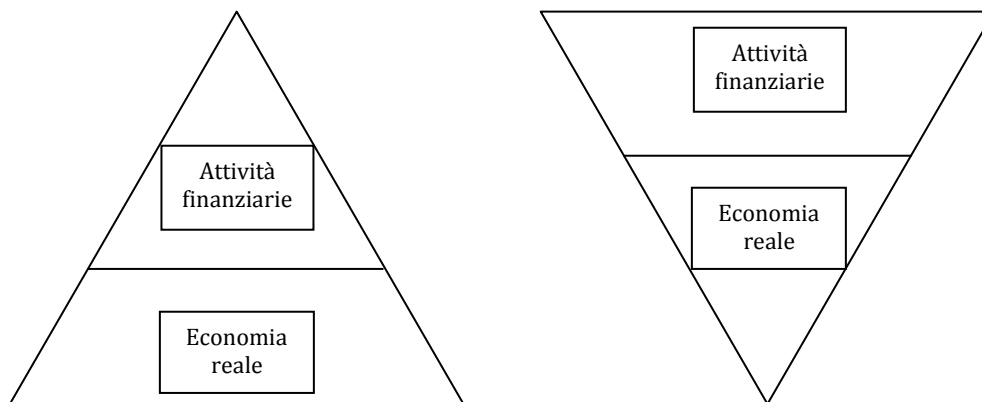
Nell'economia mondiale, gli USA hanno assunto il ruolo di grande consumatore con un'enorme deficit nella bilancia commerciale risultante da un valore delle importazioni che supera di gran lunga quello delle esportazioni.

Le politiche economiche degli Stati Uniti dall'elezione alla presidenza di Ronald Reagan in poi sono state caratterizzate dall'ideologia neoliberista i cui cardini sono:

- L'onnipotenza del mercato, ovvero le imprese devono essere liberate da ogni controllo governativo al fine di svolgere al meglio la loro attività economica;
- Il taglio delle spese sociali e la riduzione dell'interventismo statale mediante la diminuzione delle spese statali, ad esempio, nei campi dell'educazione e della sanità;
- La deregulation, cioè l'eliminazione delle regole che possono creare delle barriere all'attività delle imprese minando la generazione di profitti;
- Le privatizzazioni, ottenibili attraverso la vendita delle aziende di proprietà pubblica ai privati;

- La globalizzazione, tramite l'estensione ai mercati delle politiche neoliberiste in modo tale da consentire la libera circolazione dei capitali in tutto il mondo attraverso istituzioni che ne agevolano il processo, quali il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale.

Il rapporto tra credito e PIL si può considerare un indicatore della finanziarizzazione dell'economia, ovvero della crescita delle attività finanziarie rispetto al valore delle attività produttive. Nello specifico, negli Stati Uniti nel 1969 l'indicatore sopra citato era pari a 150% per poi più che raddoppiare nel corso dei decenni arrivando nel 2007 a quota 350%. Ciò a motivazione del fatto che nei trent'anni che hanno preceduto la crisi, negli Stati Uniti, e negli altri Paesi industrializzati, il valore delle attività appartenenti alle società del settore finanziario è cresciuto più del reddito nazionale e, di conseguenza, i profitti generati dalle società finanziarie superavano di ben quattro volte quelli ottenuti dalle altre società quotate in Borsa. A ragione di ciò, gli scambi mondiali attuali di titoli azionari e obbligazionari sono 4 volte superiori al PIL mondiale.



Le due piramidi rappresentano il sistema economico mondiale, il quale dovrebbe avere come base una solida economia reale e come vertice le attività finanziarie, in modo tale da poter reggere ad un possibile crollo dei mercati mondiali. In realtà, negli ultimi anni si è verificata la situazione opposta, rappresentata dalla seconda piramide, in cui le attività finanziarie sono di molto superiori alle attività economiche reali. Questa seconda situazione ha provocato gravi

danni all'economia mondiale poiché non si basava su una solida economia reale.

Fino ai primi anni del Novecento le crisi economiche si sono verificate solo a seguito di una crisi dell'economia reale, nello specifico a causa di fallimenti di imprese. La prima conseguenza di queste crisi di imprese era un incremento della disoccupazione che comportava una correlata diminuzione dei consumi, della produzione e del reddito. In seguito, con lo spostamento del baricentro del mercato mondiale dall'economia reale a quella finanziaria, si sono verificate varie crisi di carattere finanziario.

Come sostenuto dal giornalista Mucchetti nel Corriere della Sera: « [...] il gioco (del mercato finanziario) ha funzionato alimentando l'industria delle costruzioni, l'attività bancaria e l'immobiliare fino a diventare la grande base della grandissima piramide rovesciata del capitalismo finanziario.». Corriere della Sera 11/09/2008

#### **2.4. Crisi made in USA**

Nelle crisi avvenute dagli anni Novanta in poi, gli hedge fund hanno assunto un ruolo da protagonisti. Gli hedge fund sono fondi di investimento e nonostante il termine derivi dal verbo inglese "to hedge" il cui significato letterale è limitare, essi non minimizzano i rischi. In realtà, i fondi di investimento fanno ottenere agli investitori vantaggi derivanti dalle fluttuazioni del mercato consentendo agli addetti operazioni finanziarie di importo superiore rispetto alla proprie capacità economiche reali.

Erano possibili sia operazioni cosiddette "allo scoperto", cioè nelle quali si guadagnava quando i prezzi diminuivano, che operazioni "a termine", nelle quali, al contrario, si guadagnava quando i prezzi aumentavano. Questi fondi di investimento potevano comportare con facilità a cospicue perdite di denaro dato che gli investitori, considerati esperti a fronte dell'elevata soglia minima di entrata (a volte pari addirittura a 10 milioni di dollari), avevano ampia libertà d'azione. A ciò si sommava il fatto che la solidità degli hedge fund non veniva controllata ed essi potevano avere sede legale off-shore in modo tale da dover attenersi a regolamenti più blandi.

Nel 1998 la crisi di un solo hedge fund il "Long Term Capital Management" (LTCM); fondo che faceva un elevato utilizzo del leverage dato che aveva esposizioni per 100 miliardi di dollari a fronte di un capitale di 1 miliardo, portò al collasso i mercati finanziari. Nello specifico si trattava di un fondo che svolgeva un ruolo cruciale sui mercati finanziari, per cui la Federal

Reserve, allo scopo di evitare il fallimento del fondo in questione e salvaguardare l'intero sistema, convinse alcune banche ad entrare in possesso del capitale del LTCM a fronte di una successiva iniezione di contanti.

Negli ultimi vent'anni gli Stati Uniti, oltre ad essere stati patria della crisi LTCM, sono stati l'epicentro di altre due crisi finanziarie.

Già dagli anni Novanta in molti avevano intuito che l'industria informatica con le sue innovazioni tecnologiche avrebbe modificato la struttura dell'economia mondiale.

Nel 2000 si sviluppò la bolla di internet (la cosiddetta bolla delle dot.com), nello specifico si trattò di una bolla speculativa sui titoli tecnologici che si verificò poiché vi era la credenza diffusa che tutte le azioni appartenenti al segmento delle aziende di Internet fossero altamente redditizie. Gli investitori ammaliati dai cospicui guadagni ottenuti da chi per primo aveva acquistato titoli Microsoft, sopravvalutarono il potenziale di profitto delle aziende informatiche.

Questi investimenti permisero ad Internet di svilupparsi e di diffondersi molto velocemente in tutto il pianeta. Nonostante le conseguenze negative, la bolla di internet ha contribuito alla diffusione della conoscenza ed ha permesso una rapida evoluzione del settore facilitando lo sviluppo di imprese di importanza cruciale quali, ad esempio, Yahoo, Google e Microsoft.

Infine nel 2007 l'America è stata la patria della crisi attuale, partita dal crollo dei mutui subprime, della quale si parlerà ampiamente in seguito.

## **2.5. Great moderation: fase antecedente la crisi**

Prima dello scoppio della crisi, nei Paesi industrializzati e soprattutto negli Stati Uniti, vi fu una crescita stabile del reddito accompagnata da un'inflazione, ovvero da una crescita dei prezzi, in calo (con oscillazioni da un anno all'altro contenute) e questa fase è nota agli economisti come "Great Moderation".

Vi sono tre tesi elaborate dagli economisti che cercano di spiegare il motivo di questa sostanziale sparizione della volatilità macroeconomica.

Secondo la prima tesi la crescita moderata ha tratto beneficio dalle politiche macroeconomiche adeguate (le cosiddette good policies) che hanno consentito alle banche centrali di operare al meglio utilizzando nuovi strumenti.

La seconda tesi cita le buone pratiche (in inglese good practices), ovvero le innovazioni in

campo tecnologico e finanziario (quali, ad esempio, la rivoluzione tecnologica di Internet e delle telecomunicazioni), che hanno permesso il raggiungimento di un sostanziale progresso nei sistemi economici per merito della diminuzione delle imperfezioni finanziarie esistenti.

L'ultima ipotesi sostiene che grazie al caso (good luck), le economie hanno potuto beneficiare di un periodo in cui si sono verificati in maniera più sporadica squilibri d'offerta negativi.

Tra gli economisti non vi è il raggiungimento di un accordo su quale ipotesi debba primeggiare e come sostenuto da Florio, Lossani e Nardozi (2013): « [...] è sufficiente considerare la Great Moderation come un fenomeno storico inizialmente determinato dalla reazione, presto diffusa in altri Paesi, dell'amministrazione americana all'alta inflazione degli anni '70 e successivamente dalla realizzazione dell'Unione Monetaria Europea nonché dai benefici effetti che la globalizzazione ha avuto sui prezzi [...] è difficile credere che l'indipendenza delle banche centrali sia calata dal cielo o sia stata il risultato di progressi nella teoria economica. Reputiamo più sensato pensare che [...] sia conseguenza del mandato da parte dei Governi alle banche centrali di un forte impegno a preservare i prezzi [...].».

## **2.6. Politica monetaria espansiva della FED alimenta debito americano**

Nella sua opera fondamentale "Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta", l'economista inglese John Maynard Keynes, nel capitolo dedicato al ciclo economico sostiene che «gli ultimi stadi dell'espansione sono caratterizzati da aspettative ottimistiche sul reddito futuro dei beni capitali, abbastanza forti da compensare la loro crescente abbondanza e i loro crescenti costi di produzione, e forse anche un aumento del tasso di interesse. La natura dei mercati finanziari organizzati, sotto l'influenza di compratori in gran parte ignoranti di ciò che comprano e di speculatori i quali si preoccupano più di prevedere il prossimo cambiamento dell'opinione del mercato che di stimare ragionevolmente il rendimento futuro delle attività capitali, è tale che, quando la disillusione cade su un mercato troppo ottimistico e caratterizzato da un'eccessiva prevalenza di acquisti, essa debba cadere con una forza improvvisa e magari catastrofica.».

Tra il 2001 e il 2005 la Federal Reserve ha privilegiato una politica monetaria espansiva, ma nonostante ciò è stata in grado di mantenere i prezzi stabili evitando l'innalzamento del tasso d'inflazione.



Queste politiche economiche hanno iniettato sul mercato un ammontare eccessivo di moneta e la quantità non utilizzata per transazioni economiche reali si è riversata a compimento di operazioni finanziarie.

Negli ultimi 20 anni, come citato in precedenza, Cina, India e altre economie emergenti sono entrate nella rete del libero scambio internazionale ed hanno iniziato ad esportare ai Paesi sviluppati beni a basso costo. La Cina, nello specifico, ha sottovalutato il tasso di cambio dello yuan allo scopo di rendere ancora più convenienti le esportazioni di beni cinesi.

L'entrata nei mercati mondiali di queste economie emergenti ha comportato un incremento dei redditi reali nei Paesi sviluppati grazie alla fornitura di beni meno costosi e all'incremento della concorrenza in molti settori produttivi.

I Paesi emergenti avevano un'economia in veloce crescita con un conseguente aumento esponenziale delle esportazioni che garantiva elevati surplus nella bilancia commerciale.

Le popolazioni dei Paesi in via di sviluppo, grazie all'economia sostenuta dall'export, accumulavano i loro risparmi e nella metà degli anni 2000 questa crescita ha superato il decremento di risparmio dei Paesi industrializzati.

	<b>1996</b>	<b>1998</b>	<b>2000</b>	<b>2002</b>	<b>2004</b>	<b>2006</b>	<b>2008</b>
Cina	2,0	4,2	2,4	2,5	2,5	7,5	7,9
Germania	-0,6	-0,8	-1,6	2,2	4,8	6,5	6,7
USA	-1,8	-1,4	-2,8	-4,1	-5,2	-4,2	-5,7
UK	-0,8	-0,4	-2,7	-1,7	-2,1	-3,4	-1,6

Tabella tassi netti risparmio (% GDP)

*Fonte: A. Florio, M. Lossani, G. Nardozi (2013) "Dalla crisi finanziaria globale a nuove regole monetarie" Rubettino*

Dalla tabella si evince che mentre i tassi di risparmio in Cina dal 1996 al 2008 sono quasi quadruplicati passando dal 2% all'8%, i tassi di risparmio inglesi ed in misura maggiore quelli americani (il cui decremento è più che raddoppiato) hanno continuato a diminuire. Al contrario, i tassi di risparmio tedeschi inizialmente negativi, dai primi anni del 2000 hanno iniziato a diventare positivi ed a crescere di anno in anno.

Per quanto concerne i dati americani, le classi medie statunitensi hanno seguito un modello di crescita basato sul debito dato che il loro reddito era pressoché costante, mentre i consumi erano

crescenti. Dal lato opposto, i risparmi delle famiglie americane si erano quasi azzerati facendo registrare al Paese un deficit nella bilancia dei pagamenti risultante, per l'appunto, da un ammontare di consumi che superava abbondantemente il reddito disponibile.

Gli Stati Uniti oltre ad avere un alto tasso di indebitamento privato, avevano un non indifferente debito pubblico a fronte della crescente necessità di far finanziare lo sviluppo economico americano al resto del mondo.

Per quanto concerne l'indebitamento privato, il credito al consumo delle famiglie americane si è dimostrato, come vedremo in seguito, un atto altamente rischioso. Il benessere economico statunitense era una mera illusione dato che esso era fondato esclusivamente sul debito. Nel 2007 le famiglie americane arrivarono ad indebitarsi il 40% in più rispetto al loro reddito effettivamente disponibile e, come conseguenza alla crisi finanziaria, dal 2008 ai possessori di carte di credito sono stati ridotti i limiti di affidamento garantiti ed ai nuovi richiedenti sono state imposte maggiori regole di selezione.

E' opinione comune ritenere che il risparmio sia fautore dello sviluppo economico se quest'ammontare di denaro non impegnato nei consumi viene allocato a soggetti che intendono compiere investimenti virtuosi.

I Paesi emergenti, e in misura minore quelli europei, hanno posto fiducia nell'economia americana utilizzando il loro surplus di risparmio per acquistare titoli del tesoro americani, come sostenuto da Alesina e Giavazzi (2008) «ogni anno infatti una quantità enorme di risparmio asiatico doveva essere investita negli Stati Uniti: il 6% del reddito totale americano.».

Prima della crisi il PIL statunitense, indice che stima la crescita dell'economia valutando il valore di beni e servizi prodotti all'interno di una nazione al netto dell'inflazione, cresceva tra il 2 e il 2,5% all'anno. Ogni anno venivano prodotti più beni e servizi rispetto all'anno trascorso e per ciò la produttività statunitense continuava a crescere.

L'apparente sviluppo irrefrenabile americano convinceva i risparmiatori cinesi ad investire negli USA, Stato considerato al riparo da crisi economiche, dato che le opportunità d'investimento in progetti nazionali non erano altrettanto alettanti.

In una situazione del genere, il sistema finanziario dovrebbe svolgere il delicato compito di trasferire il risparmio dai Paesi emergenti agli USA, in questo caso specifico, per finanziare gli investimenti.

Ciò nella realtà non si è verificato ed il sistema finanziario non è riuscito a riequilibrare il

divario creatosi tra l'accumulo di risparmio in Cina ed in altri Paesi emergenti e gli alti consumi delle famiglie americane. Questo allarme era già stato lanciato da alcuni economisti nel biennio che ha preceduto la crisi finanziaria attuale.

## **2.7. Derivati e futures: nuovi prodotti della finanza che alimentano la bolla finanziaria**

Come sostenuto da Marco Onado (2009) «Del resto, è vero che l'America è sempre stata la culla dell'innovazione finanziaria e ha visto nascere quasi tutti i nuovi strumenti e le nuove tecniche.». I più famosi strumenti finanziari sono i titoli derivati, le cui tipologie maggiormente diffuse sono le opzioni ed i futures.

Le opzioni sono degli strumenti finanziari che danno il diritto a chi le acquista di comprare (call) o vendere (put) una quantità precisa di un'attività finanziaria o reale ad una data precisa e ad un prezzo determinato. C'è da sottolineare per completezza che l'acquirente ha la facoltà di scegliere se utilizzare o meno l'opzione. Infatti, le opzioni sono l'unico tipo di contratto finanziario che conferisce all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo di compiere un determinato atto. Infine, questi titoli finanziari fissano le condizioni alle quali potrà avvenire la compravendita futura dell'attività sottostante.

All'opposto, i futures obbligano i contraenti a scambiarsi a scadenza delle attività finanziarie predeterminate ad un prezzo stabilito. Vi è un contraente che scommette che il prezzo aumenterà ed, all'opposto, un altro soggetto scommette che diminuirà: queste due forze controbilanciate determineranno il raggiungimento del prezzo d'equilibrio nel mercato finanziario.

Questi nuovi strumenti hanno migliorato l'efficienza del sistema finanziario internazionale aprendo nuove opportunità agli investitori, ma allo stesso tempo hanno consentito ad alcuni operatori finanziari di agire con fini meramente speculativi.

Come riportato dal quotidiano La Repubblica, l'illustre economista John Kenneth Galbraith riteneva che «sono pochi i campi dell'attività umana in cui la storia conta così poco come nel mondo della finanza.». La Repubblica, 24/01/2009

Infatti, nonostante le esperienze pregresse nelle società capitalistiche le bolle speculative hanno continuato a verificarsi provocando crisi economiche di sempre maggiore entità.

Le bolle speculative avvengono quando nel mercato si assiste ad un aumento apparentemente

ingiustificato del prezzo di un bene a causa di una crescita elevata della domanda, alla quale poi segue una fase opposta, in cui i prezzi crollano in maniera repentina.

Questo fenomeno viene esplicito dal professor Roberto Bosio (2010): «Ma cos'è una bolla finanziaria (o speculativa)? Nient'altro che una manifestazione dell'euforia ingiustificata che talvolta - sempre più spesso - colpisce l'economia. L'aumento di valore di un bene, di un servizio, di un'impresa o di un titolo, spinge un numero crescente di soggetti economici ad investire in queste attività nella convinzione che il loro prezzo non possa far altro che salire.».

La prima bolla speculativa documentata nella storia del capitalismo è la tulipomania; nello specifico nella prima metà del Seicento si arrivava a pagare cifre elevatissime (migliaia di fiorini) per un solo bulbo e addirittura per l'acquisto delle specie non ancora coltivate. La crescita dei prezzi sembrava inarrestabile ed ebbe il suo apice nel 1637, ma qualche mese dopo si verificò un crollo inatteso dei prezzi che sfiorò quota 90% e che portò al lastrico molti agiati mercanti. Gli olandesi fecero l'errore di credere preziosi tutti i bulbi ed, infatti, essi non differenziarono le specie più umili e in alcuni casi arrivarono perfino ad attribuire un enorme valore anche ai bulbi non ancora coltivati.

Nel 1931 studiando la bolla azionaria del '29, l'economista Keynes si accorse che le bolle possono avere anche effetti positivi. Esse spostando ingenti quantità di capitali verso le imprese quotate permettono a quest'ultime di compiere investimenti in ricerca e sviluppo.

Infatti, arrivando ai giorni nostri, nel 2001 la bolla di internet consentì a questa incredibile scoperta, inizialmente ad appannaggio esclusivo del Dipartimento di Difesa americano, di diventare uno strumento utilizzato nella vita quotidiana e di diffondersi in brevissimo tempo in tutto il mondo.

## CAPITOLO 3

### LE CAUSE DEL TRACOLLO E GLI SVILUPPI DELLA CRISI

#### 3.1. Favola dei mutui sub prime

Come sottolineato da Ferdinando Targetti (2009), «Questa crisi non è simile alle altre. E' un "perfect storm", una tempesta perfetta, che si manifesta in una "super bolla", di quelle che, in seguito alla loro esplosione, lasciano un mondo diverso quando scoppiano.».

Ora mi occuperò ad illustrare ciò che è accaduto, soffermandomi a descrivere cosa differenzia la crisi finanziaria attuale con gli shock che hanno intaccato in precedenza il sistema economico mondiale.

Per quanto concerne l'aspetto dei prestiti immobiliari, a partire dai primi anni del 2000 un numero sempre maggiore di americani iniziò ad investire in immobili spinto da due fattori: dai tassi di interesse alquanto bassi che rendevano molto conveniente il costo del denaro e dall'incremento del valore delle abitazioni che pareva non arrestarsi.

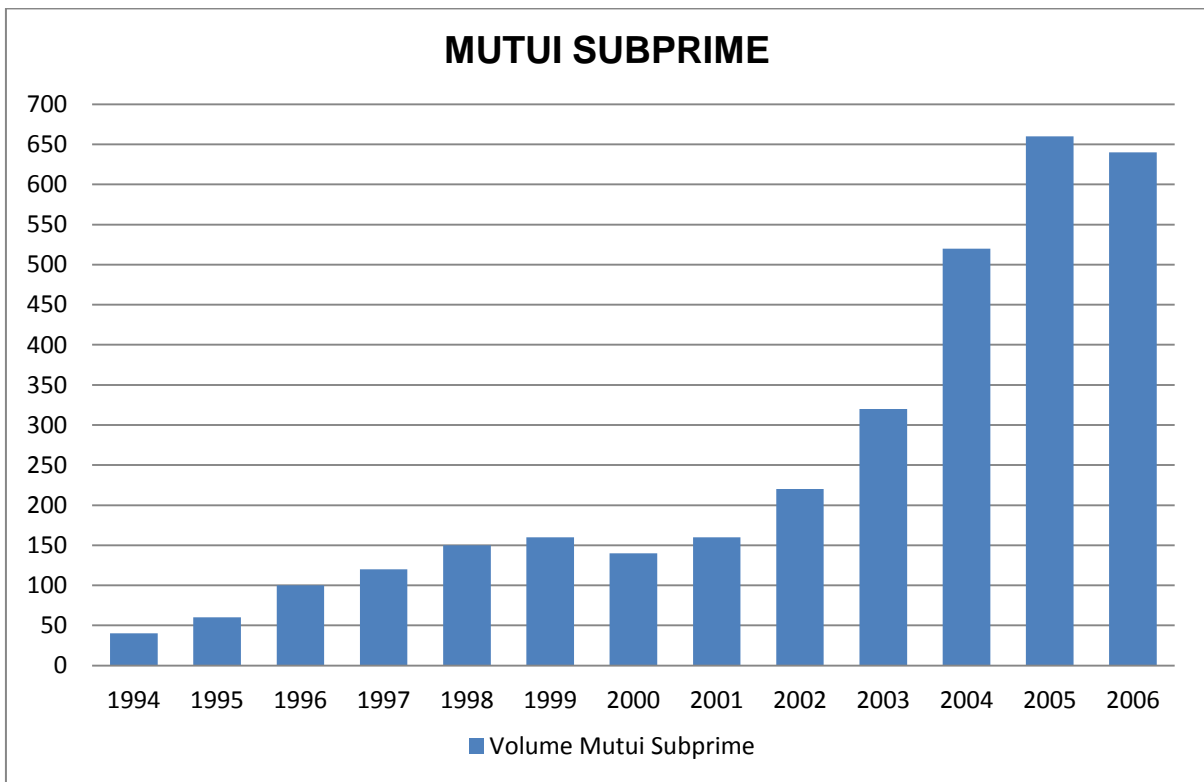
Prima del 2003 le banche statunitensi erano solite stipulare un contratto di mutuo immobiliare ai clienti facenti richiesta previa verifica che l'ammontare del reddito posto a garanzia fosse in grado di coprire l'importo delle rate.

