



Centro Studi Nazionale Cisl

# CAPIRE LA CRISI DELLA FINANZA

A cura di,

**Luca Manca**

**Ausili didattici per la formazione sindacale**

**10**

**Firenze, Dicembre 2008**



# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	pag. 4
<b>CAPITOLO I</b>	
<b>ALLE ORIGINI DELLA CRISI</b> .....	pag. 5
1.1    Il ruolo dei fondi sovrani.....	pag. 6
1.2    Il ruolo del sistema bancario.....	pag. 9
1.3    Gli accordi di Basilea II.....	pag. 14
1.4    La svolta: il fallimento di Lehman Brothers.....	pag. 15
<b>CAPITOLO II</b>	
<b>VERSO UN APPROCCIO EVOLUTIVO ALLA TEORIA DEI MERCATI FINANZIARI</b> .....	pag. 20
<b>CAPITOLO III</b>	
<b>LA DINAMICA DELLA CRISI</b> .....	pag. 29
3.1    La finanziarizzazione.....	pag. 34
3.2    Il sistema finanziario ombra.....	pag. 38
<b>CAPITOLO IV</b>	
<b>LEZIONI DA IMPARARE</b> .....	pag. 42
<b>ALLEGATO CES</b> .....	pag. 55
<b>APPENDICE GRAFICI</b> .....	pag. 59
<b>GLOSSARIO</b> .....	pag. 63
 <b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</b> .....	pag. 73

## INTRODUZIONE

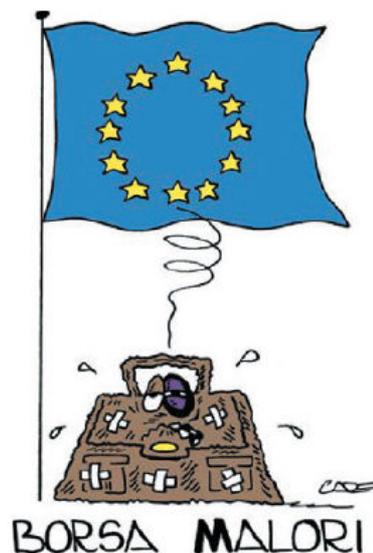
*L'attuale crisi economica nasce per cause ben identificabili ed affonda le proprie radici nell'insieme delle scelte di politica economica degli ultimi 30 anni, che hanno portato alla creazione di un sistema senza controlli e scollegato dall'economia reale.*

*Allo scopo di chiarire i principali paradigmi teorici legati alla crisi dei mercati finanziari si ritiene utile, in questa dispensa, analizzare la centralità del ruolo delle banche e le norme volte a tutelare la stabilità del sistema e la correttezza dei comportamenti degli intermediari, anche con indicazioni che consentono di interpretare le recenti e complicate vicende dei mercati finanziari.*

*Si vuole offrire una prima cornice relativa ai percorsi che hanno portato il sistema della finanza in stallo allo scopo di riflettere sulle sue strane regole di condotta. La sola regola di socializzazione delle perdite e privatizzazione dei profitti ci permette già di capire come il “meraviglioso mondo della finanza internazionale” sia fatto di valori “panglossiani”, per utilizzare un'espressione del Nobel Paul Krugman: proprio come nel famoso personaggio di Voltaire, l'investitore odierno (razionalmente miope) vede il lato positivo dell'affare e non prende in considerazioni i rischi, legati alle potenziali perdite.*

*Il dibattito in corso in questi ultimi tempi pone questioni di etica e responsabilità sociale che come Sindacato crediamo debbano stabilirsi in modo definitivo al centro di un percorso di riforma culturale negli approcci ai mercati finanziari e perciò paiono strettamente connessi ad una nuova visione della società, dell'economia e dell'uomo.*

## Capitolo I)



### Alle origini della crisi

La crisi finanziaria internazionale affonda le proprie radici nel terreno dei cambiamenti strutturali imposti dalla globalizzazione dei mercati ed in particolare di quelli finanziari.

La crescita economica del PIL mondiale, sostenuta in particolare dai paesi emergenti, si è accompagnata negli ultimi 10 anni ad un progressivo aggravarsi di inquietanti **squilibri** tra i diversi sistemi economici.

Un esempio su tutti è quello relativo al cronico squilibrio nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, il quale si è accompagnato al surplus crescente registrato nel contempo in Cina, India e in altri paesi emergenti ad alta crescita economica, tuttavia non compensandosi in modo adeguato sul mercato dei cambi tra le valute (si pensi solo al rapporto tra renminbi/dollaro con la divisa cinese in posizione di debolezza rispetto al dollaro).

Se ancora nel 2007 il PIL reale mondiale è cresciuto del +5% questo è in gran parte riconducibile alla crescita dell'economia cinese.