Mettendo da parte la consolidata prassi d'esecuzione, le banche americane hanno concesso un numero maggiore di mutui, soprattutto i cosiddetti subprime. I mutui subprime sono prestiti concessi ad un soggetto che in un sistema maggiormente regolamentato non avrebbero avuto accesso al credito a fronte delle irrisorie garanzie patrimoniali e reddituali.

Nella convinzione che vi sarebbe stata una continua ascesa nei prezzi delle abitazioni che sarebbe stata in grado di coprire un'eventuale insolvenza del mutuatario, furono concessi i mutui denominati "NINJA", acronimo che indica le iniziali inglesi delle caratteristiche dei soggetti ( No Income, No Job, No Asset, ovvero individui ai quali non veniva verificata la presenza di un reddito, di un lavoro e di una proprietà che potessero garantire la restituzione del prestito). Le banche erogavano questo tipo di prestiti richiedendo per i primi anni anticipi irrisori e bassi tassi di interesse sul capitale (si trattava, infatti, di prestiti a lunga scadenza a tasso variabile) e tassi maggiori negli anni avvenire. Ciò solitamente permetteva ai mutuatari di riuscire a rimborsare

solo le prime rate del prestito e non quelle successive dato che l'importo delle rate saliva vertiginosamente. Il basso tasso di interesse iniziale viene chiamato *teaser loan*, cioè specchietto per le allodole per sottolineare le caratteristiche, in apparenza, allettanti dei mutui subprime i quali attiravano un gran numero di individui.

Circa il 10% dei mutui furono stipulati a famiglie, soprattutto di immigrati, che avevano un'elevata probabilità di non riuscire a restituire il denaro prestato.



Fonte: *Inside Mortgage Finance Publications*, Dic 2006 ([www.insidemortgagefinance.com](http://www.insidemortgagefinance.com))

Dalla figura deduciamo che nei primi anni Novanta, i mutui subprime non avevano un volume notevole, mentre negli anni successivi e, soprattutto dal 2003, con l'approvazione della legge statunitense *American Dream Downpayment Act*, sono stati stipulati un numero maggiore di mutui di questa tipologia. L'aumento esponenziale è evidente dai volumi quasi raddoppiati nel triennio che va dal 2003 al 2006.

Come sostenuto dal giornalista Tabellini in un articolo pubblicato nel *Il sole 24 ore*, «Per realizzare il sogno americano di una casa per tutti, nel 2004 il Dipartimento di Housing and Urban Development (ovvero il ministero per le politiche sull'abitazione) diede esplicito mandato

a Fannie e Freddie di aumentare i prestiti ad alto rischio. Nel 2003 fu approvata una legge, l'American Dream Downpayment Act, che sussidiava l'acquisto di abitazioni quasi interamente finanziate con prestiti, cioè senza che l'acquirente dovesse mettere soldi suoi. Di fatto, era un sussidio agli acquisti irresponsabili.». Il Sole 24 Ore, 28/09/2008

L'American Dream Downpayment Act fu un piano politico varato il 16 dicembre 2003 dal Governo di G. W. Bush il quale consentiva l'acquisto della prima casa anche alla popolazione meno abbiente, per permettere anche agli individui solitamente ai margini della società di diventare parte integrante del tessuto sociale statunitense. Questo provvedimento ha avuto conseguenze positive quali la riduzione della criminalità e della discriminazione dato che grazie al possesso di un'abitazione gli individui diventano maggiormente interessati ai problemi del luogo in cui vivono. A testimonianza di ciò, nelle città americane in cui gli immigrati avevano beneficiato del piano politico in questione, i tassi di criminalità erano notevolmente diminuiti.

Inoltre nel 2004, per garantire la realizzazione del piano "una casa per tutti" le due più grandi agenzie erogatrici di mutui create allo scopo di garantire i fondi per il mercato immobiliare, Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), ebbero l'esplicito mandato di aumentare i prestiti ad alto rischio.

La società Fannie Mae nacque nel 1938 come agenzia federale con il compito di sostenere il mercato dell'edilizia residenziale statunitense. Nello specifico, l'agenzia in questione acquistava contratti di mutui assumendosene il relativo rischio e ottenendo profitto dalla vendita delle obbligazioni generate.

In seguito, nel 1968 Fannie Mae venne privatizzata dal 36° Presidente americano Lyndon Baines Johnson e dopo qualche anno, esattamente nel 1970, venne istituita anche l'agenzia concorrente Freddie Mac che svolgeva i medesimi compiti della società Fannie Mae, allo scopo di evitare l'insorgere di un pericoloso monopolio nella gestione dei fondi del mercato immobiliare.

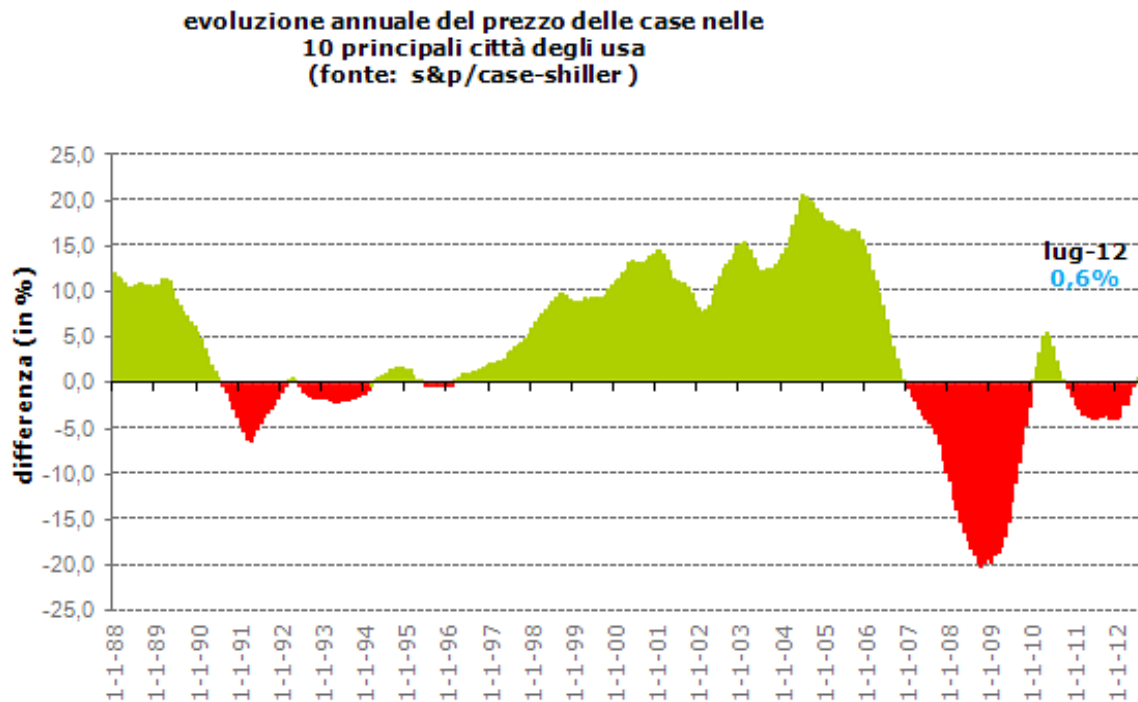
Le due agenzie erano quotate in borsa ed essendo state privatizzate il loro debito non veniva inserito nel bilancio pubblico statunitense, ma nonostante ciò vi era la credenza diffusa che in caso di avvenimenti negativi il Governo le avrebbe finanziate e ciò consentì alle due società di beneficiare di tassi di interesse inferiori rispetto ad altre società di emissione.

Attraverso queste due istituzioni inizialmente statali, ed in seguito semipubbliche, lo Stato tutelava le banche nell'eventualità di una crisi nel settore immobiliare. Le due società garantivano

quasi la metà dei mutui ipotecari americani ed avevano nell'attivo del loro stato patrimoniale attività superiori a 5.200 miliardi di dollari (importo pari al 40 % del PIL statunitense) garantite da un capitale proprio di "soli" 81 miliardi.

### 3.2. L'andamento mercato immobiliare ne facilita il processo

A partire dal 2000 e fino a metà 2006, negli USA vi fu un trend positivo nei prezzi delle abitazioni. Come sostenuto dal premio Nobel Paul Krugman (2012) «Nell'estate 2005, i prezzi delle case nelle grandi città dei cosiddetti "sand states" - Florida, Arizona, Nevada e California - erano aumentati di quasi il 150 % rispetto all'inizio del decennio. In altre città si registravano incrementi leggermente inferiori, ma a livello nazionale c'era stato chiaramente un boom dei prezzi immobiliari che presentava tutte le caratteristiche della classica bolla: la convinzione che i prezzi non possano mai scendere, la corsa ad acquistare per godere dell'ulteriore incremento dei prezzi, un'intensa attività speculativa.».



Fonte: [www.idealista.it/news](http://www.idealista.it/news)

L'indice S&P/ Case - Shiller è un indicatore statunitense pubblicato dall'agenzia di ricerca Standard & Poor's il quale tiene conto dei prezzi medi relativi alle compravendite avvenute nei



tre mesi precedenti nelle 10 maggiori città statunitensi.

Il grafico evidenzia come dopo aver raggiunto valori da record negli anni 2006 e 2007 i valori delle case siano crollati mediamente del 27%. Ciò è stato provocato dall'aumento del numero dei pignoramenti che ha diminuito notevolmente la richiesta di immobili.

Solo dal 2010 il prezzo delle case ha registrato un aumento significativo dopo la crisi del mercato immobiliare. Purtroppo si è trattata di una ripresa momentanea dato che l'anno successivo si è verificata un'ulteriore diminuzione nei prezzi delle abitazioni. Nel luglio del 2012 si è registrato un incremento dei prezzi dell'1,2% e quest'ultimo si può ritenere l'aumento più importante dalla breve ripresa avvenuta nell'agosto del 2010.

Come spiegato in precedenza, le banche erogavano mutui per l'acquisto delle abitazioni, senza previa verifica dei redditi dei "richiedenti" e, di conseguenza, il notevole incremento degli acquisti di case ed il cospicuo aumento del valore di quest'ultime ha causato lo scoppio della cosiddetta bolla immobiliare.

In aggiunta, la situazione si è aggravata per il fatto che la crescita della domanda interna americana era garantita dall'ulteriore indebitamento consentito ad alcune famiglie a fronte del valore crescente delle abitazioni.

Infatti, le banche americane consentivano di monetizzare gli incrementi di valore delle abitazioni, e come enfatizzato da Marco Onado (2009): « [...] la casa è diventata una specie di bancomat [...]. Negli ultimi anni, il credito ipotecario ha finanziato in larga misura l'acquisto di elettrodomestici, l'auto, le tasse universitarie per i figli.».

In maniera tale le banche americane massimizzando il volume dei prestiti erogati ebbero maggiori commissioni da incassare.

In passato l'abilità dei banchieri risiedeva nella capacità di valutare se il cliente che aveva richiesto il prestito si sarebbe dimostrato solvibile in futuro, ma in seguito con i prezzi delle case in salita eventuali casi di insolvenza sarebbero stati ampiamente coperti dalla vendita dell'immobile o dal rifinanziamento del prestito. Inoltre, con la diffusione delle nuove tecniche finanziarie erogare un mutuo ad alto rischio di insolvenza risultava altamente proficuo, infatti, gli istituti di credito, ad esempio, mediante il meccanismo della cartolarizzazione potevano cedere ad altri investitori i contratti stipulati e trarre profitto dall'incasso di nuove commissioni derivanti dalla possibilità di continuare l'attività di prestito.

### **3.3. Cartolarizzazione e nuova legislazione bancaria**

Il rapporto che si sviluppa tra debitore e creditore, in diritto commerciale, si definisce credito fondamentale, mentre il rapporto che il debitore instaura con i successivi possessori del titolo viene denominato credito cartolare e da qui deriva il termine cartolarizzazione.

Fino agli anni Settanta, le banche americane si distinguevano in istituti che esercitavano l'investment banking ed istituti dediti al commercial banking.

Le investment banks incrementavano i loro guadagni investendo in titoli, ma ad esse non era consentita la possibilità di erogare mutui; al contrario le commercial banks erano dedite sia alla raccolta di risparmi dalle famiglie che all'erogazione di prestiti ai clienti (imprese e famiglie), ma erano impossibilitate a compiere speculazioni nel mercato azionario con i fondi consegnati dai depositanti.

In passato le banche commerciali statunitensi potevano possedere solo i risparmi dei clienti del luogo e concedere prestiti esclusivamente a famiglie e imprese locali. Per cui questi istituti erano particolarmente esposti ad eventuali shock negativi che potevano accadere nel luogo in cui operavano (come ad esempio crisi dell'economia locale o calo nelle rese agricole) ed, inoltre, a causa dell'assenza di concorrenza, le famiglie e le imprese per beneficiare dei servizi bancari dovevano far fronte ad alti costi.

Dagli anni Ottanta, fu consentita l'attività bancaria al di fuori dello Stato di costituzione e ciò comportò l'acquisto delle banche secondarie da parte delle maggiori banche nazionali e lo sviluppo di innovativi strumenti finanziari che permisero anche alle banche di dimensioni minori di diversificare i rischi mediante il trasferimento della titolarità di alcuni crediti ad altre istituzioni finanziarie.

Inoltre furono emanate due nuove leggi, il Monetary Control Act (1980) e il Garn St. Germain Act (1982) che ridussero in maniera notevole la regolamentazione nell'attività bancaria.

Successivamente nel novembre del 1999 il Presidente democratico americano Bill Clinton emanò il Gramm - Leach - Bliley Act (emendamento noto anche come Citigroup Act che prese il nome dal senatore repubblicano firmatario Phil Gramm) che consentì alle banche di investire in derivati anche se sprovviste di un capitale sufficiente a coprire eventuali perdite ed, inoltre, liberò questi prodotti finanziari dalla vigilanza della Sec (Securities Exchange Commission), organo di vigilanza sulla Borsa con il compito di sorvegliare gli istituti bancari e dal controllo della Commodity Futures Trading Commission (CFTC), agenzia indipendente creata per controllare il

mercato di options e futures. Inoltre, di fatto, l'emendamento abrogò il Glass - Steagall Act, legge il cui nome deriva dai senatori Carter Glass e del deputato Henry Steagall e che fin dall'epoca del New Deal stabiliva una netta separazione tra le banche di investimento (investment banks) e le banche dedite al credito ordinario (commercial banks) allo scopo di proteggere gli investitori. Nello specifico, a tutela dei contribuenti ed al fine di evitare ripercussioni nell'economia reale, le banche commerciali non potevano utilizzare i risparmi dei cittadini per compiere operazioni troppo rischiose ed erano maggiormente regolamentate rispetto alle banche di investimento. Le banche di investimento vennero liberate dalla regolamentazione della Federal Reserve, trasferendone il controllo alla Sec che non si è dimostrata in grado di fronteggiare un'eventuale instabilità dei mercati finanziari.

Successivamente, le banche commerciali ebbero l'autorizzazione di compiere "proprietary trading", ovvero acquistare titoli e/o compiere operazioni finanziarie rischiose utilizzando i depositi dei correntisti. Da ciò, si deduce che fu consentito l'impiego dei risparmi dei cittadini al fine di compiere investimenti speculativi.

Nel 2004, il Presidente repubblicano G. W. Bush rese le cinque banche di investimento statunitensi (Lehman Brothers, Goldman Sachs, Bear Sterns, Merrill Lynch e Morgan Stanley) esenti dal dover rispettare i limiti stabiliti per eseguire operazioni di cartolarizzazioni ad alto rischio. Queste liberalizzazioni permisero alle banche in questione di ottenere profitti notevoli favoriti inoltre da una scarsa supervisione della loro attività.

### **3.4. Cambia il modus operandi delle banche: originate to distribute**

In passato la cartolarizzazione, ovvero l'assemblaggio di contratti di mutui e la conseguente vendita di parte di essi, era una pratica limitata ai mutui cosiddetti "prime", ovvero concessi ad individui di chiara capacità di solvibilità. In seguito, l'avvento della grande bolla immobiliare dimostrò che nei tempi recenti era prassi comune assemblare anche contratti appartenenti a mutuatari con alti tassi di insolvenza.

E' lecito che una banca o un'agenzia immobiliare cartolarizzi un credito vendendolo ad un altro operatore, ma il soggetto ricevente deve essere messo al corrente del rischio connesso all'acquisto effettuato. In realtà ciò non è accaduto, e nello specifico, sono stati mescolati tra loro crediti rischiosi e crediti ottimi rendendo gli acquirenti non a conoscenza della natura di ciò che

andavano ad acquistare. Questo impacchettamento di titoli di rischiosità differenti ha comportato un occultamento del rischio rendendo possibili le truffe e gli inganni. Ad esempio, ai sensi dell'articolo 1325 del Codice Civile italiano «I requisiti del contratto sono: l'accordo delle parti, la causa, l'oggetto e la forma, quando risulta che è prescritta dalla legge sotto pena di nullità.». Per cui il possesso delle informazioni essenziali è un principio fondamentale ai fini della stipulazione di un contratto tra due soggetti, ma nel mercato finanziario alcuni contratti finanziari erano stati privati di questo elemento e ciò provocò la diffusione di un clima di profonda insicurezza.

L'incertezza provocò la comparsa di situazioni che minarono l'efficienza del sistema finanziario, quali, ad esempio, asimmetria informativa, azzardo morale e selezione avversa. Con il termine asimmetria informativa si indica il fatto che nel mercato gli attori non avevano a loro disposizione informazioni di egual misura in relazione alla diffusione del rischio: nello specifico gli operatori finanziari in possesso di precise informazioni in merito alla natura dei titoli si comportarono in maniera opportunistica e di conseguenza i risparmiatori non consci del rischio sottostante subirono forti danni e dovettero pagare il prezzo maggiore.

Sia l'azzardo morale che la selezione avversa sono due casi di asimmetria conoscitiva, ma nella situazione dell'azzardo morale un soggetto, avendo la convinzione di non subire le conseguenze negative di un'eventuale errore nella valutazione del mercato, è portato ad assumere rischi superiori rispetto al caso in cui gli effetti gravino sul soggetto interessato; d'altro canto si verifica la selezione avversa quando uno dei due contraenti (venditore o compratore) non è a conoscenza di un'informazione fondamentale ai fini della stipulazione dello scambio commerciale.

Tornando alla diffusione del fenomeno della cartolarizzazione, gli investitori finanziari, essendo alla ricerca di alti rendimenti, acquistarono titoli derivati dato che i titoli pubblici di pari categoria di rating offrivano rendimenti inferiori a causa dei bassi tassi di interesse imposti dalla politica monetaria.

I rischi sono ricaduti su ignari soggetti convinti di effettuare investimenti ad alto rendimento per il fatto che questi operatori possedevano scarse informazioni relative alla possibilità di incremento del rischio sistemico a seguito della connessione tra i prestiti.

I mutui subprime garantivano un alto rendimento dato che possedevano la massima valutazione di rating, solitamente riservata ai titoli di Stato, e mediante la cartolarizzazione, il rischio veniva ripartito su un elevato numero di soggetti. Il rischio sarebbe dovuto diminuire

grazie all'elevata differenziazione dei prodotti finanziari offerti e al miglior assorbimento da parte del mercato di ipotetiche perdite, ma ciò non si verificò.

Con il classico modello "originate and hold", la banca mediante un mutuo tradizionale trae profitto dagli interessi che applica al mutuatario e trattandosi di un prestito ultradecennale, deve aspettare vari anni prima di ottenere indietro l'intero importo. Per cui i mutui sono prestiti a lunga durata che non permettono alle banche di utilizzare ingenti risorse finanziarie, ma la moderna ingegneria finanziaria ha messo in atto strumenti che, mediante l'utilizzo del meccanismo finanziario conosciuto con il nome di cartolarizzazione, permisero agli istituti di credito di mettere a punto prestiti non al fine di riscuoterli alla scadenza, ma con l'obiettivo di rivenderli ad un'altra istituzione finanziaria (denominata società veicolo Spv, ovvero special purpose vehicle) per poter trasferire ad altri il rischio ed avere la facoltà di offrire nuovi mutui (in modo tale da massimizzare le commissioni da incassare). Questo nuovo business model delle banche denominato "originate and distribute", ha portato ad una diminuzione del controllo sui prestiti concessi dato che le banche non erano esposte direttamente al rischio di insolvenza da parte dei clienti poiché ne distribuivano l'incognita all'esterno.

La remunerazione variabile dei manager correlata alla massimizzazione dei ricavi ha incentivato l'assunzione di maggiori rischi, infatti, i manager per aver diritto a maggiori bonus dovevano dimostrare di aver creato valore.

Come specificato da Florio, Lossani, Nardozi (2013) «Nel complesso, queste reazioni (utilizzo forma estrema di securitisation nota come "originate to distribute") a un contesto di bassi tassi di interessi e di abbondante liquidità hanno accentuato il carattere espansivo della politica monetaria creando una "bolla creditizia" che ha alimentato ulteriormente quella immobiliare.».

Già dagli anni Novanta si assiste alla trasformazione dei prestiti in titoli che possono essere offerti sul mercato finanziario. Inizia a svilupparsi la tecnica della securitization la quale consentiva agli istituti bancari di generare titoli beneficiando della possibilità di poterli vendere ad un ampio numero di investitori.

Come sostenuto da Marco Onado (2009) «Per ogni euro di mutuo ipotecario si genera un multiplo di strumenti finanziari, che naturalmente aumentano le opportunità di ricavo e profitto per le banche.».

### **3.5. Le società veicolo rendono i mutui prodotti negoziabili**

I debiti delle famiglie americane venivano venduti "pro soluto" (ovvero senza azione di rivalsa) a società SIV (Special Investment Vehicols) che successivamente li trasformavano in titoli obbligazionari ABS (Asset Backed Securities, ovvero titoli garantiti da altri titoli), il cui valore dipendeva dalla probabilità che il mutuo venisse saldato. In seguito, dai titoli ABS venivano creati i cosiddetti CDO (Collateralised Debt Obligations), obbligazioni strutturate, nello specifico titoli a reddito fisso con al loro interno attività soggette a differente rischio di credito, che a loro volta potevano generare ulteriori strumenti finanziari.

In pratica i mutui, da prodotti finanziari illiquidi e perciò non negoziabili, sono stati impacchettati con altri debiti e poi questi blocchi di diverso rischio sono stati immessi nel mercato finanziario mondiale.

Inizialmente negli anni Ottanta, esclusivamente le istituzioni semipubbliche Fannie Mae e Freddie Mac garantivano i mutui ipotecari, ma negli anni Novanta ciò venne esteso anche a istituzioni private che non erano a conoscenza del modo in cui bisognava applicare la Community Reinvestment Act, legge che regolava i prestiti concessi dalle banche di deposito ai membri di una comunità con particolare attenzione alla popolazione meno abbiente.

Successivamente le società SIV, si assicuravano presso compagnie di assicurazione contro il rischio di insolvibilità delle famiglie americane e dato che i mutui rappresentavano investimenti a rischio di insolvenza, i derivati venivano accompagnati da polizze d'assicurazione denominate CDS (Credit Default Swaps) che garantivano le società sul rischio di credito.

I CDS erano strumenti assicurativi mediante i quali imprese ed istituzioni finanziarie si assicuravano contro rischi specifici di insolvenza mediante il pagamento di premi assicurativi piuttosto bassi. In modo tale, il rischio di credito veniva trasferito dal soggetto che richiedeva l'assicurazione (protection buyer) al soggetto che intendeva prestare la copertura del rischio (protection seller). Ovviamente, il premio periodico da pagare aumentava in relazione alla probabilità di insolvenza che vi era in capo ai mutuatari.

I soggetti si assicuravano soprattutto presso AIG (American International Group), la più grande compagnia di assicurazione americana e del mondo che dagli anni 2000 aveva iniziato ad ampliare il proprio portafoglio prodotti. Oltre alle polizze assicurative tradizionali, essa proponeva agli investitori finanziari assicurazioni contro il rischio di fallimento mediante la vendita di CDS.

Nei 7 anni che hanno preceduto la crisi finanziaria, i prodotti derivati in questione ebbero una crescita esponenziale, infatti, nel 2000 il loro volume era di 2.000 miliardi mentre nel 2007 toccò 45.000 miliardi di dollari, una cifra equiparabile al Prodotto Interno Lordo mondiale.

Il rischio veniva trasferito continuamente da un soggetto ad un altro e ciò provocò una sottovalutazione del rischio reale.

Inizialmente il rating era un indicatore noto per la sua capacità di quantificare il rischio complessivo di un'impresa, ma ora è conosciuto soprattutto per la sua capacità di utilizzare strumenti statistico - econometrici al fine di indicare la probabilità che un soggetto risulti solvente.

Nello specifico, nell'era della finanza innovativa le agenzie di rating erano enti indipendenti e non regolamentati con l'incarico di compiere una adeguata valutazione dei titoli finanziari.

Le società di ricerca e di analisi più note al mondo erano le agenzie internazionali Standard & Poor's, Moody's e Fitch, le quali avevano il compito di analizzare i titoli e misurarne il rischio (ovvero la capacità di solvibilità del debitore) mediante l'utilizzo di tecniche matematiche basate sull'ipotesi di efficienza dei mercati finanziari. Le società di rating classificando gli investimenti in derivati al pari dei titoli sicuri hanno sottovalutato la rischiosità di molti pacchetti finanziari; a sostegno di questa tesi, secondo un rapporto del Fmi (Fondo Monetario Internazionale) ben l'80% dei titoli derivanti da mutui subprime vennero classificati con tripla A.

Ciò a spiegazione anche del fatto che, in realtà, in pieno conflitto d'interessi, le agenzie di rating (controllore) dedite a valutare la rischiosità dei prodotti finanziari venivano pagate da chi emetteva il titolo strutturato da analizzare (controllato), ovvero dagli istituti che creavano i titoli collegati ai mutui subprime. Da ciò deduciamo che esse non erano arbitri indipendenti, ma facevano parte dello stesso sistema ed infatti sia soggetto controllore che soggetto controllato avevano l'obiettivo comune di rendere massimi i propri rendimenti attesi.

La tripla A, in un range di valutazione che andava dalla AAA alla C, era espressione di massima qualità creditizia dato che attestava la pressoché assenza di rischio insolvenza e alcuni investitori internazionali potevano investire solo in questi strumenti finanziari sicuri. Inoltre, come citato in precedenza, siccome la Federal Reserve manteneva i tassi di interesse bassi, i rendimenti sui titoli di Stato non erano allettanti e, di conseguenza, gli investitori a fronte di modesti tassi risk - free si sono spinti verso una "caccia al rendimento".

Nello specifico all'interno dei collateralized debt obligation (CDO) vi erano:

- Debiti "senior", ovvero debiti ottimi valutati con la tripla A a fronte della loro sicura solvibilità;
- Debiti cosiddetti "mezzanine" giudicati di media qualità il cui range di valutazione era da AA a BB, i quali garantivano un rendimento superiore rispetto ai debiti "senior";
- Infine, erano presenti anche i debiti "equity" non valutati dalle agenzie di rating vista la loro elevata rischiosità, ma più redditizi per gli investitori.

### **3.6. La FED mantiene bassi i tassi interesse USA**

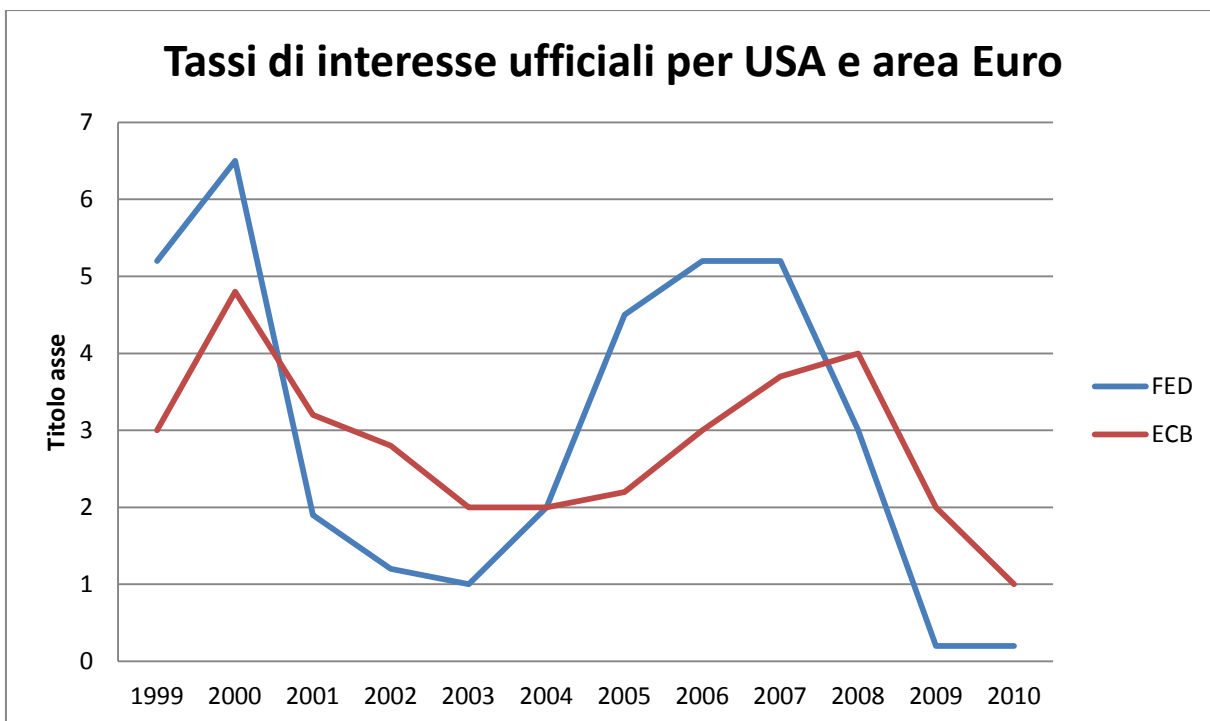
Gli Stati Uniti, sono lo Stato in cui il consumismo ha avuto la sua massima espressione, infatti, negli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria attuale, le famiglie americane spinte dai bassi tassi di interesse garantiti dalla politica monetaria erano solite consumare più di quanto producevano.

Tra il 2001 e il 2004, i tassi di interesse negli USA erano molto bassi, infatti, Alan Greenspan, governatore della FED per più di 18 anni, seguiva una politica di stimolo economico. A seguito dell'attentato avvenuto l'11 settembre alle torri gemelle del World Trade Center, il Presidente perseguì la suddetta politica economica al fine di evitare l'apparizione di una pericolosa crisi economica scongiurando il rischio di deflazione.

In Europa al contrario la BCE, Banca centrale europea era solita agire meno frequentemente nell'aggiustare i tassi d'interesse; ciò si verificò anche in quegli anni. Nello specifico l'istituto centrale europeo mantenne i tassi di interesse più alti e questa azione scatenò numerose polemiche.

L'Unione europea opera con cautela movimenti ai tassi di interesse poiché persegue l'obiettivo di mantenere stabili i prezzi mediante un'inflazione che si attesti al 2%.





Fonte: A. Florio, M. Lossani e G. Nardozzi (2013) "Dalla crisi finanziaria globale a nuove regole monetarie" Rubettino

Il grafico evidenzia la tendenza della Banca centrale europea a operare con una certa cautela tagli ai tassi di interesse. Con l'avvento negli anni Duemila della bolla di internet ed in seguito al crollo delle Torri Gemelle avvenuto l'11 settembre 2001, la Federal Reserve al fine di mantenere una certa stabilità economica decurtò notevolmente i tassi di interesse portandoli di poco al di sopra dell'1%, al contrario la BCE mantenne i tassi ad un valore maggiore, pari al 2%. Successivamente a fronte della ripresa economica, i tassi statunitensi aumentarono in maniera notevole.

Nell'articolo pubblicato sul Corriere della Sera, i giornalisti Alesina e Giavazzi hanno difeso la condotta mantenuta dalla BCE: « [...] le polemiche della scorsa settimana sollevano due questioni distinte. La prima riguarda i tassi di interesse: fa bene la BCE a non abbassarli in un momento in cui la Federal Reserve usa in modo aggressivo la politica monetaria per evitare, così dice, che il rallentamento dell'economia statunitense si trasformi in recessione mondiale? La seconda questione attiene al rapporto fra la BCE, i mercati e i Governi europei: perché la banca trova tanto difficile far comprendere il proprio punto di vista? La domanda sui tassi di interesse ha una risposta semplice: la BCE ha perfettamente ragione: La banca ha un mandato preciso: garantire la stabilità dei prezzi in Europa [...] mediante un tasso di inflazione non superiore al 2 per cento. [...]

Da qualche mese il Presidente della FED, Alan Greenspan, sembra guardare solo a Wall Street, pare aver scordato che la politica monetaria impiega molti mesi prima di esercitare i suoi effetti sull'economia. [...] Sia in Europa sia negli Stati Uniti, seppur per motivi diversi, si sta dando troppa importanza alla politica monetaria, come se potesse garantire la crescita, far sparire i cicli, influenzare i tassi di cambio, far crescere i mercati azionari permanentemente, tutto in una volta. Sono illusioni pericolose, alle quali oggi la Banca centrale europea pare meno incline a cedere della FED.». Corriere della Sera, 23/04/2001

La crisi si è potuta manifestare in tutta la sua intensità anche a causa dell'eccessiva liquidità iniettata nel mercato dalle autorità che hanno attuato una politica monetaria espansiva.

Questa politica monetaria espansiva spingeva al ribasso i tassi di interesse con l'intenzione di rilanciare i consumi delle famiglie. Nei 20 anni che hanno preceduto la crisi si è registrato un divario tra produttività crescente, ovvero un incremento dell'output prodotto in media da un lavoratore in un'ora, e salari reali pressoché costanti. Questo fenomeno comportava un rischio di sovrapproduzione dato che la bassa capacità di spesa dei lavoratori non determinava un'adeguata domanda interna. In questo modo, le famiglie per mantenere alti i livelli di consumo vennero incoraggiate ad indebitarsi.

Nel giugno del 2003 i tassi furono pari all'1 per cento, tasso obiettivo di Greenspan ed, in seguito, a partire dal 2004 i tassi di interesse a breve si innalzarono come risposta della banca centrale alla ricomparsa di tassi di crescita elevati.

Successivamente, se prendiamo in considerazione i tassi di interesse conseguenti alla crisi finanziaria, nel 2008 il prezzo richiesto per finanziare investimenti o altro genere di prestiti era pari a zero, ma ciò non fece incrementare né i consumi delle famiglie e né gli investimenti da parte delle imprese.

A spiegazione di ciò, come sostenuto da Keynes (1936) «Se la riduzione del tasso di interesse potesse dimostrarsi di per sé sola un rimedio efficace, sarebbe forse possibile ottenere una ripresa senza il decorso di un intervallo considerevole di tempo e con mezzi sotto il controllo più o meno diretto dell'autorità monetaria. Ma di solito ciò di fatto non si verifica; e non è tanto facile resuscitare l'efficienza marginale del capitale, determinata com'è dalla incontrollabile e disubbidiente psicologia del mondo degli affari. Per esprimerci col linguaggio ordinario, è il ritorno della fiducia che è così poco suscettibile di controllo in un'economia capitalistica individualista.».

Infatti, la FED, adibita al controllo dell'ammontare di denaro in circolazione nell'economia, può far scendere i tassi di interesse fino allo "zero lower bound", ovvero finché i tassi sono vicini allo zero. Da ciò deduciamo che in un clima di sfiducia economica, nemmeno un costo del denaro quasi pari a zero può comportare una benefica ripresa dei consumi e degli investimenti.

Nel 2008 si è verificata la cosiddetta trappola della liquidità, ovvero l'elevata iniezione di liquidità nell'economia statunitense e il conseguente tasso zero (è stata adottata la cosiddetta "zero rate policy") non consentivano l'espansione della domanda perché la FED non riusciva a sviluppare un clima di fiducia. Ovvero, l'incremento dell'offerta monetaria e il basso tasso di interesse non hanno consentito all'economia statunitense di uscire dalla depressione.

Come spiegato da Krugman (2012) « [...] una trappola della liquidità si crea quando, anche in presenza di tassi di interesse pari a zero, gli abitanti del pianeta non sono disposti a livello collettivo ad acquistare tutto quello che stanno tentando di produrre. Parallelamente, la somma che vogliono risparmiare - il reddito che non vogliono spendere per i consumi correnti - è superiore alla somma che le imprese sono disposte a investire.».

E' della stessa opinione anche l'economista John Kenneth Galbraith (2004) «se in tempi di recessione la banca centrale abbassa il tasso di interesse, si ritiene che le banche associate faranno da cinghia di trasmissione del diminuito costo del denaro fino ai clienti, incoraggiandoli a prenderne in prestito. Si ritiene che col denaro avuto in prestito i produttori di beni e servizi potenzieranno stabilimenti e attrezzature, in vista dei maggiori consumi sostenuti dai prestiti a tasso agevolato, e quindi di maggiori guadagni. [...] Il problema è che questi meccanismi, per quanto verosimili e creduti veri, esistono solo nella ferma convinzione degli economisti. Nella realtà non c'è traccia. [...] Le imprese non prendono il denaro in prestito perché costa poco, ma perché ritengono darà profitti. [...] Le imprese non si indebitano per potenziare un'offerta che non avrebbe sbocchi.».

### **3.7. Assenza di regolamentazione rigorosa sul leverage**

Nello spiegare ciò che è accaduto negli Stati Uniti e in altri Stati, il professor Fusco (2010) ritiene che « [...] della "finanza di debito" tutta l'attività produttiva si è avvalsa, incoraggiandola mediante un ricorso ad essa ben oltre ogni limite di equilibrio del fattore indebitamento rispetto agli altri fattori della produzione d'impresa.».

In questa fase espansiva dell'economia si è presentato un incremento spropositato dell'indebitamento ed una non corretta valutazione del rischio di insolvenza, infatti, il debito generato era di molto maggiore al reddito percepito o agli asset posseduti dai soggetti economici (questo effetto è noto come leverage).

Secondo quanto professava l'economista Hyman Minsky, sostenitore di Keynes e difatti definito post - keynesiano, nella sua opera "ipotesi della instabilità finanziaria", nei momenti di stabilità economica all'interno dei mercati finanziari si respira un clima di ottimismo diffuso che provoca un incremento dell'indebitamento e, di conseguenza, un aumento d'utilizzo del leverage mediante investimenti speculativi. L'inizio della crisi (Minsky moment) avviene quando gli operatori dediti al prestito di denaro capiscono che vi saranno elevate probabilità di insolvenza nei prestiti concessi. La frequenza di queste crisi aumenta in relazione alla libertà di movimento dei capitali a livello internazionale.

L'uso senza freni della leva finanziaria comporta la comparsa di bolle endogene ed una successiva instabilità economica. Infatti, nel caso in cui il tasso di interesse sul debito crescerà maggiormente rispetto al tasso di profitto, si verificherà una situazione di fragilità economica e l'effetto leva, non smettendo d'agire, amplificherà le perdite anziché i profitti dato che i profitti creati non riusciranno a compensare gli interessi da pagare.

Da ciò si deduce che una società altamente indebitata è più esposta in caso di crisi finanziaria e/o economica dato che la collettività in questione per saldare gli impegni debitori contratti precedentemente è costretta ad aggravare la propria posizione debitoria in essere.

Nello specifico le banche nello svolgimento della loro attività d'impresa devono riuscire a trovare un equilibrio tra la liquidità, cioè la necessità di avere a disposizione dei fondi nel caso in cui i correntisti abbiano simultaneamente la necessità di riottenere i propri depositi ed il profitto, ovvero l'esigenza di investire i fondi dei clienti allo scopo di ottenere da essi una remunerazione economica.

Le banche e le altre istituzioni finanziarie mediante l'uso eccessivo della leva finanziaria sono riuscite ad aumentare notevolmente il valore delle proprie attività in rapporto al capitale proprio posseduto.

La FED, da molti anni, come ampiamente spiegato in precedenza, manteneva basso il costo del denaro e ciò rendeva più conveniente, anche per le banche, indebitarsi a breve termine piuttosto che utilizzare il proprio capitale nelle operazioni finanziarie.

I mutui immobiliari essendo prestiti di lunga durata, di consuetudine, non permettono alle banche di effettuare nuove operazioni dato che la relativa liquidità è bloccata, ma mediante il meccanismo della cartolarizzazione, e la conseguente vendita dei prestiti concessi a terzi, gli istituti ebbero la possibilità di raggiungere contemporaneamente il duplice obiettivo di liberare la liquidità e diminuire il rischio di credito.

Inoltre, le banche spostarono alcune attività dai loro bilanci a quelli delle società veicolo, società costruite ad - hoc per emettere titoli di debito, in modo tale da poter avere un valore inferiore di capitale a garanzia.

Per di più, i nuovi strumenti finanziari creati dalle società veicolo oltre a non essere consolidati nei bilanci delle banche, erano scarsamente regolamentati e questo scarso controllo ha comportato la creazione di un vero e proprio "sistema bancario ombra" (noto anche con il termine inglese shadow banking system).

Furono create delle istituzioni bancarie parallele che si comportavano come le banche tradizionali, ma che oltre a non subire il controllo degli enti di vigilanza non dovevano rispettare ferrei obblighi contabili.

La favorevole (con il senno di poi apparente) congiuntura economica, spinse molti operatori bancari ad investire in misura sempre maggiore in prodotti derivati ed ad assumersi rischi eccessivi, spesso non controbilanciati da un ammontare di capitale proprio in grado di coprire eventuali perdite.

Nel 2007 il sistema bancario ombra, a fronte delle opportunità offerte e dei bassi controlli subiti, divenne di entità maggiore rispetto all'attività tradizionale di banking soprattutto nei mercati del credito e dei finanziamenti. Le autorità sottovalutarono i problemi che una crescita spropositata dello shadow banking system avrebbe potuto comportare.

Nel frattempo, coloro che si sarebbero dovuti preoccupare della fragilità del sistema cantavano invece le lodi della "innovazione finanziaria". Infatti, come argomentato da Krugman (2008) citando le parole del Presidente della FED, «"Non solo le singole istituzioni finanziarie sono diventate meno vulnerabili a shock derivanti da fattori di rischio sottostanti", ha dichiarato Alan Greenspan nel 2004, "ma anche il sistema finanziario nel suo complesso è diventato più resiliente". Dunque, i rischi crescenti di una crisi per il sistema finanziario e per l'economia nella sua totalità sono stati ignorati o sottovalutati. E la crisi è arrivata.».

### **3.8. Aumenta la redditività degli istituti di credito**

Secondo Marco Onado (2009), gli alti tassi di profitto degli istituti bancari trovano spiegazione in vari fattori: «la razionalizzazione dei processi produttivi che ha consentito di ridurre i costi; l'aumento generale delle dimensioni del mercato dovuto a un fisiologico processo di allargamento dell'offerta, l'insufficiente intensità della concorrenza dei mercati al dettaglio; l'aumento dei ricavi collegato alla bolla del credito [...]». Solo i primi due fattori provocano effetti positivi nell'economia reale mediante l'aumento dei servizi finanziari offerti ad un prezzo competitivo a famiglie ed imprese.

Nello specifico, il rendimento degli azionisti è cresciuto rapidamente grazie all'incremento del ROE (Return on Equity). Quest'ultimo è un indice di bilancio che fa emergere la performance di un'impresa attraverso la valutazione di quanto profitto una società è in grado di generare per gli azionisti.

Mediante il confronto con imprese dello stesso settore, si può ricavare quanto reddito netto viene prodotto in rapporto al capitale proprio. Inoltre al fine di valutare la convenienza ad investire nelle azioni di una società, è utile compiere un confronto tra il ROE della società e la redditività garantita da investimenti considerati risk free (ad esempio, titoli di stato). Se il ROE in questione è superiore al costo del capitale, la società crea valore e risulta redditizia.

Secondo uno studio condotto dalla multinazionale di consulenza statunitense Mc Kinsey, nei 5 anni antecedenti alla crisi finanziaria le banche d'investimento americane e le 10 principali banche europee hanno incrementato dal 30 al 50% il proprio debito al fine di incrementare la redditività generata, a spese della sicurezza dei titoli posseduti.

Le banche hanno utilizzato in modo massiccio la leva finanziaria per avere maggiori benefici in termini di redditività, ma questo comportamento opportunistico ha minato la solidità degli istituti di credito dato che i profitti generati si sono rivelati effimeri.

Per non ostacolare la strada diretta ai facili profitti bancari e al relativo incremento dell'indice di redditività, le autorità utilizzarono strumenti per la misurazione ed il controllo dei rischi che misero a punto valutazioni blande sulle operazioni di finanza strutturata.

Inoltre, le società di revisione avevano il compito di certificare il bilancio delle banche controllando l'attendibilità dei dati inseriti al suo interno, ma secondo una relazione della Bri (Banca dei Regolamenti Internazionali) del 2002 «è stato riscontrato che quanto più alto è il compenso corrisposto a una società di revisione per servizi diversi dalla certificazione di bilancio,

tanto più forte è la tendenza ad avvalersi di disinvolute pratiche contabili.». A ciò si aggiunge il fatto che fino al 2006 le società di revisione non erano sottoposte a vigilanza (al pari delle società di rating).

La crisi finanziaria attuale è stata gran parte conseguenza della mancanza di regolamentazione, infatti, è emerso che i nuovi strumenti finanziari richiedevano un adeguamento nella normativa finanziaria vigente.

Vi furono carenze nella regolamentazione da parte del Fondo monetario Internazionale (Fmi), della Banca dei regolamenti internazionali (Bri, organismo istituito nel gennaio del 1930) e dell'organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo (Ocse), centro studi finanziato da un gruppo di Paesi avanzati; queste istituzioni avrebbero dovuto controllare il mercato finanziario per evitare che si verificassero problemi strutturali.

Come spiegato da Luigi Spaventa in un articolo «Il sistema bancario dunque, diversamente da quanto ci si attendeva, è stato un portatore del contagio: un portatore ancora abbastanza sano, dopo anni di alti profitti e di consolidamento della situazione patrimoniale; ma con sintomi di fragilità che meritano attenzione. Se ne accorgono ora le banche centrali e le autorità di vigilanza: le quali distribuiscono freneticamente questionari per appurare quale sia, dietro le quinte dei bilanci e per il tramite di terzi, l'esposizione effettiva delle banche sistema a quei rischi del credito, che usciti dalla porta sono in parte tornati per la finestra.». Lavoce.info 29/08/2007

## CAPITOLO 4

### LA CRISI E LE RELATIVE RIPERCUSSIONI SULL'INTERO SISTEMA ECONOMICO

#### 4.1. La crisi si dilaga: da locale diviene sistemica

Nel rapporto della stabilità finanziaria dell'aprile 2007, il Fondo monetario internazionale aveva escluso la possibilità che il crollo dei mutui subprime potesse provocare conseguenze sistemiche. Ciò perché a causa dell'assenza di un sistema di regolamentazione sovranazionale, nessuna autorità aveva un'adeguata visione della situazione complessiva.

La crisi, invece, ha avuto valenza sistemica perché partita inizialmente dal crollo del mercato immobiliare statunitense, in seguito, si è dilagata molto velocemente al mondo intero. Le innumerevoli reazioni a catena si sono sviluppate anche a causa della crescente interdipendenza economica, finanziaria e tecnologica che i Paesi hanno acquisito con la diffusione del fenomeno della globalizzazione. Processo di per sé positivo, ma che ha dimostrato necessitare di un maggiore coordinamento nelle politiche economiche globali per evitare che si verifichi nuovamente un collasso nel sistema economico (o che, nel caso in cui non sia possibile evitarne una riapparizione, ne vengano limitati gli effetti negativi).

Lo shock economico è cominciato nel 2006 con l'arresto nella crescita dei prezzi relativi alle abitazioni statunitensi, ma solo nella primavera del 2007 la crisi è apparsa in tutta la sua irruenza: come conseguenza alle numerose insolvenze del mercato ipotecario statunitense sono crollati i valori delle Borse. La situazione è rimasta equilibrata finché il trend dei prezzi delle case si è mantenuto positivo, ma la situazione si è aggravata con il successivo andamento dei prezzi decrescente.

I mutui subprime rappresentavano una dimensione minima dei mutui stipulati, appena il 10%, infatti il loro ammontare era pari a circa 1.400 miliardi, ma questi mutui dalle garanzie irrisorie erano stati venduti ad investitori sparsi in tutto il mondo attraverso il meccanismo della cartolarizzazione.

Con l'innalzamento dei tassi di interesse, i mutui in questione divennero sempre più difficili da pagare. Le banche che avevano concesso mutui subprime registrarono enormi perdite perché con



i prezzi delle case in discesa il valore dei prestiti eccedeva il valore effettivo delle abitazioni provocando il default dei prestiti ed il successivo pignoramento dei beni. Per cui le società veicolo, create ad hoc dalle banche ed in possesso di strumenti finanziari non consolidati nei bilanci degli istituti di credito, non si dimostrarono più in grado di pagare gli interessi sui titoli finanziari emessi e il valore di mercato di questi ultimi crollò in maniera drastica.

I titoli derivati classificati in precedenza con la tripla A si rivelarono titoli tossici (bad asset) e venne minacciata la solidità finanziaria delle società veicolo, delle banche commerciali e d'investimento, nonché delle compagnie di assicurazione.

Considerando il capitale proprio quale differenza tra il valore delle attività e delle passività, gli istituti bancari, al pari di una qualsiasi società, risultano solvibili quando il valore del capitale proprio è positivo. Mentre nel caso in cui il valore sia negativo, aumenta la probabilità che l'istituto possa risultare insolvente.

Le banche e gli altri istituti finanziari per far fronte alle esigenze di liquidità provarono a finanziarsi sui mercati monetari, ma la crescente incertezza fece crollare il mercato dei prestiti interbancari.

Si verificò una situazione inaspettata, nota in gergo finanziario come cigno nero, ovvero si manifestò un avvenimento imprevedibile che sconvolse l'intero sistema economico e che cambiò il modo comune di considerare il mercato interbancario mondiale.

Nello specifico il blocco dei prestiti interbancari fu provocato dall'assenza di fiducia reciproca tra le banche sulla rispettiva solvibilità a causa della mancata conoscenza dell'ammontare di bad asset posseduti in portafoglio dagli altri istituti. In questo contesto di diffidenza si verificò un vero e proprio problema di liquidità per far fronte al quale le banche misero in vendita alcuni asset liquidabili.

In passato i Governi centrali erano riusciti a fronteggiare le crisi economiche precedenti mediante l'attuazione di politiche monetarie espansive finalizzate a realizzare una repentina ripresa del mercato.

Per cui le banche centrali, quali Federal Reserve e Banca Centrale Europea, misero a disposizione degli istituti di credito un elevato ammontare di liquidità con l'intenzione che venissero attuate operazioni di rifinanziamento, ma fu una speranza che si rivelò vana. Infatti, quest'iniezione di denaro non venne utilizzata per risollevare il mercato interbancario, ma fu ridepositata a riserva presso le banche centrali.

Nonostante l'elevata liquidità complessiva a disposizione, nel mercato interbancario gli istituti di credito non si fidavano più delle garanzie possedute dagli altri soggetti poiché era alto il timore di ricevere altri bad asset.

Ne risultò che ogni banca preferì depositare a riserva un ammontare di liquidità in grado di garantire la copertura degli impegni intrapresi senza correre il rischio di dover ricorrere a prestiti presso altri istituti bancari.

Infatti, vi fu un incremento nello spread tra il tasso medio di interesse interbancario sul credito a 3 mesi e il tasso di interesse sui titoli di Stato (anche esso a 3 mesi). Questo tasso viene denominato "Ted spread". Per spread si intende la differenza tra il rendimento ottenuto da due obbligazioni, in Europa la Germania è considerata la nazione più forte per cui i titoli europei vengono rapportati ai poco rischiosi Bund tedeschi.

Questo improvviso ribaltamento della fiducia nel mercato interbancario ha provocato una forte stretta creditizia, infatti gli istituti iniziarono a ridurre il credito concesso a famiglie ed a imprese. Nello specifico, a partire dalla seconda metà del 2008 famiglie ed imprese ebbero molta difficoltà ad ottenere prestiti dato che le garanzie richieste dagli istituti di credito furono sempre maggiori.

Come spiegato da giornalista D. Siniscalco in un articolo apparso nel giornale La stampa, «il rischio più insidioso e potenzialmente devastante, è rappresentato dalla mancanza di fiducia a tutti i livelli: banche, investitori, risparmiatori, imprese. Il sistema finanziario, come è noto, è basato sulla fiducia. Senza fiducia tutto si blocca.» "La stampa" 5/10/2008

## **4.2. Credit crunch e conseguente recessione economica**

Nello spiegare gli effetti della crisi finanziaria, Janet Yellen, vice Presidente della Federal Reserve, durante un discorso tenutosi il 16 aprile 2009 ha sostenuto che: «i consumatori rinviando gli acquisti, specie quelli di beni durevoli, per risparmiare. Le imprese cancellano gli investimenti pianificati e licenziano i dipendenti per preservare la liquidità. E le istituzioni finanziarie riducono gli asset per rafforzare il capitale e accrescere le probabilità di reggere alla bufera. Ancora una volta, Minsky ha compreso questa dinamica. Ha denunciato il "paradosso del deleveraging", in cui precauzioni che potrebbero essere sagge per gli individui e per le imprese finiscono per amplificare le difficoltà dell'economia nel suo complesso.»

Nello specifico per "paradosso del deleveraging" si intende la situazione nella quale, essendo

troppi gli operatori economici che si vedono costretti a ridurre le esposizioni finanziarie, la contrazione economica comporta conseguenze negative che si ripercuotono nell'intero sistema economico.

Inizialmente gli effetti della crisi finanziaria non intaccarono anche l'economia reale, ma con la fine del 2008 a fronte del mancato credito a famiglie ed imprese ed a causa della diffusione di un clima di sfiducia sono diminuiti sia i consumi delle famiglie che gli investimenti intrapresi dalle imprese. Infatti, è apparso anche il fenomeno del "credit crunch", ovvero si è verificata una contrazione del credito: in seguito alla crisi del mercato immobiliare si è ridotto notevolmente il volume dell'attività creditizia.

I consumi delle famiglie sono diminuiti dato che la ricchezza posseduta da questi nuclei è precipitata. Dal lato delle imprese, ad esempio, si è ridotto drasticamente volume sia dell'attività edilizia che di quella industriale.

La crisi finanziaria è divenuta un problema "strutturale" quando tra il 2007 e il 2010 negli USA la disoccupazione è raddoppiata.

Nelle fasi di espansione economica la disoccupazione è generalmente un fenomeno di breve durata, mentre nelle fasi di depressione entra in scena la disoccupazione di lungo termine, la quale ha un esito drammatico sul morale dei lavoratori e delle relative famiglie.

Per quanto concerne l'attività creditizia, la riduzione del capitale a disposizione, non permette alle banche di concedere ulteriori crediti e, di conseguenza, frena l'attività dell'economia reale mediante una riduzione degli investimenti previsti dalle imprese e dei consumi delle famiglie. Le imprese hanno difficoltà a compiere investimenti anche a causa dell'aumento del costo del credito. Ciò comporta ad ulteriori ripercussioni negative sulla produzione, sull'occupazione e sui profitti.

In aggiunta, i cosiddetti "bank lending standards" (standard bancari), ovvero i criteri utilizzati dalle banche per la concessione di prestiti a famiglie ed imprese, divennero più rigidi.

L'incertezza nel futuro ha comportato un forte aumento della preferenza per la liquidità, ovvero l'ammontare del reddito detenuto in forma liquida dagli individui per provvedere sia alle esigenze correnti che a quelle future (in questo caso non si è verificato un aumento della preferenza per la liquidità a fini speculativi).

La preferenza per la liquidità unita all'incremento dell'avversione al rischio ha fatto scendere ulteriormente di valore sia azioni che obbligazioni.

Questi meccanismi amplificativi hanno fatto in modo che la crisi si propagasse molto velocemente e raggiungesse tutti i settori dell'economia.

In conclusione data la relazione di dipendenza che lega il valore degli strumenti finanziari alla capacità che ha un Paese di produrre beni e servizi, la riduzione del prodotto interno lordo ed, all'opposto, la crescita smisurata dei prodotti derivati hanno portato ad un enorme divario tra economia reale e struttura finanziaria.

### **4.3. Gli sviluppi della crisi**

Il fenomeno della globalizzazione il quale comporta sia una forte integrazione tra le economie mondiali che notevoli interdipendenze tra gli Stati, ha facilitato il dilagare della crisi.

Prima della crisi era opinione diffusa il fatto che l'economia statunitense avrebbe resistito ad un eventuale shock poiché, grazie al meccanismo della cartolarizzazione, un insieme più ampio di investitori avrebbero assorbito gli eventuali effetti negativi.

In realtà il mercato finanziario statunitense, come sostenuto da Alesina e Giavazzi (2008), era simile «ad una piramide rovesciata: un volume incredibile di investimenti rischiosi si reggeva su un piedistallo di capitale troppo esiguo perché le banche e le altre istituzioni potessero sopravvivere ad una caduta dei prezzi di mercato.».

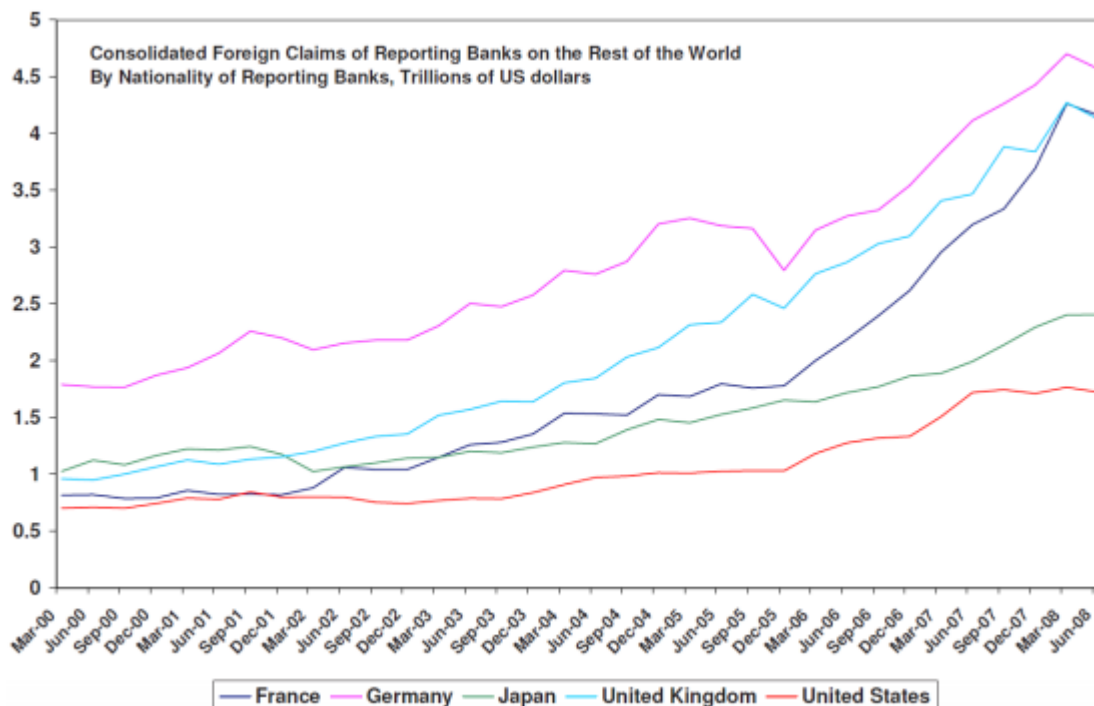
In seguito, le preoccupazioni sulla solidità dei mutui ipotecari si sono diffuse anche su tutti i titoli derivati generati da essi. In aggiunta a ciò, il nuovo modus operandi delle banche noto come "originate to distribute" ha esposto al rischio un ampio insieme di istituzioni internazionali trasferendo il rischio di credito ai mercati finanziari mondiali.

I toxic assets statunitensi furono acquistati da banche ed istituzioni finanziarie sparse in tutto il mondo e, di conseguenza, il rischio di non solvibilità relativo ai mutui subprime era all'interno dei portafogli titoli di banche e di fondi investimento internazionali. Quando anche queste istituzioni iniziarono a registrare ingenti perdite a bilancio, la crisi si diffuse all'intero sistema finanziario mondiale.

La figura mostra l'ammontare dei titoli esteri posseduti da cinque Paesi avanzati, quali Francia, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti tra marzo del 2000 e il giugno del 2008.

Da essa si evince che i volumi hanno avuto un notevole incremento, sono quasi quadruplicati, passando dai 6.300 miliardi di dollari nel 2000 ai 22.000 miliardi di dollari nel giugno del 2008.

I maggiori Paesi europei, quali Francia, Germania e Gran Bretagna hanno seguito questa evoluzione, ed infatti nel caso della Francia il possesso di titoli stranieri è passato dal valore di neanche 1.000 miliardi di dollari nel 2000 a quota 4.000 miliardi di dollari del 2008.



Fonte Blanchard, O. (2008). The crisis: basic mechanisms, and appropriate policies. MIT - Department of Economics - Working Paper Series.

Inizialmente i Paesi emergenti (quali ad esempio Brasile, Messico, Sudafrica) sembrarono immuni alla crisi partita dai Paesi avanzati, ma in seguito con la diminuzione del commercio internazionale le conseguenze furono mondiali. Nei Paesi industrializzati vi fu una riduzione drastica della domanda aggregata e, di conseguenza, diminuirono le importazioni dai Paesi emergenti. Conseguentemente, nel secondo semestre del 2008 si manifestò la recessione economica.

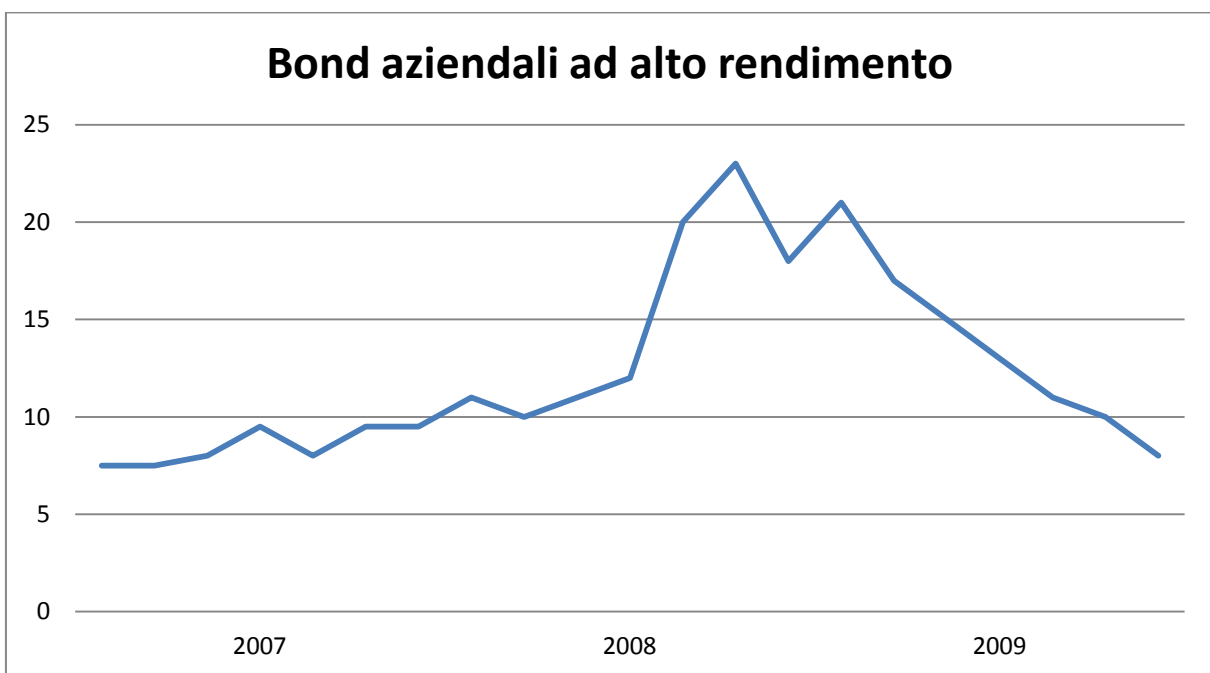
In seguito le banche dei Paesi industrializzati (nonché molti investitori), oltre a diminuire la concessione di credito bancario a famiglie ed imprese, ridussero la loro esposizione sui mercati emergenti.

Nel febbraio del 2008 la crisi si allargò anche all'Europa: Northern Rock, quinta banca inglese e istituto dedito al credito ipotecario con sede a New Castle, e la banca di Scozia furono salvate

dal Governo inglese. Inoltre crollarono i bilanci delle banche europee che possedevano nel loro attivo patrimoniale dei titoli finanziari ormai privi di valore.

Va sottolineato che, le grandi istituzioni finanziarie statunitensi erano solite assumere comportamenti molto rischiosi: esse operavano in condizioni di azzardo morale nella convinzione che un loro fallimento sarebbe stato evitato poiché le loro dimensioni rilevanti avrebbero provocato conseguenze negative all'intero sistema finanziario (too big to fail, espressione coniata per indicare le istituzioni bancarie considerate, per l'appunto, troppo grandi per poter fallire).

Nel marzo del 2008, una delle cinque grandi banche di investimento statunitensi, Bear Stearns si trovò in difficoltà, ed i 30 miliardi di dollari iniettati dalla FED non furono sufficienti a coprire le enormi perdite per cui arrivò in suo aiuto la banca commerciale JP Morgan che ne acquisì le passività.



Fonte: figura rivisitata e tratta dal libro di Paul Krugman (2012) "Fuori da questa crisi, adesso!" Garzanti

Il 15 settembre del 2008 con il fallimento di Lehman Brothers, grande banca d'affari statunitense, scoppiò la crisi nella forma attuale. Il grafico dimostra come nel settembre del 2008 i tassi di interesse sui titoli siano aumentati notevolmente (c'è da sottolineare che ciò non si è verificato per i titoli maggiormente sicuri). Ciò è avvenuto perché con il fallimento del colosso Lehman Brothers, tra gli operatori finanziari si è diffusa la paura che la crisi potesse comportare a

conseguenze sistemiche all'interno dell'economia reale.

Il Governo USA decise di non salvare l'istituto, ma in seguito venne proposto il piano Paulson (sviluppato dal segretario al Tesoro Harry Paulson) il quale prevedeva una garanzia pubblica o, in alcuni casi, l'acquisto, dei titoli in possesso delle banche. Nello specifico il Governo decise di attuare un piano d'azione in grado di garantire un forte intervento e che mise in amministrazione controllata AIG, Fannie Mae & Freddie Mac. L'attuazione del piano era finalizzata a rendere lo Stato garante dei titoli di bassa qualità posseduti nei portafogli delle banche.

Fannie Mae e Freddie Mac, grazie alla sponsorizzazione governativa, erano riuscite ad indebitarsi maggiormente rispetto ad altre banche ed assicurazioni e godendo di condizioni economiche maggiormente vantaggiose arrivarono ad avere un attivo di bilancio cospicuo, pari addirittura al 40% del Prodotto interno lordo americano.

La società di assicurazioni AIG aveva venduto polizze di assicurazione contro il fallimento delle società finanziarie, i cosiddetti credit default swap (CDS). In seguito alla discesa del prezzo delle abitazioni, AIG ha dovuto pagare numerosi premi alle banche che si erano assicurate presso di essa. La compagnia non aveva abbastanza fondi per onorare gli impegni pattuiti ed il Governo, allo scopo di preservare l'economia statunitense, decise di dotare AIG di fondi statali per evitarne il fallimento. Si trattò della prima nazionalizzazione di una compagnia d'assicurazione americana.

Per quanto concerne Fannie Mae e Freddie Mac, le obbligazioni delle due grandi agenzie di mutui immobiliari erano possedute da operatori finanziari internazionali, privati e pubblici, per cui un duplice fallimento avrebbe avuto effetti devastanti sul mercato mondiale. Il 19 settembre 2008 a fronte dell'insolvenza delle due agenzie si rese necessaria, per l'appunto, l'attuazione del piano di salvataggio Paulson che comportò la ricapitalizzazione da parte del Governo delle società di mutui. Pur assumendo il controllo delle due istituzioni, l'amministrazione Bush non garantì il loro indebitamento per cui continuarono ad esserci problemi nella raccolta di fondi.

Per quanto concerne, la compagnia di assicurazione AIG, qualche giorno dopo, nello specifico il 17 settembre, avvenne il salvataggio pubblico che costò ben 180 miliardi di dollari a beneficio dell'investment bank Goldman Sachs.

Nel 2007 l'enorme banca d'affari statunitense vendette ad ignari investitori titoli strutturati che nascondevano al proprio interno crediti inesigibili verso titolari di mutui subprime, proteggendosi da un'eventuale insolvenza trasferendo buona parte del rischio sulla compagnia AIG.

In seguito furono nazionalizzati altri grandi istituti bancari d'investimento statunitensi per

evitare un loro fallimento . Essi a fronte di un utilizzo spregiudicato ed inappropriato della leva finanziaria erano privi di un'adeguata garanzia sui prestiti concessi.

La politica dei salvataggi bancari con denaro pubblico può dare adito a critiche, ma in una situazione di crisi finanziaria le nazionalizzazioni sono un passaggio obbligatorio al fine di evitare che i costi sociali conseguenti ai fallimenti bancari a catena comportino una successiva contrazione economica.

Naturalmente dovrebbe trattarsi di una soluzione momentanea dato che la proprietà statale delle banche ha spesso comportato l'emergere di comportamenti di corruzione ed inefficienza. L'intervento statale dovrebbe essere finalizzato a fronteggiare la crisi in atto e nel momento in cui si otterranno i risultati sperati, è opinione condivisa che lo Stato dovrebbe farsi da parte.

Infine come argomentato da Alesina (2008), « Se un'istituzione finanziaria fallisse, potrebbe trainare con sé imprese perfettamente sane e dar luogo a un credit crunch, ovvero a un crollo dell'offerta di credito. In un caso simile, un intervento di stato (e della Banca centrale) è nell'interesse nazionale perché evita che gli effetti del fallimento vengano amplificati provocando una recessione.».

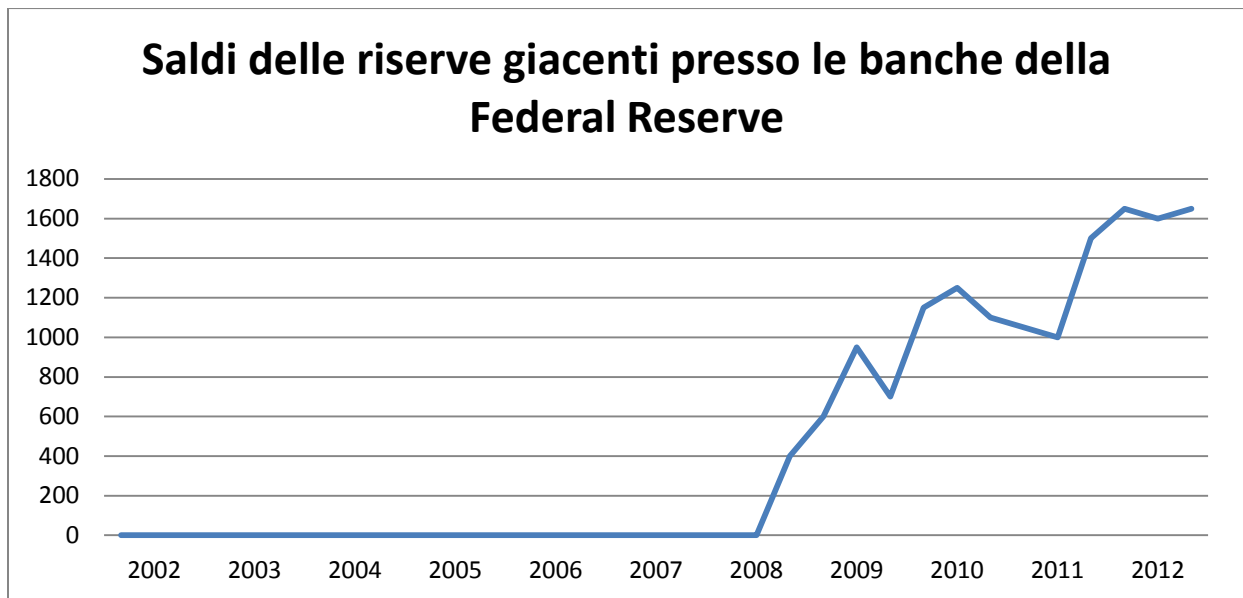
#### **4.4. Risposte dei Governi e delle banche centrali**

Dalla seconda metà del 2008 le maggiori banche centrali mondiali, quali Federal Reserve, Banca Centrale Europea e Bank of England, hanno attuato una politica di liquidità che ha comportato un elevato aumento della base monetaria allo scopo di evitare il disastroso collasso del sistema del credito.

Come citato in precedenza, a causa del diffuso clima di sfiducia, l'iniezione di liquidità non venne immessa sul mercato, ma gli istituti bancari preferirono porre il denaro ricevuto a riserva.

Il grafico sottostante, dimostra come prima del 2008 le maggiori banche statunitensi mantenessero riserve pressoché nulle presso la Federal Reserve. Dalla fine del 2008, vi fu un trend opposto ed infatti le riserve poste a garanzia ebbero una forte impennata arrivando nel 2012 a toccare la cifra di 1.600 miliardi di dollari.





Fonte: Paul Krugman,(2012) "Fuori da questa crisi, adesso!" Garzanti

Per evitare che il connubio tra crisi di liquidità e crisi di fiducia portasse al fallimento delle banche e delle istituzioni finanziarie, i Governi dei principali Paesi industrializzati hanno cercato di preservare il sistema finanziario mediante la riduzione dei tassi di interesse, l'utilizzo di politiche di espansione monetaria e lo sviluppo di facilitazioni nella concessione del credito.

Inoltre la dimensione globale della crisi ha reso necessario un forte coordinamento tra i Governi ed un forte intervento che potesse portare ad una nuova alleanza globale.

I Paesi interessati allo scopo di ricapitalizzare le banche in difficoltà hanno stanziato ingenti fondi a garanzia per i prestiti tra gli istituti bancari.

Ad esempio, il 12 ottobre 2008 i Paesi europei allo scopo di ridare fiducia ai mercati finanziari ed interbancari si sono incontrati a Parigi per varare linee d'azione condivise a sostegno delle banche e da poter attuare nei vari Paesi.

Si è dimostrata necessaria una governance globale finalizzata all'avvio di un efficace ripresa economica attuabile mediante politiche sovranazionali coordinate aventi come obiettivo una maggiore regolamentazione dei mercati.

Per quanto concerne la FED e la BCE, le principali banche centrali, a fronte di un mercato finanziario integrato hanno la lacuna di non disporre di regole internazionali coordinate.

Infatti gli investitori finanziari operano a livello internazionale, ma i sistemi normativi hanno

la possibilità di monitorare solo ciò che accade entro i confini nazionali e ciò genera pericolose contraddizioni.

Nello specifico, in Europa occorre dotare di maggior potere le istituzioni democraticamente elette in modo tale che possano attuare un'unica politica fiscale ed economica condivisa. Ciò trova numerose difficoltà, una delle quali è rappresentata dal fatto che i Governi nazionali non sono propensi a cedere parte della loro sovranità ed affidare ad un organismo sovranazionale il controllo della propria banca nazionale.

I mercati non si sono dimostrati efficienti e l'autoregolamentazione non si è rivelata la soluzione migliore per cui sia negli USA che nel Regno Unito i Governi hanno affrontato il problema della mancanza di liquidità mediante capitalizzazioni e nazionalizzazioni, allo scopo di salvaguardare l'esistenza del sistema finanziario ed evitare il collasso dell'intero sistema economico.

Per stimolare la domanda aggregata sono stati utilizzati gli stabilizzatori automatici, quali aumento della spesa pubblica e riduzione delle tasse che hanno comportato un sensibile aumento del deficit nei bilanci pubblici.

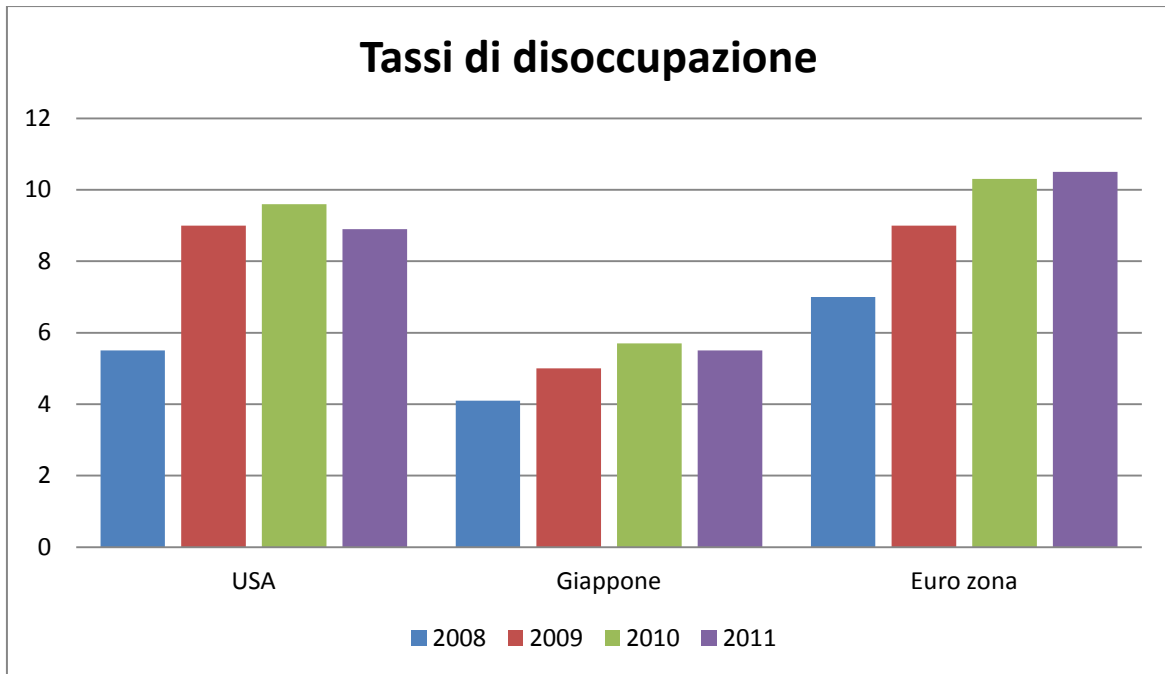
Nello specifico negli USA, epicentro della crisi finanziaria, il neo eletto Presidente democratico Barack Obama ha varato un piano, il cosiddetto American Recovery and Reconstruction Act (ARRA), che comportò un drastico incremento della spesa governativa allo scopo di risollevare l'economia.

Come ampiamente spiegato da Krugman (2012), «Nel dicembre 2008, il transition team di Barack Obama si preparava a prendere in mano la gestione dell'economia. [...] Cosa si doveva fare? La prima linea di difesa contro le recessioni è rappresentata dalla Federal Reserve, che di solito, riduce i tassi di interesse quando l'economia è in difficoltà. Ma i tassi di interesse a breve, quelli controllati dalla FED, erano già pari a zero e non si potevano tagliare ulteriormente. Non restava dunque che lo stimolo fiscale, ovvero incrementi temporanei della spesa governativa e/o riduzione delle imposte, finalizzati a sostenere la spesa complessiva e a creare posti di lavoro. In effetti l'amministrazione Obama ha studiato e fatto approvare dal Congresso una legge di stimolo all'economia reale, l'American Recovery and Reconstruction Act (ARRA). Sfortunatamente quel provvedimento, che comportava lo stanziamento di 787 miliardi di dollari, era sottodimensionato rispetto al suo ambizioso scopo. [...] In realtà, quasi il 40% del totale consisteva in riduzioni di imposte, che probabilmente hanno avuto un'efficacia molto minore rispetto agli incrementi

effettivi della spesa governativa. Della parte restante, una grossa fetta era composta da fondi per l'ampliamento dei sussidi di disoccupazione; un'altra era composta da sovvenzioni al Medical, e una terza andava alle amministrazioni statali e locali per aiutarle a evitare tagli di spesa a fronte delle minori entrate. Solo una quota minima andava a finanziare le spese infrastrutturali come costruzione e riparazione di strade, ponti eccetera (le iniziative a cui pensiamo quando si parla di stimolo all'economia).».

Secondo gli ultimi rapporti pubblicati dalla Federal Reserve l'economia statunitense si sta espandendo, seppure in maniera modesta, infatti le tensioni all'interno dei mercati finanziari risultano attenuate pur continuando a rappresentare un potenziale pericolo. A testimonianza di ciò, l'occupazione sta crescendo, infatti, nel 2012 il tasso di disoccupazione è stato pari all'8,3% in riduzione rispetto ai livelli degli anni precedenti (nel 2010 si è attestato attorno al 9,6%, mentre nel 2011 vi è stata un'ulteriore riduzione e l'indice era pari all'8,9%).

La tabella sottostante mostra i tassi di disoccupazione dal 2008 al 2011 in USA, Giappone e nell'Euro Zona. Si può notare che dal 2009 gli individui senza lavoro sono aumentati: negli USA l'aumento è stato di entità superiore, ma dal 2011 i disoccupati risultano in decremento. In Europa, la situazione è peggiore: i tassi di disoccupazione europei antecedenti alla crisi erano superiori a quelli statunitensi e, a seguito della crisi finanziaria, il tasso di disoccupazione è incrementato annualmente superando quota 10% (vi sono Stati europei, tra i quali la Spagna, in cui il tasso supera il 18%). Per quanto concerne il Giappone, Paese in cui gli individui in cerca di lavoro in media rappresentano il 4% della popolazione attiva, i tassi di disoccupazione sono aumentati di qualche punto percentuale, ma al momento sono in lieve diminuzione.



Fonte: Tassi di disoccupazione in USA, Eu e Giappone

## CAPITOLO 5

### SOLUZIONI ATTUABILI

#### 5.1. Cambiamento politica monetaria

Come spiegato da Florio, Lossani, Nardozi (2013) «La politica monetaria è insieme fondamento di qualsiasi sistema coordinato di regolazione degli scambi internazionali e la più importante determinante della stabilità finanziaria.[...] Fortunatamente il recente dibattito ha portato a un ripensamento nella giusta direzione dell'impianto teorico della politica monetaria prevalente prima della crisi.».

Dopo la crisi finanziaria avvenuta in seguito all'attentato dell'11 settembre 2001, i Paesi industrializzati hanno compreso la necessità di attuare maggiori controlli sui mercati finanziari e sui paradisi fiscali, ma ciò in realtà non si è verificato.

E' necessaria un'attiva regolamentazione delle innovazioni finanziarie che impedisca ad élites finanziarie di indebolire mediante pressioni politiche le regole imposte dai sistemi di controllo.

L'elevato costo delle elezioni politiche statunitensi, impone ai candidati alla Presidenza di cedere alle richieste delle lobby, ovvero di importanti gruppi di interesse che appoggiano i candidati offrendo loro ingenti contributi per la campagna elettorale.

Inoltre, è auspicabile una migliore regolamentazione al fine di evitare che si ripresentino errori nelle previsioni elaborate dalle autorità incaricate.

#### 5.2. Maggiore regolamentazione mercati finanziari

Al fine di evitare che si possano ripetere gli errori compiuti, la crisi attuale comporta un ripensamento delle regole finanziarie mediante un intervento sui punti della regolamentazione che si sono rivelati deboli.

Nel 1999 è stato istituito il Financial Stability Forum (acronimo di Fsf, in seguito sostituito dal Financial Stability Board), organismo che riunisce i rappresentanti dei Paesi dominanti al fine di coordinare la supervisione finanziaria internazionale.

L'economista e politico italiano Ferdinando Targhetti (2009) sostiene che «Il Financial

Stability Forum (Fsf) deve darsi regole il più possibili globali a fronte di una finanza globale. I terreni di intervento delineati dalla commissione composta da Paul Volker - Tommaso Padoa-Schioppa e ripresi più volte da Mario Draghi, governatore della Banca d'Italia e Presidente del Fsf sono tre: 1. vanno definiti i limiti massimi alla concentrazione di mercato di singole banche nei vari paesi; 2. vanno definiti limiti all'indebitamento con l'individuazione di più stringenti requisiti di capitale, di vincoli di liquidità e di minor ricorso alla leva finanziaria; 3. va affrontato il problema del conflitto di interesse all'interno delle banche universali (banche commerciali e di investimento) introducendo limiti alla detenzione di titoli strutturati nei portafogli bancari che dovrebbero comunque rispondere a standard tali che il loro valore sia più facilmente identificabile e limiti altresì alla proprietà di fondi in cui le banche investono capitale proprio e dei clienti. [...] Inoltre andrebbe affrontato il problema dei conflitti di interesse tra le società di rating e le banche [...] ».

Tutto ciò è stato riassunto dal governatore della BCE Mario Draghi in quattro termini: più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza.

Vi era l'idea diffusa che le regole fossero necessarie solo nel mercato regolamentato, mentre l'autoregolazione avrebbe sanato le eventuali lacune presenti nel mercato non regolamentato (il cosiddetto OTC acronimo di Over the counter). C'è da sottolineare che se nel 2000 l'ammontare delle operazioni compiute nei mercati non regolamentati era pari a 100.000 miliardi, nel 2007 il valore dei derivati era pari a ben 600.000 miliardi di dollari. Da queste cifre si comprende l'esigenza di regolamentare maggiormente flussi finanziari di importi così rilevanti.

Durante gli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria sia il Comitato di Basilea che il Financial Stability Forum avevano lanciato l'allarme in merito all'esiguo capitale posseduto dalle banche di investimento in rapporto ai rischi assunti, ma ciò non venne ascoltato. Le istituzioni finanziarie approfittando delle lacune presenti nella regolamentazione economica hanno potuto investire con sempre meno capitale a garanzia, facendo un uso eccessivo della leva finanziaria. Ciò, come ampiamente spiegato in precedenza, era possibile mediante l'allocazione di alcuni asset dai loro bilanci a quelli delle società veicolo create ad - hoc.

Per quanto concerne la quantità di debito, è necessario rivedere le norme che regolamentano il capitale sociale in modo tale da imporre un minore utilizzo del leverage, nonché un'attenta valutazione degli asset presenti nei bilanci delle banche. Le istituzioni finanziarie devono detenere un ammontare maggiore di capitale sociale, il quale misura la solvibilità bancaria, in

modo tale da poter garantire una corretta copertura di eventuali rischi.

Il meccanismo della cartolarizzazione ha permesso la diffusione di titoli derivati altamente complessi, i quali hanno consentito allo stesso tempo sia una migliore allocazione dei rischi che una loro incontrollata diffusione.

Allo scopo di impedire che la continua ricerca di profitto porti gli operatori finanziari ad assumere troppi rischi, è necessaria un'attenta imposizione di regole al mercato finanziario

Si è reso altresì necessario uno specifico monitoraggio che permetta la valutazione dei rischi sistematici sottesi alle innovazioni finanziarie allo scopo di garantire maggiore trasparenza nelle transazioni ed una maggiore protezione degli interessi in capo agli investitori finali.

Inoltre è utile incentivare le banche a controllare l'effettiva solvibilità dei propri clienti dato che nell'ultimo periodo non essendo esposte direttamente al rischio di credito (esse potevano beneficiare di un'assicurazione in caso di credito non esigibile), esse non effettuando un'attenta valutazione della qualità dei propri clienti hanno concesso un mutuo a chi in partenza non offriva sufficienti garanzie di solvibilità. A spiegazione di ciò, andrebbe modificato anche il sistema di incentivi ai manager correlandolo al rendimento effettivamente prodotto dalle operazioni compiute dato che bonus legati al raggiungimento di risultati di breve periodo incentivano la speculazione ai danni degli ignari investitori. Gli istituti bancari nell'intento di massimizzare il loro profitto e approfittando dell'ignoranza finanziaria diffusa hanno proposto ai loro clienti investimenti altamente rischiosi e/o debiti che non avrebbero potuto saldare.

Negli anni Settanta i banchieri statunitensi ricevevano solo uno stipendio fisso, ma a seguito delle liberalizzazioni, si passò alla remunerazione in funzione dei risultati che comportò la mancata assunzione del rischio degli investimenti intrapresi.

Nel caso specifico dei gestori di hedge fund, essi beneficiano di un compenso derivante dalla gestione dei fondi ed una remunerazione in funzione ai profitti e ciò comporta la preferenza verso investimenti rischiosi. Per limitare questo comportamento, le operazioni sui derivati scollegati dalle attività economiche reali andrebbero vietate poiché incrementano la speculazione.

A conclusione di ciò, non deve essere compiuto l'errore opposto, ovvero quello di apporre una regolazione eccessiva al mercato finanziario che provocherebbe una drastica riduzione di capitali provenienti da quegli investitori che al fine di creare nuove imprese o ricapitalizzare quelle esistenti sono in grado di affrontare i rischi presenti nel settore finanziario.

Per quanto concerne i Paesi considerati dei paradisi fiscali (tra cui ad esempio, Isole Cayman,

Isole Vergini, Bermuda, Liechtenstein, Principato di Monaco) essi consentono l'entrata di quote ingenti di capitali finanziari garantendo segretezza bancaria ed una legislazione bassa, o in alcuni casi, pressoché nulla.

Secondo la dispensa "Capire la crisi della finanza" pubblicata a dicembre 2008 dal Centro Studi Nazionale Cisl «dei circa 10.000 Hedge fund esistenti a fine 2007, più dell'80% sono registrati nelle Isole Cayman, considerate da tutti come uno dei migliori paradisi fiscali del nostro pianeta.». Da ciò si evince che risulta necessario un maggior controllo sui movimenti internazionali di capitali allo scopo di limitare le spinte speculative e la conseguente evasione fiscale.

Mediante la violazione delle norme fiscali da parte dei contribuenti, lo Stato riesce a svolgere un minor prelievo fiscale e ciò comporta un ammontare inferiore di entrate statali.

Inoltre, al fine di rendere i mercati finanziari più trasparenti, è tuttora acceso il dibattito tra i favorevoli ed i contrari all'introduzione della Tobin Tax, tassa da applicare sulle transazioni valutarie allo scopo di garantire la stabilità dei mercati finanziari mediante la diminuzione delle attività speculative. A tal proposito, nel 2011 1000 economisti, del calibro del premio Nobel Paul Krugman e Joseph Stiglitz, provenienti da 53 Paesi del mondo, hanno pubblicato sul quotidiano britannico "The Guardian" un appello a favore della Tobin Tax.

### **5.3. Funzione della finanza e necessità diffusione cultura finanziaria**

Le performance future dell'economia non risultano sempre prevedibili a priori dato che vi sono fattori aleatori, come ad esempio, cambiamenti politici, rapporti tra gli Stati ed innovazioni tecnologiche, che possono rendere ardue le previsioni.

Nello specifico, nel mercato finanziario gioca un ruolo cruciale la previsione dell'imprevisto al fine di quantificare il rischio sotteso alle operazioni finanziarie.

La finanza svolge un ruolo primario nell'economia mondiale; essa ha il compito di redistribuire i fattori aleatori tra i vari operatori in modo tale che ognuno di essi possa assumersi il rischio in base alle proprie preferenze.

Secondo Marco Onado (2009) «Il ruolo importante della finanza non emerge solo in occasione delle grandi svolte dello sviluppo economico. [...] Fornisce alle imprese i mezzi necessari al processo produttivo e agli investimenti; come dicono Alesina e Giavazzi, consente di trasformare



le buone idee in imprese, posti di lavoro, occasioni di sviluppo; gestisce tutti i pagamenti che rendono possibile la circolazione di beni e servizi prodotti; offre alle famiglie gli strumenti per investire i propri risparmi, cioè per trasferire nel tempo i consumi e accumulare risorse per il futuro: per le spese importanti, per l'età della pensione, per ogni situazione incerta futura.».

Nell'antichità il filosofo greco Aristotele criticava la crematistica, ovvero l'arte di creazione di ricchezza, quando la soddisfazione dei bisogni degli individui era solo uno strumento per incrementare la ricchezza personale.

Quando l'attività economica di produzione e/o scambio è il mezzo e il soddisfacimento del bisogno è il fine siamo di fronte ad una visione positiva della ricchezza, mentre l'economia subisce dei danni nel caso in cui vengono invertiti mezzo e fine. E nello specifico la finanza sia per la filosofia aristotelica che per alcune religioni monoteistiche è considerata improduttiva per il fatto che la moneta, a differenza ad esempio della terra, non può generare altra moneta. Ad avvalorare questa tesi, tuttora nel mondo islamico è condannato concedere prestiti ad interesse.

Negli anni Trenta il grande economista Keynes (1936) sostenne che la finanza è paragonabile « a quei concorsi dei giornali, nei quali i concorrenti devono scegliere i volti più graziosi fra un centinaio di fotografie, e nei quali vince il premio il concorrente che si è più avvicinato, con la sua scelta, alla media fra tutte le risposte; cosicché ciascun concorrente deve scegliere, non quei volti che egli ritenga più graziosi, ma quelli che ritiene più probabile attirino i gusti degli altri concorrenti, i quali a loro volta affrontano tutti quanti il problema dallo stesso punto di vista.».

E inoltre nel valutare la caduta della borsa di Wall Street del '29, egli argomentava che «quando lo sviluppo del capitale di un Paese (gli USA) diventa sottoprodotto delle attività di una casa da gioco, è probabile che vi sia qualcosa che non va bene.».

L'America si può considerare la culla dell'innovazione finanziaria e alla luce di quanto è accaduto in seguito alla crisi dei subprime, emerge che non bastano trasparenza, regole e controllo da parte delle autorità, ma è necessaria altresì la diffusione tra la popolazione di un adeguata cultura finanziaria.

La popolazione europea, e pure quella statunitense, hanno una scarsa conoscenza degli strumenti finanziari infatti come sostenuto da Alesina (2008) «uno studio di Tito Boeri e Luigi Zingales rivela che più della metà degli italiani non conosce la differenza tra un'obbligazione e un'azione. [...] problemi simili esistono anche negli Stati Uniti e in Danimarca, paese con un tasso di istruzione elevato.».

A sostegno di ciò, nel 2011 è stata condotta da Annamaria Lusardi, una ricercatrice italiana e consigliere del Tesoro americano, un'analisi finalizzata a rilevare l'alfabetizzazione finanziaria in otto Paesi: Stati Uniti, Olanda, Germania, Italia, Svezia, Russia, Nuova Zelanda e Giappone.

In un articolo del giornalista Marco lo Conte apparso nel *Il sole 24 ore* viene specificato che «L'indagine prevedeva tre domande rivolte ai cittadini degli otto Paesi in questione, riguardanti tre concetti basilari in materia: comprensione del funzionamento del tasso di interesse composto, comprensione degli effetti dell'inflazione e gestione del rischio. I risultati non sono confortanti: in ogni angolo del pianeta la preparazione in campo finanziario è inadeguata. [...]. L'indagine evidenzia come chi risponde in maniera corretta alle tre domande tendenzialmente dispone di maggiori ricchezze e ha già messo mano a un piano previdenziale che consentirà di avere meno problemi economici al momento del pensionamento.» (Il Sole 24 Ore, 1/07/2011)

Inoltre, tuttora Annamaria Lusardi appoggia campagne dedite all'introduzione dello studio dell'economia nelle scuole primarie e secondarie e, come sostenuto da Paola Pica nel *Corriere della Sera*, la ricercatrice ritiene che «l'ignoranza finanziaria è un problema sociale chi non sa si dimostra meno propenso a risparmiare e a programmare la pensione, paga quasi sempre più spese, rischia di essere raggirato». La bassa alfabetizzazione finanziaria si accompagna «con i bassi livelli di reddito e la bassa scolarità ed è per questo che si può parlare di tassa sui poveri. E' importante educare alla finanza non solo nelle scuole ma anche nelle imprese, specie oggi che i mercati sono diventati così complessi.» (Corriere della Sera, 21/12/2012)

Molto spesso gli investitori con esigue conoscenze in campo finanziario hanno chiesto aiuto alle banche, le quali, in alcuni casi, hanno offerto consigli non oggettivi. Ciò si è verificato, ad esempio, quando le banche statunitensi hanno consigliato l'acquisto di pacchetti di mutui ipotecari ad alto rischio di insolvenza agli investitori meno avvenuti.

#### **5.4. Cambiamento equilibri internazionali: riforma fondo monetario internazionale**

Nel periodo che è andato dalla fine della Seconda Guerra Mondiale alla crisi petrolifera degli anni '70, il Fondo Monetario Internazionale si è impegnato a controllare il buon funzionamento del sistema di cambi fissi imposto dagli accordi di Bretton Woods.

Nel 1971 vi fu l'epilogo del regime di cambi fissi ed il FMI non svolse più il ruolo di supervisore globale, ma fino all'inizio degli anni '90 l'organismo internazionale si impegnò ad

aiutare i Paesi emergenti in difficoltà economica mediante prestiti vincolati allo sviluppo di un sistema finanziario equilibrato e all'apertura dei mercati. Dagli anni Duemila la maggior parte dei Paesi emergenti non hanno più avuto bisogno dell'aiuto del Fondo dato che riuscivano ad usufruire di fondi sovrani concessi con il rispetto di minori vincoli. Da ciò si deduce che è auspicabile che il FMI ricominci a svolgere un'attenta sorveglianza sulla messa in pratica delle nuove regole.

Il FMI dovrà diventare un'autorità *super partes* ed acquisire maggiore autonomia e rappresentatività in modo tale da essere capace di coordinare ed influenzare le politiche dei Paesi aderenti. Per ottenere ciò si dovrà attenuare lo sbilanciamento delle forze decisionali in capo a Stati Uniti ed Europa a favore dei Paesi emergenti. Al momento, Stati Uniti ed Europa possiedono quasi la metà dei diritti di voto, mentre, ad esempio, Russia e Brasile possiedono percentuali irrisorie, attorno al 2%. Al fine di coinvolgere un maggior numero di Paesi è necessario modificare la rappresentanza e, per quanto concerne le decisioni più importanti, attuare una doppia maggioranza data da una votazione non solo in base alle quote possedute da ogni Paese, ma anche sulla base di una maggioranza numerica.

Dalla sua nascita il Fondo Monetario Internazionale ha preso decisioni fortemente connesse agli interessi degli Stati Uniti, ma ora è giunto il momento di apportare delle modifiche a questa prassi consolidata.

La crisi finanziaria ha messo a dura prova l'egemonia americana ed alcuni sostengono che cambierà la leadership del capitalismo mondiale, non più nelle mani degli USA e con l'appoggio degli Stati dell'Europa Occidentale e del Giappone, bensì diffusa fra grandi potenze mondiali.

Come sostenuto dal professor Attilio Folliero (2008) «La crisi che stiamo vivendo in questi giorni, la crisi del 2008, segnerà un ridimensionamento degli USA e dell'occidente in generale e condurrà all'affermarsi di un mondo multipolare incentrato su varie potenze con le relative zone d'influenza: la Cina, l'India, la Russia, i Paesi Arabi, l'America Latina, USA ed America del Nord, Giappone e Comunità Europea, che se vuole sopravvivere deve distanziarsi sempre più dagli USA ed accettare compromessi con le nuove potenze vicine.».

Inoltre si sta valutando la proposta che Keynes fece durante gli accordi di Bretton Woods per ridimensionare il ruolo del dollaro. Si trattava della creazione di una valuta sovranazionale di riserva (il cosiddetto Bancor), ma la proposta in passato non fu accettata a causa del dominio esercitato dagli americani sui mercati mondiali.

La politica monetaria espansiva adottata dagli Stati Uniti nel periodo antecedente la crisi, ha avuto effetti destabilizzanti sull'economia mondiale per cui per evitare che ciò si verifichi nuovamente si intende privare al dollaro il ruolo di moneta di riserva. A questo fine, viene studiata l'opportunità di creare una moneta di riserva rappresentata da un paniere di valute delle principali economie mondiali.

Inoltre come dichiarato recentemente nel quotidiano il Sole 24 ore dal Professore di Economia Stefano Manzocchi «Lo yuan - renminbi è divenuto la seconda valuta globale negli scambi commerciali, mentre l'euro si avvicina al dollaro come principale denominatore delle transazioni finanziarie. Tutto normale, se si considera che l'Eurozona è l'area di più antico sviluppo, mentre la Cina una "giovane" potenza manifatturiera? In realtà, complice lo stallo dell'Eurozona, molti analisti prevedono che in futuro sarà lo yuan il vero concorrente del dollaro come valuta globale.». Il Sole 24 Ore, 10/01/2014

## **5.5. Incremento sistema vigilanza e regole di Basilea**

Nel gestire una crisi finanziaria la tempestività ha un'importanza cruciale, ma nel caso della crisi attuale le autorità di vigilanza hanno agito in ritardo a fronte delle difficoltà che sono emerse nella comprensione della situazione.

Alcuni intermediari finanziari si sono dimostrati difficilmente controllabili a causa delle loro notevoli dimensioni che consentivano loro di esercitare in maniera ramificata un potere considerevole sul mercato.

Al fine di limitare i problemi che si sono verificati, vi è la necessità di rafforzare sia i sistemi di vigilanza nazionali che quelli internazionali, rivedendo i criteri di funzionamento e garantendo agli enti internazionali una maggiore discrezionalità e la possibilità di utilizzare efficaci poteri sanzionatori.

L'utilizzo dei derivati con mero fine speculativo ha consentito un incremento esorbitante nell'utilizzo della leva finanziaria e ciò ha avuto effetti disastrosi. Per cui potrebbe rivelarsi utile spostare i titoli strutturati e derivati sui mercati regolamentati in modo tale da consentire agli investitori di avere a disposizione maggiori informazioni per valutare in maniera più opportuna il rischio intrinseco ad un potenziale investimento.

A partire dal 1988 (anno in cui viene sottoscritto l'accordo di Basilea 1), il Comitato di

Basilea, composto dalle principali banche centrali, sottopone le banche a regole comuni in tema di controllo.

L'accordo successivo, il cosiddetto Basilea 2 è entrato in vigore nel 2008 quando le conseguenze della crisi si erano già verificate. Gli accordi di Basilea 2 imposero ad ogni banca di possedere un patrimonio di vigilanza minimo rapportato al valore delle attività. Il valore del patrimonio dipendeva dal rating delle imprese clienti della banca, da ciò si deduce che prestiti rischiosi ad imprese potenzialmente insolventi comportavano l'aumento del patrimonio netto posto a garanzia. Ciò comporta la concessione di una quantità minore di credito nei momenti di recessione economica.

I governatori delle banche centrali europee hanno prefissato che dal 2013 (ed entro il 2019) verranno applicati i provvedimenti denominati Basilea 3 finalizzati ad aumentare la regolamentazione e la vigilanza nel sistema bancario. Uno di essi comporta la riduzione dell'indice di leva mediante un rapporto più equilibrato fra capitale proprio e attività di rischio.

Inoltre il Dipartimento al Tesoro americano ha varato il Financial Regulatory Reform e la Commissione Europea il rapporto De Larosière, entrambi allo scopo di riformare ed adeguare i sistemi di regolazione e vigilanza finanziaria.

Infine allo scopo di risanare i bilanci degli istituti di credito si è sviluppata l'idea di scindere le banche in due, creando da una parte una bad bank, istituzione separata dalla banca e contenente i crediti inesigibili garantiti dallo Stato e dall'altra la banca originaria con il suo patrimonio.

Un ostacolo all'attuazione di questa pratica è rappresentato dalla difficoltà di scegliere i criteri che consentano di valutare i titoli in questione.

## **5.6. Insegnamenti di Keynes**

### **5.6.1. Sostegno domanda e consumi**

Tenendo in considerazione i limiti imposti dalla disponibilità di bilancio pubblico, i Paesi dovrebbero cercare di riattivare la domanda di beni e servizi.

Nelle fasi di crisi economica lo Stato deve svolgere la sua funzione assistenziale mediante il sostegno al minimo del reddito per i lavoratori che hanno perso il lavoro.

Infatti, una recessione può essere superata mediante interventi che sostengano la capacità di

spesa degli individui, in particolare quella dei ceti meno abbienti, i quali hanno una maggiore propensione al consumo.

Come affermato dall'economista Keynes (1936) «Quanto più ricca è la collettività, tanto maggiore tenderà ad essere il divario fra la sua produzione effettiva e quella potenziale; e tanto più palesi e stridenti saranno quindi i difetti del sistema economico. Una collettività povera sarà infatti propensa a consumare la massima parte della sua produzione, cosicché un volume molto modesto di investimenti basterà ad assicurare un'occupazione piena; mentre una collettività ricca dovrà escogitare possibilità di investimento assai più ampie affinché la propensione al risparmio dei suoi membri più ricchi sia compatibile con l'occupazione dei suoi membri più poveri.».

Da ciò si deduce che il denaro pubblico speso con questa finalità in parte si tradurrà in maggiori consumi comportando la ripresa dell'economia.

### **5.6.2. Deficit pubblico nella fase di depressione**

In una ricerca compiuta dal Fondo monetario internazionale è emerso che tra il 1978 e il 2009 nei Paesi avanzati si sono verificati circa 173 casi di austerità fiscale, i quali hanno comportato una successiva contrazione dell'economia ed un conseguente incremento del livello di disoccupazione.

Ciò conferma la tesi, secondo la quale in una fase di contrazione economica sono necessarie manovre macroeconomiche che abbiano come obiettivo un aumento della spesa pubblica in modo tale da consentire il finanziamento degli investimenti. La spesa pubblica si dovrebbe sostituire momentaneamente a quella privata dato che i cittadini non hanno una capacità di spesa tale da porre nuovamente a regime la capacità produttiva.

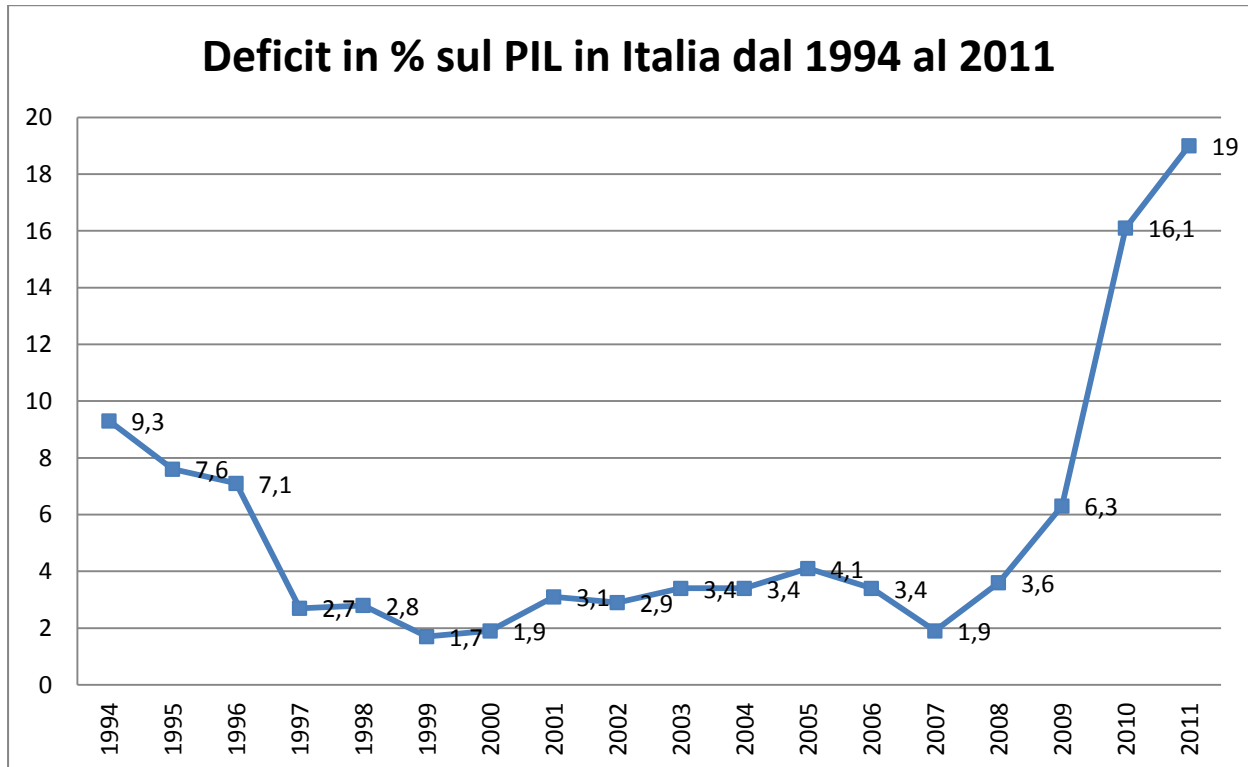
Un eventuale deficit pubblico non deve spaventare dato che esso comporterà la riduzione del debito dei cittadini e la ripresa dell'economia depressa mediante una crescita sia del PIL che dell'occupazione.

Con il concetto debito pubblico, si indica il debito che uno Stato ha nei confronti di soggetti (imprese, cittadini, banche o Stati esteri) che hanno acquistato titoli appartenenti allo Stato in questione.

Il grafico sottostante rappresenta l'andamento del deficit pubblico italiano rispetto al PIL nell'intervallo di tempo che va tra il 1994 e il 2007.

Nello Stato italiano la differenza negativa tra entrate ed uscite supera di gran lunga la media degli altri Stati europei. Dagli anni Novanta, il deficit pubblico è in continuo aumento dato che la spesa pubblica non è stata controbilanciata da un'adeguata crescita della produttività e, di conseguenza, da proporzionate entrate statali, ovvero dalle imposte.

Dal 1996 grazie alla diminuzione della spesa pubblica ed al conseguente incremento delle entrate statali, il rapporto debito/PIL è migliorato notevolmente. La situazione è peggiorata, in seguito, nella fase di recessione economica che ha comportato un forte aumento della spesa pubblica al fine di arginare i conseguenti danni arrecati all'economia italiana. Infatti nel 2010 il debito pubblico italiano ha raggiunto quota 1.843.015 milioni di Euro, ma il PIL nazionale non ha superato i 1.548.816 milioni di Euro per cui si è registrato un deficit del 19%.



tratto da Centro Studi CISL "Capire la crisi della Finanza" Dicembre 2008

Fonte Banca d'Italia e ISTAT

Ogni anno ad aggravare le spese inerenti al pagamento del deficit in essere, vi è il pagamento degli interessi per i titoli emessi allo scopo di trovare risorse che permettano il pagamento dei deficit di bilancio precedenti. Per cui, nel caso italiano il debito nei conti pubblici va tenuto sotto

stretto controllo al fine di evitare il temuto rischio di default e la conseguente recessione economica. Nonostante ciò, le restrizioni di bilancio non possono impedire l'attuazione di politiche economiche finalizzate a sostenere la crescita, anche se non si può negare che la situazione sia complicata da attuare dato che riduzione del deficit pubblico e sviluppo economico sono condizioni tra loro contrapposte.

In ogni caso è necessario distinguere tra deficit pubblico derivante da una pubblica amministrazione inefficiente e poco produttiva e tra indebitamento pubblico finalizzato a sostenere la ripresa economica nazionale mediante investimenti in opere infrastrutturali ed impieghi economici nella ricerca e nello sviluppo produttivo.

La crisi ha comportato una diminuzione del reddito a disposizione delle famiglie per cui per riattivare l'economia e, di conseguenza, i consumi è necessaria una politica statale espansiva che comporti allo stesso tempo sia un aumento della spesa pubblica e che un incremento delle agevolazioni fiscali.

In Europa risultati maggiori si otterranno mediante un'azione combinata di stimolo della domanda aggregata. Nonché da una collaborazione internazionale finalizzata all'assunzione di decisioni che comportino la creazione di linee guida per la regolamentazione e l'attuazione di politiche economiche coordinate.

Il settore pubblico svolge tre funzioni principali: produce beni e servizi pubblici, attua un sistema redistributivo finalizzato a diminuire le disuguaglianze reddituali tra i cittadini e garantisce l'assicurazione contro eventi negativi.

Non vi deve essere un blocco nelle privatizzazioni di servizi gestiti dalle amministrazioni locali. Le imprese pubbliche non hanno come fine principale la creazione di profitto, dato che eventuali perdite di bilancio vengono pareggiate con fondi statali non è presente il fattore "rischio" il quale spinge l'imprenditore privato a raggiungere obiettivi reddituali sempre più sfidanti. La mancanza del cosiddetto rischio d'impresa può comportare ad un abbassamento del livello di efficienza.

Come enfatizzato da Alberto Alesina e Giavazzi (2008) «Non è sempre vero, ma in linea generale il settore pubblico è meno efficiente di quello privato. Il motivo è semplice: se l'azienda appartiene allo stato la certezza che eventuali perdite vengano assorbite dai contribuenti dà forza ai sindacati e non incentiva adeguatamente i manager a massimizzare l'efficienza e la produttività. E questo è un mix esplosivo.».



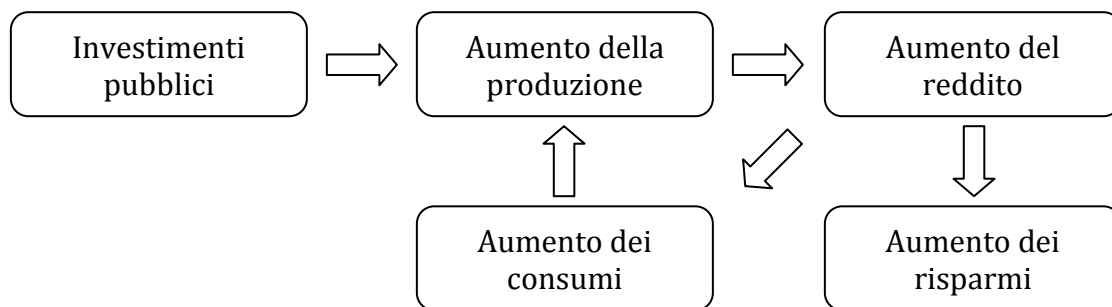
In conclusione, lo Stato dovrebbe eliminare le inefficienze dovute alla scarsa produttività di alcuni settori pubblici cercando di ridurre gli sprechi di risorse. Ciò è attuabile dotando i settori in questione di un sistema di maggiori controlli.

### 5.6.3. Teoria del moltiplicatore del reddito

Nell'articolo "The Relation of Home Investment to Unemployment", l'economista inglese Richard Ferdinand Kahn espone per la prima volta il concetto di moltiplicatore supponendo che la propensione al consumo sia una grandezza data, un'eventuale spesa da parte della pubblica amministrazione comporta un incremento del livello di occupazione.

Da questo articolo, il padre della moderna macroeconomia, Keynes trarrà spunto per esaminare come gli investimenti pubblici generino un incremento del reddito nazionale.

La formula ideata da Keynes è:  $Y = 1/s = 1/1-c$ . Dove "Y" rappresenta il reddito, "s" rappresenta la propensione marginale al risparmio e "c" rappresenta la propensione marginale al consumo.



Il moltiplicatore del reddito misura la variazione che avviene nel reddito in seguito ad un incremento della spesa pubblica.

Un incremento della spesa pubblica ha infatti un effetto amplificativo sull'economia dato che essa si traduce in un incremento di valore per tutti i soggetti che partecipano alla realizzazione dell'attività programmata. Ciò comporta che la spesa complessiva sarà maggiore dell'esborso pubblico iniziale, infatti, un aumento della spesa pubblica provoca un aumento più che

proporzionale sulla produzione di equilibrio.

Da quanto esposto sopra, si evince che l'effetto è tanto maggiore quanto maggiore è la propensione marginale al consumo e all'opposto, l'effetto è tanto minore quanto maggiore è la propensione marginale al risparmio. Ad esempio, se a "c" poniamo valore 0,5 ne risulta un moltiplicatore pari a 2, mentre se a "c" poniamo valore 0,9 il moltiplicatore è pari a 10.

Infatti come evidenziato da Keynes (1936) «Se la propensione al consumo non è molto inferiore all'unità, piccole fluttuazioni dell'investimento provocheranno fluttuazioni ampie dell'occupazione, ma nello stesso tempo un incremento relativamente piccolo dell'investimento porterà ad un'occupazione piena. Se invece la propensione marginale al consumo non è molto superiore a zero, piccole fluttuazioni dell'investimento condurranno a fluttuazioni altrettanto piccole dell'occupazione, ma al tempo stesso potrà essere necessario un forte incremento dell'investimento per produrre un'occupazione piena.».

#### **5.6.4. Ostacolo rappresentato dalla trappola liquidità**

In una situazione in cui il mercato non sembra reagire alla diminuzione del tasso d'interesse mediante un incremento di consumi ed investimenti, si verifica la cosiddetta trappola della liquidità.

Il giornalista Alberto Annichiarico in un articolo apparso il 15 gennaio 2009 nel quotidiano il Sole 24 ore sosteneva che l'unica strada percorribile per uscire dalla trappola di liquidità era la diminuzione delle tasse o l'incremento della spesa pubblica a sostegno della domanda.

In un recente articolo il Professor Alessandro Morselli, docente presso l'Università di Roma "La Sapienza" è dello stesso avviso, dichiarando che «Il Presidente della BCE Mario Draghi ha abbassato il tasso per le operazioni di rifinanziamento, vale a dire il valore che le banche pagano quando prendono in prestito denaro dalla BCE, allo 0,25%. [...] Tagliando il costo del denaro, la BCE aumenta la convenienza per le banche a richiedere moneta, con l'auspicio che quest'ultime approvvigionino l'economia reale contribuendo a contrastare la crisi.». Nonostante il tasso di interesse si attesti attorno allo zero non pare verificarsi una ripresa economica, ma bensì gli effetti della trappola della liquidità.

«Secondo il premio Nobel Paul Krugman è possibile contrastare il fenomeno della "trappola" realizzando una politica attiva che generi aspettative inflazionistiche. Krugman dice che gli agenti

economici prendono delle decisioni che riguardano sia il presente che il futuro. La trappola della liquidità può svilupparsi se la crescita attesa dell'economia è negativa e si tende a risparmiare oggi per aumentare il consumo domani. E allora è il momento di persuadere gli agenti economici che la banca centrale creerà inflazione. [...] L'economia sta passando da una crisi all'altra, dimostrando che il problema primario è quello di mantenere elevato il livello della domanda. La crisi attuale pone in evidenza che spesso la domanda è insufficiente per utilizzare appieno la capacità produttiva disponibile e il libero mercato non è in grado di far ripartire l'economia. [...] A allora l'unica soluzione è l'intervento della politica economica. ma a pensarci bene gli interventi di politica economica che si stanno mettendo in campo riguardano soprattutto il salvataggio di banche e imprese industriali di grandi dimensioni e non spese sociali in istruzioni, pensioni, sanità e sussidi di disoccupazione. Tutto questo sembra più un sostegno all'offerta che alla domanda, ma se così fosse resterebbe ben poco di keynesiano, ed anzi potremmo assistere a un ulteriore aumento del divario tra offerta potenziale e domanda.». Il fatto quotidiano, 13/11/2013

## **CAPITOLO 6**

### **RIPERCUSSIONI DELLA CRISI FINANZIARIA SUL SETTORE DELL'EDILIZIA**

#### **6.1. Evoluzione in Italia**

Il settore edile è visto da sempre come il comparto economico che in maniera maggiore può contribuire alla crescita economica e occupazionale di un Paese.

Secondo uno studio della Confcommercio effettuato in tempi recenti, apparso nel quotidiano La Repubblica, quasi un terzo delle famiglie italiane (per l'esattezza il 31,7%) investe i propri risparmi nell'acquisto di immobili, mentre il 30% degli italiani ritiene più consono mantenere i risparmi in conto corrente, il 30% degli intervistati sostiene di non possedere del surplus monetario ed il restante 10% considera maggiormente remunerativo investire il denaro in azioni o fondi. Da ciò deduciamo che la maggior parte della popolazione italiana ha un'alta propensione a compiere investimenti nel ramo immobiliare.

In Italia, il settore immobiliare ha avuto un forte sviluppo tra la seconda metà degli anni '90 e il 2008 ed in questo intervallo di tempo, caratterizzato da un'euforia generale, vi fu l'apertura di numerosi cantieri e la conseguente costruzione di un'elevata quantità di abitazioni.

Fino al 2007 i prezzi immobiliari spinti dall'incremento dell'offerta hanno conosciuto un notevole aumento, ma quando la crisi statunitense ha iniziato ad avere ripercussioni anche nel continente europeo si è verificata una drastica inversione di tendenza.

Dal 2008 gli investimenti nel settore edile hanno avuto un trend negativo e il precedente sviluppo sfrenato ha lasciato in eredità un elevato stock di abitazioni invendute.

A conclusione di ciò negli ultimi sei anni, il settore delle costruzioni ha visto diminuire di ben un terzo i fatturati.

#### **6.2. Crisi attuale settore edile**

Secondo una recente rilevazione dell'Istat, istituto nazionale di statistica, in base ai dati aggiornati a settembre 2013, rispetto al 2012 la produzione edile è crollata dell'11,2%.

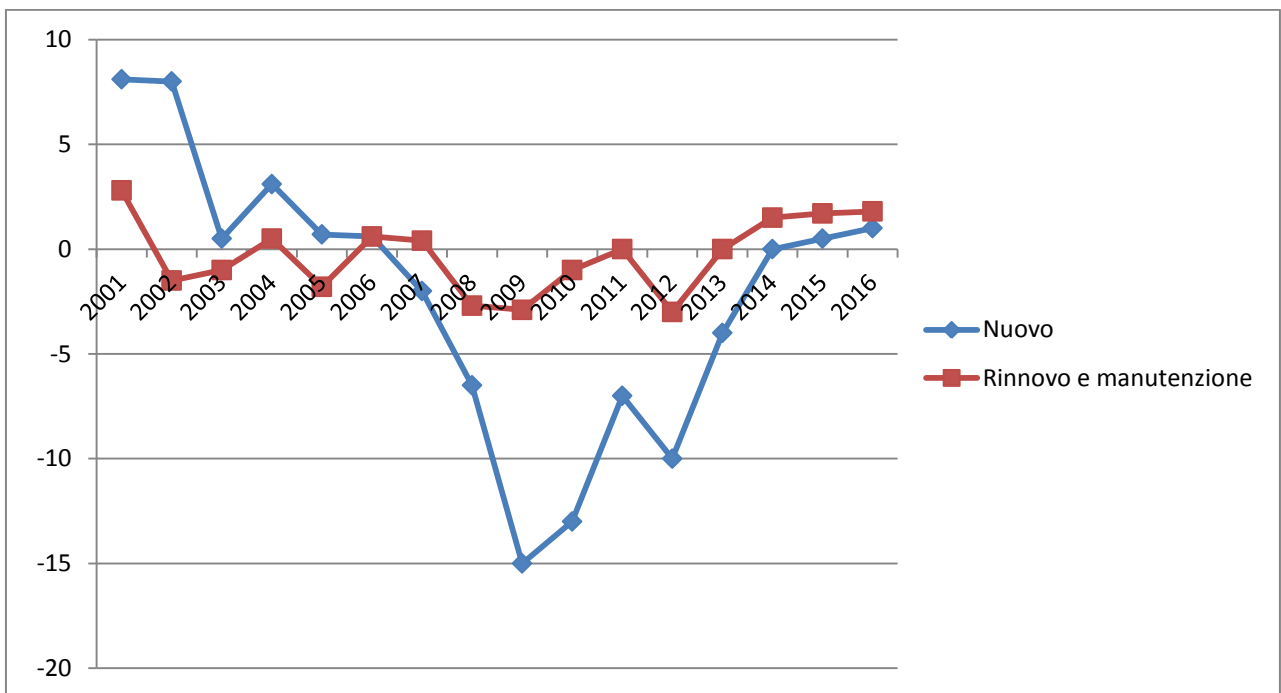
Nonostante nel terzo trimestre dell'anno appena concluso si sia verificato un aumento della produzione dell'1,6% in relazione al trimestre precedente, sembra inopportuno parlare di una ripresa del settore.

Ciò che preoccupa maggiormente sono i dati di medio periodo, infatti, dal 2006 al 2012 gli investimenti sono diminuiti di un quarto (si registra un - 24,4%) e il dato diventa ancor più negativo per quanto concerne le nuove costruzioni, nelle quali il calo è pari al - 44%.

La crisi nel mercato delle costruzioni avrebbe potuto avere proporzioni maggiori, ma ciò non è avvenuto grazie alla tenuta dell'attività edile dedicata al rinnovo ed alla manutenzione delle costruzioni esistenti.

Il grafico sottostante fa emergere questa differenza, evidenziando il brusco calo avvenuto tra il 2006 ed il 2009 nella nuova attività edile e dimostrando che nello stesso arco di tempo l'attività di manutenzione dell'esistente ha subito un calo più contenuto.

Nuovo e rinnovo, variazioni percentuali annue a valori costanti



Fonte: Cresme/SIMCO 2013

I fallimenti di imprese edili si susseguono e secondo l'Ance (Associazione Nazionale Costruttori Edili) su un totale di 48.500 aziende fallite in Italia, più di 1/5 riguardano il settore delle costruzioni dato che le aziende edili fallite sono circa 11.177.

Il 21 novembre 2013 il Cresme, il più rinomato istituto di ricerca per il settore edile, ha presentato nel convegno che si è svolto a Milano il "Rapporto congiunturale e previsionale sul mercato delle costruzioni 2013 - 2017". Innanzitutto, va sottolineato che nell'interpretare i dati previsionali forniti dal Cresme, bisogna considerare che vi sono variabili non prevedibili a priori che potrebbero modificare gli esiti dello studio.

In ogni caso, dal convegno svoltosi presso la Triennale di Milano, è emerso che nei quattro anni analizzati potrebbe verificarsi la tanto attesa ripresa del settore. Dal rapporto è risultato che negli anni scorsi la crisi ha raggiunto il suo picco minimo e nel 2014 il saldo del settore edile dovrebbe essere quasi nullo (pari al -0,6%). Nel corso del 2015 la crescita si dovrebbe consolidare dato che si prevede una variazione positiva nel valore della produzione edile pari al 1,4%.

Secondo i dati forniti da Cresme, l'edilizia tornerà a crescere a livello globale soprattutto nei Paesi in via di sviluppo e nei Paesi "emergenti". Per quanto concerne il continente europeo, vi saranno opportunità per i Paesi che saranno in grado di uscire dalla recessione.

Inoltre, è stata evidenziata l'importanza di focalizzare la ripresa dell'edilizia verso l'utilizzo di nuove tecnologie e nuovi materiali incentrati sulla costruzione di abitazioni eco - sostenibili.

Attualmente, permane la convinzione diffusa che il settore edile continui ad arrancare, infatti, alcune imprese valorose si sono spinte verso nuovi mercati esteri per non risentire della contrazione del mercato interno.

L'edilizia, settore strategico per l'economia, sviluppa una tendenza opposta a quella sviluppata negli anni che hanno preceduto la crisi. In passato la politica costruttiva era incentrata sulla costruzione di nuovi edifici e sulla creazione di nuovi quartieri residenziali, mentre ora il settore in questione pone maggiore attenzione nella riqualificazione degli edifici obsoleti rendendoli efficienti a livello energetico e nel recupero delle costruzioni esistenti mediante opere di ristrutturazione e di utilizzo di fonti d'energia rinnovabili.

### **6.3. Stretta creditizia: effetti sulle imprese di costruzioni**

L'esposizione del sistema finanziario al ciclo immobiliare è aumentata in seguito alla creazione di nuovi strumenti finanziari e la conseguente sopravvalutazione dei mutui immobiliari.

Alla luce degli avvenimenti attuali, deduciamo che un'errata allocazione del credito e lo sviluppo di innovazione finanziaria non regolamentata hanno comportato una distruzione della ricchezza.

Nella fase che ha preceduto la crisi, vi fu un elevato sviluppo del settore delle costruzioni alimentato dall'illusorio benessere economico diffuso tra imprese e famiglie e dal credito fornito a condizioni vantaggiose. E tutto ciò ha avuto ripercussioni positive nel sistema economico favorendo un incremento del PIL, dell'occupazione ed uno sviluppo delle attività bancarie.

Attualmente, con l'esplosione della bolla finanziaria ed immobiliare le prospettive di crescita e di sviluppo sono crollate soprattutto in quei Paesi europei che avevano investito in maniera massiccia nel settore immobiliare. Nello specifico Grecia, Spagna, Portogallo e Italia sono i Paesi europei che hanno il tasso maggiore di proprietari della prima casa ed inoltre in essi l'aggiunta dell'indebitamento privato a quello pubblico aggrava la già compromessa situazione economica.

A peggiorare ciò, vi è l'incapacità del sistema di tornare alla condizione di sviluppo antecedente la crisi finanziaria. Infatti come professato da Schumpeter nella Teoria dello sviluppo economico (1964), nelle crisi capitalistiche superato il periodo di turbamento non vi è un ritorno alla fase di sviluppo che ha preceduto l'interruzione dato che una cospicua quantità di ricchezza è stata annientata.

D'altro canto le banche, impossibilitate a finanziare la nuova fase di sviluppo, seguono una politica incentrata nella stretta creditizia dato che la loro prima preoccupazione è il recupero dei crediti già erogati mediante operazioni di ristrutturazione, iscrizione ipotecaria, ecc. A conclusione di ciò l'economia rallenta poiché gli istituti di credito, che hanno all'interno dei loro bilanci attivi sopravvalutati a causa della presenza di beni immobiliari dal dubbio valore di mercato, sono impegnati a ricreare la propria liquidità.

Le banche non concedono credito sia alle imprese di costruzioni per non incrementare la loro esposizione debitoria, sia alle famiglie con un reddito discreto che richiedono un mutuo per poter acquistare una abitazione.

Questa stretta creditizia compiuta dagli istituti di credito trova motivazione sia nell'oggettiva capacità di reperire le risorse monetarie richieste sia nella preoccupazione di aggravare i bilanci

con ulteriori crediti in sofferenza.

Attualmente, in Italia i prezzi delle abitazioni sono in calo dal 2008 e vi è un'abbondante offerta di prodotti immobiliari che non trova un'adeguata domanda a causa delle scarse capacità di spesa sulle quali possono contare le famiglie italiane. Vi sono vari fattori che motivano il peggioramento delle condizioni economiche delle famiglie italiane, ma senza dubbio l'incremento del tasso di disoccupazione, che nel 2012 ha superato quota 10,7%, ha comportato una riduzione nel potere d'acquisto degli italiani e azzerato le capacità di compiere investimenti in nuove abitazioni.

Nonostante il costante calo dei prezzi delle case in un comunicato l'Agenzia del Territorio nel primo trimestre del 2012 si è registrata una riduzione del numero di compravendite pari al 19,6 % rispetto allo stesso periodo del 2011.

Come sostenuto da De Gaspari (2013) «Se il settore immobiliare è abbastanza esteso, perché si possa invertire la tendenza economica depressiva in corso, occorre prima ridurre in maniera consistente le scorte di abitazioni e costruzioni accumulate [...]. Le politiche pubbliche dovrebbero dunque essere indirizzate al rapido raggiungimento di questo obiettivo.».

A differenza dei prodotti industriali e agricoli, i prodotti immobiliari (case, capannoni, ecc) nonostante siano soggetti a un deperimento di valore nel tempo molto lento necessitano di un processo di "smaltimento delle scorte" lungo e ciò accentua le criticità dell'operazione.

#### **6.4. Importanza delle imprese e concessione di credito per far ripartire l'economia**

L'impresa, quale parte dell'organizzazione economica di una società, ha una responsabilità sociale verso la collettività.

Come sosteneva l'economista J. Schumpeter (1964), per consentire lo sviluppo ad un'economia è necessaria la creazione di potere d'acquisto agli imprenditori valorosi che ne facciano richiesta in modo tale da garantire a questi ultimi l'acquisto dei beni che consentano loro di svolgere al meglio la loro attività imprenditoriale.

Come sostenuto da Alesina e Giavazzi (2008) «Le aziende europee hanno bisogno di meno tasse, di mercati del lavoro regolati in modo meno rigido e di mercati del prodotto che funzionino meglio, non di ulteriori sussidi e protezioni.».

Allo Stato spetta l'arduo compito di correggere le distorsioni fiscali, ma come sottolineato



dagli stessi autori nel libro "La crisi. Può la politica salvare il mondo" «si tolga pure ai ricchi per dare ai poveri, ma con un sistema fiscale che non sia punitivo per chi produce ricchezza.».

Le imprese devono anch'esse riacquistare fiducia su un'imminente ripresa dei mercati, altrimenti i timori di una persistente congiuntura economica negativa penalizzeranno ogni possibile attività di investimento.

La crisi finanziaria non ha comportato un cospicuo aumento dell'inflazione poiché le imprese solitamente aumentano i prezzi in seguito ad un incremento della domanda e non a fronte di un aumento dell'offerta monetaria.

Come dichiarato dall'economista italiano Francesco Giavazzi nel quotidiano il Corriere della Sera «Secondo alcuni storici, ad esempio Robert Higgs, la Grande Depressione durò così a lungo anche perché il New Deal di Franklin D. Roosevelt diffuse dubbi sul futuro dell'economia di mercato e soffocò gli investimenti privati. Lamot du Pont, Presidente di du Pont de Nemours, una delle maggiori aziende americane, scriveva nel 1937: "L'incertezza su quali saranno le condizioni giuridiche nelle quali le nostre imprese si troveranno a lavorare, quale ruolo avrà lo Stato nell'economia, il rischio di limitazioni alla libertà d'impresa, la possibilità stessa che l'economia di mercato sopravviva alla crisi ci preoccupano e certo non ci incoraggiano ad investire."». Il Corriere della Sera 11/02/2009

La crisi si è trasmessa all'economia reale anche per effetto della drastica riduzione nella stipulazione di nuovi debiti con gli istituti di credito. Prima che la crisi si manifestasse vi era la condizione di eccesso di debito, ovvero le imprese potevano contrarre debiti con molta facilità, mentre nella situazione attuale la concessione di credito è ancora estremamente rigida e le imprese sono pressoché impossibilitate ad ottenere un sostegno economico da parte degli istituti bancari.

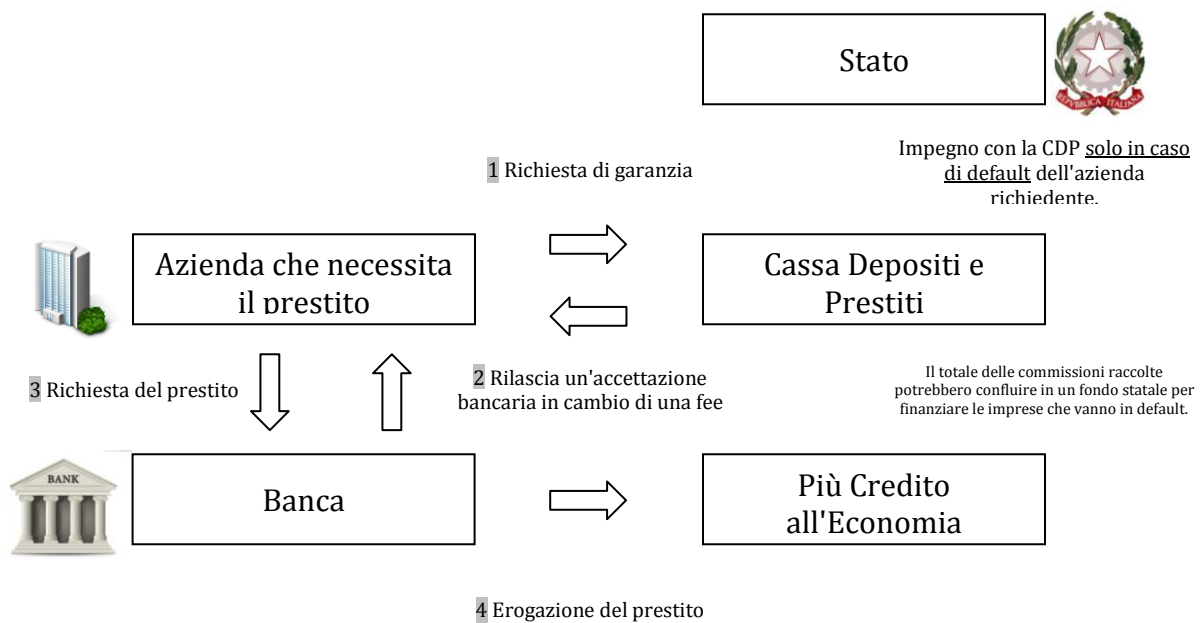
Dall'inizio degli anni'80 si è diffusa in Italia la pratica dell'accettazione bancaria. Questo strumento permette all'impresa (traente) di farsi anticipare da una banca (trattaria) l'importo dell'effetto meno gli interessi.

La Cassa Depositi e Presiti è una società per azioni con 80% delle azioni in possesso al Ministero dell'Economia e delle Finanze che si impegna:

- A finanziare gli investimenti della Pubblica Amministrazione;
- A favorire lo sviluppo di opere infrastrutturali;
- A sostenere il sistema produttivo nazionale.

Secondo Dario Fusco (2012), questo istituto può fornire una soluzione al bisogno di credito da parte delle imprese, e nello specifico «l'accettazione bancaria fatta passare per la garanzia della Cassa Depositi e Prestiti, diverrebbe uno strumento di utilizzo immediato e semplice per le imprese bisognose di finanziamento; le imprese sarebbero, in questo modo, garantite dalla Cassa Depositi e Prestiti e quindi, indirettamente, dallo Stato, (esso) non avrebbe nessuna necessità di aumentare la propria raccolta sui mercati e di conseguenza l'indebitamento pubblico non avrebbe gravame alcuno; questo meccanismo consentirebbe alle banche di concedere credito a imprese con profilo di rischio contenuto e di conseguenza gli istituti creditizi potrebbero effettuare dei finanziamenti a condizioni vantaggiose.».

### Meccanismo della misura



Fonte: Dario Fruscio (2012) "Dalla crisi finanziaria alla crisi totale" Maggiolo editore

Le PMI italiane spesso per svolgere al meglio la loro attività necessitano di un sostegno economico. L'accesso al credito a breve termine può essere garantito dai Confidi, dei fondi di garanzia che agevolano il credito alle imprese iscritte alle associazioni di categoria dotando gli istituti di credito di una copertura ulteriore al fine di incrementare i meriti patrimoniali dell'azienda facente richiesta.

In aggiunta, l'edilizia sta subendo il problema della riscossione del credito accumulato nei confronti della Pubblica Amministrazione, problema che si somma alla difficoltà di credito bancario. Secondo la stima Cresme, il credito che le imprese di costruzioni vantano nei confronti delle Amministrazioni Pubbliche ammonta a circa 19 miliardi di euro ed il ritardo medio nei pagamenti è pari a 8 mesi (in alcuni casi arriva addirittura a 2 anni).

## **6.5. Incentivi fiscali settore edile**

### **6.5.1. Ristrutturazioni**

Il rallentamento del settore edile ha un effetto negativo diretto sull'occupazione e comporta una riduzione dei consumi dato che i consumatori hanno a loro disposizione risorse economiche più scarse.

Secondo le previsioni fornite dalla Cresme, per quanto concerne l'attività di nuova edificazione nel 2014 vi sarà una riduzione più modesta dell'attività produttiva, mentre per quanto concerne il rinnovo nel 2014 vi sono elementi che fanno prospettare da un lieve incremento negli investimenti (+2,4%).

Vi è la necessità di mettere in atto misure che consentano di stimolare gli investimenti in rinnovo e manutenzione edilizia allo scopo di garantire il pieno utilizzo della capacità produttiva disponibile.

Lo Stato persegue il sopra citato obiettivo proseguendo con la fornitura di incentivi fiscali a favore degli edifici in possesso di standard di efficienza energetica.

E' stata prorogata la detrazione del 55% sui lavori ad efficienza energetica al fine di favorire le famiglie che investono nella riqualificazione abitativa.

Il decreto legge n. 83/2012 consentiva ai soggetti che avevano compiuto opere di ristrutturazione nell'intervallo di tempo, tra il 26 giugno 2012 e il 30 giugno 2013, di detrarre il 50% ai fini Irpef ed in seguito il decreto legge n. 83/2013 ne estende i benefici fino al 31 dicembre 2013.

In linea generale, godono del beneficio della detrazione i contribuenti assoggettati all'Irpef, imposta sul reddito delle persone fisiche, infatti hanno diritto all'agevolazione:

- proprietari dell'immobile o chi ne detiene la nuda proprietà;

- titolari di un diritto reale di godimento sull' immobile (usufrutto, uso, abitazione o superficie);
- locatari o comodatari;
- familiare convivente del possessore o detentore dell'immobile, se intestatario delle fatture e dei relativi bonifici. Ai fini della legge i familiari sono rappresentati dal coniuge, dai parenti entro il terzo grado e dagli affini entro il secondo grado.

Il limite massimo di spesa detraibile è rappresentato da 96.000 euro per ogni unità immobiliare (se si tratta di prosecuzione di lavori bisogna tener conto delle spese effettuate negli anni precedenti e verificare che non sia stato superato il limite complessivo previsto).

Sono ammessi sia gli interventi di manutenzione ordinaria che straordinaria degli immobili. Per quanto concerne le opere di manutenzione ordinaria, esse sono ammesse all'agevolazione solo se riguardano parti condominiali comuni e la conseguente detrazione spetterà ad ogni condomino in base alla quota millesimale posseduta. Nel caso di interventi eseguiti in una singola abitazione, il soggetto può richiedere all'impresa l'applicazione dell'aliquota IVA agevolata del 10% invece di quella ordinaria del 22%. Al contrario, sono considerati interventi di manutenzione straordinaria le opere finalizzate a rinnovare e cambiare parti anche strutturali degli edifici e creare servizi igienico/sanitari e tecnologici (scale interne, infissi di varia tipologia, ecc) a patto che non vengano incrementati i volumi delle unità esistenti e che non vi sia una modifica delle destinazioni d'uso.

Sono ammessi al bonus fiscale anche i lavori di restauro e risanamento conservativo finalizzati ad garantire la funzionalità dell'immobile come ad esempio la sistemazione delle altezze dei solai. Infine sono detraibili gli interventi di ristrutturazione edilizia che comportano una modifica ed una trasformazione dell'edificio esistente. Inoltre il proprietario dell'immobile in questione può acquistare direttamente i materiali utili ai fini della realizzazione degli interventi e beneficiare della detrazione del 50%.

Ciò è possibile a patto che i materiali siano necessari per la concreta attuazione dell'intervento edilizio, per cui i proprietari possono procedere autonomamente nell'acquisto diretto delle materie prime, dei semilavorati (quali, ad esempio, mattoni, cemento, piastrelle) e beni finiti (quali, ad esempio, caldaie, infissi, caminetti).

### **6.5.2. Riqualifica energetica**

Al fine di migliorare le prestazioni energetiche delle abitazioni italiane, è stato prorogato l'Eco bonus fino al 31 dicembre 2013 nel caso di riqualificazione energetica di una singola abitazione e fino al 30 giugno 2014 se si applicano le suddette riqualificazioni sulle parti comuni o sulle abitazioni condominiali. Sono stati concessi 6 mesi ulteriori agli interventi condominiali di riqualifica energetica a fronte delle tempistiche e delle difficoltà che incontra l'attuazione di decisioni all'interno dell'assemblea condominiale.

Inoltre lo "sconto energia" è stato aumentato di dieci punti percentuali, infatti si passa dal precedente bonus del 55% all'attuale maxi detrazione del 65%.

Si può beneficiare della detrazione del 65% a patto che la riqualifica degli edifici esistenti comporti una riduzione di almeno il 20% del fabbisogno energetico annuale.

Ad esempio, è ammessa l'installazione di un impianto solare termico che permetta l'utilizzo di una quantità minore di energia (per giunta pulita) e la conseguente autonomia energetica mediante l'utilizzo dei pannelli solari. Anche interventi di isolamento termico delle abitazioni finalizzate all'eliminazione delle dispersioni di calore mediante la coibentazione del tetto possono accedere alla maxi detrazione del 65%. E nel caso in cui il tetto non comporti dispersioni di calore, si possono migliorare le prestazioni energetiche dell'immobile mediante la coibentazione delle pareti, ad esempio, con un sistema "a cappotto" attraverso l'utilizzo di lastre isolanti per il rivestimento dei muri perimetrali.

### **6.6. Costruzioni a risparmio energetico come scenario futuro**

Secondo un'indagine compiuta dalla Confartigianato e presentata nella Convention tenuta dalla confederazione a Roma il 15 e 16 novembre, tra il 2009 e il 2013 nonostante la congiuntura economica sfavorevole le aziende green registrano risultati economici in crescita con un tasso di sviluppo pari al 23,1%. Da ciò risulta che nei prossimi anni il prodotto edilizio verrà caratterizzato dalla maggiore attenzione in termini di risparmio e produzione energetica.

Ai fini di ridurre in maniera drastica le emissioni di anidride carbonica, il 16 febbraio 2005 i principali Paesi industrializzati hanno sottoscritto il protocollo di Kyoto definendo le azioni specifiche da attuare per la salvaguardia dell'ambiente.

In tema di sostenibilità ambientale si stanno sviluppando progetti intenzionati a favorire la

sceita di costruzioni biocompatibili e l'utilizzo di energie rinnovabili.

L'utilizzo di energie rinnovabili può comportare un surplus di risparmio alle famiglie di diversa tipologia: energetico mediante l'ottenimento di prestazioni energetiche migliori ed a basso impatto inquinante con uno stock inferiore, economico grazie all'opportunità di consumare minor energia e in alcuni casi specifici di ottenere un profitto mediante la possibilità di divenire produttori di energia (nel caso del fotovoltaico).

Per quanto concerne le imprese, la realizzazione di edifici sostenibili comporta benefici di varia natura:

- aumenta la visibilità aziendale, attraverso la diffusione di un'immagine di un'azienda rispettosa dell'ambiente e attenta alla qualità, che si discosta dalla concorrenza incentrata ad un affannoso ribasso dei prezzi;
- garantisce vantaggi economici, derivanti dai profitti ottenuti dalla costruzione di abitazioni ed il rinnovo con particolare attenzione verso la qualità ambientale ed ecologica;
- impegna le imprese a tenere in considerazione le esigenze della collettività, dato che energia ed acqua sono risorse limitate, le imprese edili devono limitarne lo sfruttamento e rispettare le norme in materia di salvaguardia dell'ambiente.

Secondo le stime Cresme, nel comparto delle costruzioni prenderà più spazio il settore degli impianti per le fonti energetiche rinnovabili.

L'Italia dovrebbe finanziare un piano di investimenti pubblici sul piano delle infrastrutture, dei trasporti e dell'edilizia a beneficio delle imprese innovative dal punto di vista ambientale.

La riduzione dei contributi agli investimenti compiuti per produrre energia da fonti rinnovabili comporterebbe la mancata realizzazione di progetti innovativi dato che queste tecnologie richiedono un elevato apporto di capitale e non di lavoro.

## CAPITOLO 7

### RIFLESSIONI E CONCLUSIONI FINALI

#### 7.1. Possibile epilogo del capitalismo?

Dietro a questa crisi, c'è anche una crisi morale che riguarda il rapporto che la società moderna ha con i beni e gli stili di vita. L'indebitarsi ben oltre le possibilità reali di reddito è un fattore altamente rischioso.

L'individuo che è uscito dalla rivoluzione economica, industriale e culturale della modernità si deve rendere conto che un'economia e un mercato fondati sugli interessi individuali e sulla sfrenata ricerca dei profitti non può comportare ad alcun risultato positivo per la collettività.

Il capitalismo si è sviluppato in Europa dall'epoca mercantile ed ora è il sistema economico comune ai Paesi maggiormente industrializzati. Questa crisi non è la fine del capitalismo, ma segna l'avvento di una nuova fase, dopo le precedenti fasi di 30 anni di benessere, ovvero dalla seconda guerra mondiale agli anni '70 e il capitalismo globale dagli anni '70 al presente.

Come sostengono gli economisti italiani Alesina e Giavazzi (2008) «il capitalismo può produrre crisi gravi, ma rimane il sistema economico migliore che il genere umano sia stato in grado di creare.».

Inoltre come sostiene il giornalista Ruffolo nel quotidiano La Repubblica, «Ci sono tre forme ben consolidate che il capitalismo ha introdotto nella società moderna e che sembrano storicamente durevoli: il primato dell'economia come motore della storia; il primato del capitale nella struttura dell'economia; il primato del mercato nella sua regolazione. Queste tre caratteristiche sono alla base della quarta: il moto di crescita continuativa che il capitalismo ha impresso all'economia mondiale. Queste caratteristiche, le tre prime soprattutto fanno del capitalismo un sistema praticamente insostituibile.».

La Repubblica 4/08/2008.

D'altra opinione, è chi nell'analizzare la crisi mondiale sostiene che il sistema capitalistico sia implosa a seguito dei problemi nel lato dell'offerta dovuti all'eccessivo peso posseduto dal sistema finanziario e all'insufficiente produttività del sistema produttivo. I problemi di produttività sopra citati si possono sanare mediante l'attuazione di interventi pubblici a sostegno delle imprese (ad esempio garanzia pubblica sui depositi, investimenti in infrastrutture, aiuti

pubblici alle imprese in difficoltà).

Altri teorici sostengono che l'origine della crisi del capitalismo sia da ricercare in una carente domanda aggregata (sia interna che estera) causata da una concentrazione dei redditi non omogenea che non ha reso possibile l'acquisto di beni e servizi agli individui con un'alta propensione al consumo. In questo caso lo Stato dovrebbe incrementare la spesa sociale al fine di incrementare le capacità d'acquisto dei consumatori ed impegnarsi a ridurre l'evasione fiscale.

Alla luce di quanto accaduto in seguito alla crisi finanziaria, possiamo giungere alla conclusione che il regime capitalistico benché non messo in discussione, debba seguire una logica che ponga più attenzione alle esigenze degli individui e che non sia quasi esclusivamente finalizzata al mero incremento del capitale.

Come sostenuto in passato dall'economista inglese Keynes (1936) «il capitalismo è un regime che, se non controllato, tende a autodistruggersi».

Infine, come professato dall'economista egiziano Samir Amin «il capitalismo deve conoscere un fine, deve essere sostituito da un sistema quantitativamente nuovo, capace di asservire lo sviluppo delle forze produttive a una logica sociale controllata e non più alla sola logica dell'economia alienata.».

## **7.2. Risultato della globalizzazione**

L'attuale crisi finanziaria sta mostrando la radicale fragilità e vulnerabilità del capitalismo finanziario, nonché la necessità di controlli più severi.

In passato nelle economie tradizionali (dalle città medioevali all'Europa moderna) il consumo era fondato e profondamente legato alla produzione reale ed il reddito prodotto era il limite naturale tra il consumo ed il risparmio.

Per cui fino ai primi del Novecento, le crisi economiche potevano verificarsi solo per una crisi dell'economia reale, nella fattispecie fallimenti di imprese, i quali producevano disoccupazione e di conseguenza una riduzione dei consumi, della produzione e di conseguenza del reddito.

Questo sistema economico tradizionale è entrato in crisi nella prima metà del XX secolo con la comparsa nei Paesi anglosassoni del capitalismo finanziario; il baricentro del capitalismo si è spostato dall'economia reale a quella finanziaria: i beni ed i servizi hanno occupato un posto minore a favore delle banche e dei titoli di credito (sia di proprietà pubblica che privata).



Negli ultimi anni, molti studiosi hanno sottolineato i pericoli che una globalizzazione senza controllo avrebbe potuto provocare. Tra i vari economisti, spiccano Paul Krugman, Robert Reich e Joseph Stiglitz concordi nell'affermare che per uscire dalla crisi e placare gli effetti collaterali della globalizzazione, sia necessario attuare una partecipazione democratica da parte di tutti i cittadini che consenta di affrontare sfide economiche e finanziarie.

Secondo Joseph Stiglitz, premio Nobel per l'Economia del 2001 «Di fatto la globalizzazione economica si è sviluppata più rapidamente di quella politica. Abbiamo un sistema caotico e scoordinato di governance globale che si riduce a una serie di istituzioni e accordi che trattano determinati problemi.».

Come sostenuto da Alesina e Giavazzi (2008), «In realtà la globalizzazione finanziaria e commerciale potrebbe potenziare le culture locali, anziché eliminarle.[...] E' proprio grazie al libero scambio che un paese può specializzarsi nei settori più vicini alla propria cultura.[...] Infine, un regime di libero scambio può in un certo senso limitare il fenomeno migratorio.[...] In qualche misura, il libero commercio dei beni sostituisce lo spostamento delle persone.».

### **7.3. PIL: valido indicatore delle performance economiche?**

Il Prodotto Interno Lordo (PIL) esprime il valore totale dei beni e servizi prodotti da un Paese in un certo periodo di tempo e nella sua sommatoria comprende costi sociali e ambientali causati dalle imprese che svolgendo la loro attività cagionano danni all'ambiente.

Da ciò deduciamo che viene messa in discussione la capacità del PIL di rappresentare in maniera efficace lo stato di salute di un'economia; infatti l'indicatore di benessere economico in questione è oggetto di critiche dato che nella sommatoria dell'indice macroeconomico compaiono anche alcuni costi ambientali.

Nel caso specifico di un'impresa edile (consideriamo che nel 2008 il settore immobiliare italiano rappresentava quasi il 20 per cento del PIL nazionale) che nello svolgere la propria attività arrechi danni ambientali al territorio circostante, si dovrebbe sottrarre all'ammontare dei profitti prodotti da quest'ultima, i costi che la collettività è obbligata a sostenere per sopperire all'inquinamento.

Come sostenuto dall'economista John Kenneth Galbraith (2004) «Indubbiamente, l'incremento del PIL ha dei vantaggi, perché tale incremento comporta reddito, occupazione e abbondanza di

quei beni e servizi che migliorano la vita e i suoi normali piaceri. [...] La composizione del PIL è determinata non dai cittadini nel loro insieme, ma da coloro che producono le sue componenti. [...] La buona performance è misurata dalla produzione di beni e servizi di tipo materiale. [...] La frode, più che trascurabile, sta nel misurare il progresso sociale solo in base alla produzione decisa in gran parte dai produttori, cioè all'incremento del PIL.».

L'economista Joseph Stiglitz avalla questa tesi sostenendo che il PIL in alcuni casi è un indicatore economico inadeguato, infatti, negli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria negli Stati Uniti vi era una crescita del Prodotto Interno Lordo maggiore che negli Stati europei. Questa apparente crescita ed il benessere diffuso avevano come fattore amplificatore cardine l'alto tasso di indebitamento delle famiglie statunitensi. Secondo l'economista vi è la necessità di creare degli indici maggiormente rappresentativi del benessere e della sostenibilità in modo tale da poter compiere una valutazione mirata sulle performance economiche di uno Stato.

In un articolo apparso nel quotidiano La Repubblica, il premio Nobel Stiglitz ribadisce che «Un buon indice di misurazione per comprendere come stiamo procedendo deve prendere in considerazione anche la sostenibilità. Proprio come un'azienda ha bisogno di calcolare il deprezzamento del proprio capitale, così anche i conti della nostra nazione devono riflettere l'esaurimento delle risorse naturali e il degrado del nostro ambiente.». La Repubblica, 12 settembre 2009

Nel 1994 l'associazione "Redefining Progress" (Ridefinire il progresso) ha elaborato un nuovo indicatore il Genuine Progress Indicator (GPI), noto in Italia con la denominazione Indicatore del Progresso Autentico, il quale misura i beni ed i servizi prodotti all'interno di una Nazione distinguendo tra spese positive che comportano un aumento del benessere della collettività e spese negative che logorano il progresso di una società quali, ad esempio, i costi per inquinamento, le spese mediche ed i costi per la criminalità. Inoltre il GPI inserisce nel calcolo anche i prodotti ed i servizi che pur non comportando uno scambio monetario hanno effetto di stimolo sulla crescita sociale. Si tratta, ad esempio, del volontariato e degli eventi di beneficenza.

Di fatto questo indice misura in modo più attendibile il progresso economico penalizzando quelle imprese che nello sviluppare le loro fasi di produzione cagionano danni all'ambiente circostante.

Nel vertice delle Nazioni Unite svoltosi a Rio de Janeiro nel giugno del 2012 si è sviluppata la proposta di definire un indicatore "verde" che consideri tutti gli elementi negativi che possono

essere provocati dalla produzione di beni e servizi (ad esempio inquinamento derivante dall'emissione di anidride carbonica, eccessivo sfruttamento delle risorse naturali, ecc).

Il PIL verde, il cosiddetto Green Gross Domestic Product (nei Paesi anglosassoni il prodotto interno lordo viene denominato Gross Domestic Product) potrebbe colmare le lacune del PIL risultando più idoneo a verificare la ricchezza prodotta dai Paesi dato che alla sommatoria detrae i costi ambientali.

#### **7.4. Green New Deal**

Attualmente si presenta un problema di livello globale: la crescita economica dei Paesi in via di sviluppo ha comportato un aumento delle emissioni di ossido di carbonio, le quali provocano un forte inquinamento atmosferico. In Cina, India, Brasile e Messico nel 2004 la percentuale di queste emissioni arrivava al 24,5% sul totale del mondo (di cui il 17% riguarda solo la Cina), ma si stima che entro il 2030 questa quota raddoppierà se non verranno presi dei provvedimenti a tutela dell'ambiente. E' necessaria una forte cooperazione internazionale finalizzata allo sviluppo di piani di aiuto che consentano ai Paesi emergenti di compiere un balzo nell'era post - fossile e alla formalizzazione di accordi per uno sviluppo globalmente sostenibile che possa consentire un abbassamento dello spreco di risorse.

Verso la fine del 2008 l'UNEP (United Nation Environmental Programme) l'Agenzia delle Nazioni Unite per l'Ambiente ha proposto lo sviluppo di un Green New Deal finalizzato ad indirizzare l'economia verso investimenti in tecnologie pulite ed infrastrutture naturali.

L'intenzione è quella di riformulare il piano New Deal del Presidente Roosevelt proponendo un nuovo modello di produzione e consumo più sostenibile.

Come sostenuto da Nabuo Tanaka, direttore dell'Agenzia internazionale dell'energia, «Siamo tutti d'accordo che la crisi finanziaria vada fronteggiata in fretta e che gli investimenti per stimolare l'economia siano necessari. Ma perché non farli finalmente in modo sostenibile? Perché non cambiare subito il modo in cui si costruiscono le case, in cui si organizza il trasporto pubblico? E perché non investire nelle infrastrutture di energia pulita? Ci sono benefici per tutti, nel breve e nel lungo termine.».

Anche l'economista Paul Krugman, Nobel per l'economia nel 2008 pensa che un implementazione dello sviluppo sostenibile possa giovare all'economia, ed infatti Krugman

(2012) ritiene che «Anche la normativa ambientale potrebbe avere un ruolo positivo: annunciando dei target per gli indispensabili tagli alle emissioni di particolato e ai gas serra, con l'applicazione di regole sempre più restrittive con il passar del tempo, il Governo potrebbe incentivare le imprese a investire oggi stesso sul miglioramento dell'ambiente, contribuendo ad accelerare la ripresa.».

E' necessario un cambiamento nel modello di sviluppo economico per ridurre l'impatto che un'elevata attività produce sulle risorse naturali e sull'ambiente. Vanno attuati interventi a sostegno dell'ambiente, dell'energia rinnovabile e della tecnologia pulita.

Un inarrestabile crescita dei consumi produce effetti devastanti sull'ambiente e le conseguenze di questo stile di vita si ripercuotono nelle opportunità delle generazioni future, mentre un modello di crescita sostenibile ne salvaguarda l'integrità.

Secondo studi effettuati dal Fondo Monetario Internazionale, nel 2014 il debito pubblico degli USA salirà al 108% del PIL e quello europeo non si discosterà di molto arrivando al 96%, ciò obbligherà gli Stati a diminuire i contributi agli investimenti per produrre energia elettrica pulita, ovvero derivante da fonti rinnovabili. Questi investimenti avverranno difficilmente senza questi incentivi statali dato che si tratta di tecnologie ad alta intensità di capitale.

Come argomentato da Roberto Bosio (2010) « ora è venuto il momento che la finanza restituisca almeno una parte di quanto ha ricevuto [...] per finanziare le energie alternative, la costruzione di case passive o l'isolamento di quelle esistenti, il miglioramento dei trasporti pubblici, la costruzione di veicoli meno voraci di carburante... E d'altra parte, senza vietare i mutui sull'acquisto di case non ecologiche, si potrebbe aumentare il loro tasso di interesse per sovvenzionare i tassi "ecologici".».

## Bibliografia

- AA. VV., Mutui subprime: le parole della crisi, Il sole 24 ore, 28 agosto 2007
- Agenzia delle Entrate, L'agenzia informa. Ristrutturazioni edilizie: le agevolazioni fiscali. Aggiornamento 6 giugno 2013
- Alesina, A., Giavazzi, F., E se Greenspan avesse torto?, Corriere della Sera, 23 aprile 2001
- Alesina, A., Giavazzi, F., 2006. Goodbye Europa, Cronache di un decennio economico e politico. Rizzoli
- Alesina, A., Giavazzi, F., 2008. La crisi: Può la politica salvare il mondo? Il Saggiatore
- Amato, G., 2009. Governare l'economia globale. Nella crisi e oltre la crisi. Passigli editore
- Amin, S., 1997. Il capitalismo della globalizzazione, Asterios, Trieste
- Annichiarico, A., Cos'è la trappola della liquidità, Il sole 24 ore, 15 gennaio 2009
- Berger, S., 2006. Mondializzazione: Come fanno per competere? Cosa stanno facendo le imprese di tutto il mondo per vincere la sfida della nuova economia. Garzanti.
- Blanchard, O., 2008. The crisis: basic mechanisms and appropriate policies. Massachusetts Institute of Technology - Department of Economics - Working Paper Series
- Bosio, R., 2010. Oltre il capitalismo. Proposte per uscire dalla crisi sociale, ambientale ed economica. Editrice Missionaria Italiana
- De Gaspari, M., 2013. Bolle di mattone. La crisi italiana a partire dalla città come il mattone può distruggere un'economia. Mimesis Eterotopie
- De Gaspari, M., 2011. La bolla immobiliare. Le conseguenze economiche delle politiche speculative urbane. Mimesis Eterotopie
- Draghi, M., Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza, bancaditalia.it 21 ottobre 2008
- Florio A., Lossani M., Nardozi G., 2013. Dalla crisi finanziaria globale a nuove regole monetarie. Rubettino
- Folliero, A., Laya, C., Due crisi a confronto: la crisi del 1929 e quella del 2008, folliero.it
- Fruscio, D., 2012. Dalla crisi finanziaria alla crisi totale. Maggioli editore
- Garbraith, J. K., 2004. L'economia della truffa. I limiti dell'economia globale, la storia di una crisi annunciata. Rizzoli
- Ghenawat, P., 2007. Strategie aziendali e contesti competitivi. Carocci editore
- Giavazzi, F., Amighini, A. 2009. La crisi del 2007 - 2010. Blanchard, Macroeconomia, Il Mulino 2009
- Giavazzi, F., Facciano presto e tanto, Corriere della Sera, 11 febbraio 2009
- Kahn, R. F., 1931 The relation of Home Investment to Unemployment. Economic Journal: 173 - 193

- Keynes, J. M., 1936. Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta. UTET Torino
- Krugman, P., Caro Obama, puoi uscirne con stimoli e creatività, Il Sole 24 ore, 2 luglio 2011
- Krugman, P., 2012. Fuori da questa crisi, adesso! Garzanti
- Krugman, P., 2009. Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008. Garzanti
- Lo Conte, M., Sulla finanza l'ignoranza è globale, Il sole 24 ore, 1 luglio 2011
- Manca, L., 2008. Capire la crisi della finanza. Centro Studi Nazionale Cisl Ausili didattici per la formazione sindacale
- Manzocchi, S., Lo yuan sfida il dollaro nel grande gioco delle monete, Il sole 24 ore, 10 gennaio 2014
- Morselli, A., BCE, cosa può fare per contrastare 'la trappola della liquidità', 13 novembre 2013, economiapolitica.it
- Mucchetti, M., Fannie e Freddie, un esempio di finanza creativa, Corriere della Sera, 11 settembre 2008 p. 36
- Onado, M., 2009. I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte. Editori Laterza
- Pica, P., La finanza? Entrerà nei test PISA per la scuola, Corriere della Sera, 21 dicembre 2010
- Pozzo, A. M., L'edilizia sociale ai tempi della crisi, Techne, 04/2012
- Rapporto 2013 sulla professione di Architetto, CSAPPC-CRESME Terza indagine congiunturale sullo stato della professione in Italia, Aprile 2013
- Ruffolo, La fine della crisi e il capitalismo che verrà, La Repubblica, 4 agosto 2009
- Scajola, S., La crisi e gli effetti sull'economia reale, Approfondimento del Rapporto Industria CISL 2008
- Schumpeter, J. A., 1964, Teoria dello sviluppo economico (trad. it. 2002, Berti, Etas editore)
- Siniscalco, D., Su una lama di coltello, La Stampa, 05 ottobre 2008
- Smith, A., 1776. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (trad. it. 1975 La ricchezza delle nazioni, Newton Roma)
- Spaventa, L., Il rischio di credito: uscito dalla porta, rientrato per la finestra, lavoce.info, 29 agosto 2007
- Spaventa, L., Come si può salvare la finanza dai finanziari, La Repubblica, 11 settembre 2008, pp 1, 30
- Stiglitz, J., 2006. La globalizzazione che funziona. Giulio Einaudi editore, Torino
- Stiglitz, J., Il feticismo del prodotto interno, La Repubblica 12 settembre 2009
- Tabellini, G., Lobby e subprime. Una cattiva politica dietro la crisi del mercato, Il sole 24 ore, 28 settembre 2008
- Targetti, F., I problemi lasciati aperti dalla globalizzazione e quelli aggravati dalla crisi finanziaria: per una governance dell'economia globale. Milano, 6 febbraio 2009

Volpato, G., 2006. Economia e gestione delle imprese. Fondamenti e applicazioni Carocci editore  
Von Mises, L., 1949, Human Action: A Treatise on Economics (trad. it. L'azione umana, UTET  
Torino 1959)

## Sitografia

[geometra.info](http://geometra.info)

[www.agenziaentrate.gov.it/](http://www.agenziaentrate.gov.it/)

[www.ance.it/](http://www.ance.it/)

[www.awn.it/](http://www.awn.it/)

[www.bancaditalia.it/](http://www.bancaditalia.it/)

[www.casaclima.com/](http://www.casaclima.com/)

[www.cna.it/](http://www.cna.it/)

[www.cresme.it/](http://www.cresme.it/)

[www.corriere.it/](http://www.corriere.it/)

[www.confartigianato.it/](http://www.confartigianato.it/)

[www.confcommercio.it/](http://www.confcommercio.it/)

[www.economy2050.it/](http://www.economy2050.it/)

[www.economiapolitica.it/](http://www.economiapolitica.it/)

[www.ediliziaeterritorio.ilsole24ore.com/](http://www.ediliziaeterritorio.ilsole24ore.com/)

[www.ediltecnico.it/](http://www.ediltecnico.it/)

[www.ferdinandotargetti.it/](http://www.ferdinandotargetti.it/)

[www.folliero.it/](http://www.folliero.it/)

[www.fsforum.org/](http://www.fsforum.org/)

[www.idealista.it/](http://www.idealista.it/)

[www.ilfattoquotidiano.it/](http://www.ilfattoquotidiano.it/)

[www.ilmondo.it/economia/](http://www.ilmondo.it/economia/)

[www.ilsole24ore.com/](http://www.ilsole24ore.com/)

[www.istat.it/](http://www.istat.it/)

[www.lastampa.it/](http://www.lastampa.it/)

[www.lavoce.info/](http://www.lavoce.info/)

[www.repubblica.it/](http://www.repubblica.it/)

[www.treccani.it/](http://www.treccani.it/)