Per molti di questi paesi la crescita economica è stata trainata dalle esportazioni generando, come si è detto, degli straordinari surplus di bilancia commerciale e accumuli di riserve di valuta estera in gran parte destinati all'estero.

Si pensi che nell'agosto di quest'anno il 46% circa dei Titoli del Tesoro USA detenuti da stranieri erano nelle mani di **Fondi Sovrani** dei paesi emergenti: un controvalore di 541 mld di \$ nel caso della Cina.

### ***1.1 – Il ruolo dei fondi sovrani***

*I fondi sovrani sono fondi di investimento controllati direttamente dai governi di alcuni paesi, che vengono utilizzati per investire in strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, immobili) i surplus fiscali o le riserve di valuta estera.*

*Essi sono nati soprattutto nei paesi forti esportatori di petrolio; l'accresciuta importanza dei fondi sovrani (in particolare quelli asiatici e mediorientali) ha destato in quest'ultimo periodo forti preoccupazioni sia in Europa che negli USA per le possibili interferenze **geopolitiche** da parte di governi stranieri (per giunta non democratici) sulla gestione della politica industriale interna. Questi fondi gestiscono attivi considerevoli, la cui somma totale è difficile da valutare, anche perché ciascun Governo pone una certa riservatezza sull'argomento. Esiste solo una stima del F.M.I. secondo cui il valore dei loro attivi oscilla tra i 1.900 e 2.800 miliardi di dollari, mentre per l'UNCTAD, gli attivi sarebbero di circa 5.000 miliardi di dollari. La Cina, legittimata dal suo recente ingresso nel WTO (del 2001) alla penetrazione dei mercati, ha enormi liquidità grazie al sistema di cambi che mantiene intenzionalmente bassi. Forte di questa rendita, la Cina (per la verità non solo lei) sta sublimando la posizione di creditore rispetto agli Stati*

*Uniti, da un lato, e dall'altro sta progressivamente invadendo i mercati finanziari occidentali, con un modello di imperialismo finora sconosciuto. L'aspetto più preoccupante su cui credo valga la pena di riflettere credo sia quello relativo alla natura **pubblica** dell'investitore istituzionale in questione. Di un investitore privato sappiamo già quale sia la logica che intenda perseguire nelle sue decisioni di allocazione degli investimenti (la logica del profitto) e conseguentemente potremmo ben anticipare le sue mosse, coordinando un'Authority di vigilanza su scala internazionale; al contrario lo stesso non credo si possa dire nel caso in cui il soggetto investitore sia un apparato pubblico (Governo): nessuno può garantire che il profitto sia la sua sola priorità, soprattutto nel caso cinese in cui lo Stato non pare bisognoso di ulteriori dividendi provenienti dall'estero. La linea per cui i «fondi sovrani» sarebbero investitori come tutti gli altri, sarebbe insomma una terribile mancanza di visione a medio-lungo termine. La stessa Commissione Europea, conscia del problema, ha chiesto ai governi nazionali di fissare i settori "strategici" per la sicurezza nazionale nei quali introdurre restrizioni agli investimenti da parte dei fondi sovrani. In questa direzione, seppur azzardatamente, si colloca la decisione del Governo francese circa la creazione di un Fondo strategico per gli investimenti pubblici, una sorta di fondo sovrano, destinato a sostenere le imprese strategiche durante la crisi, con un'iniziale dotazione di 20 miliardi di €. Il fondo pubblico dovrebbe aiutare le imprese in difficoltà, e beneficerà delle risorse della Cassa dei depositi, del Tesoro francese, che gestirà il fondo, ma anche di contributi pubblici o privati.*

*L'iniziativa francese, pur avendo un campo d'azione limitato potrebbe essere una proposta ragionevole: sarebbe auspicabile, in particolare in questa fase di difficoltà, che ogni Stato membro dell'Unione Europea decidesse di mettere da parte dei fondi straordinari per la propria economia, a seconda delle diverse strutture ed esigenze.*

La crescita delle economie emergenti, come portato della globalizzazione economica dei mercati, ha sì permesso notevoli guadagni di efficienza alle imprese dei paesi maggiormente industrializzati, ma ciò è avvenuto a spese di una forte caduta nella quota distributiva del reddito relativa al fattore lavoro come dimostrano i dati relativi al periodo compreso tra il 1992 e il 2005. (vedi Fig. 2)

Nel medio periodo sarebbe necessario riuscire a invertire la rotta garantendo maggior stabilità delle quote distributive del lavoro e del capitale.

Questo aspetto oltre a costituire la famosa “regola aurea” di una sana politica dei redditi, rappresenterebbe l’elemento fondamentale della crescita economica di un paese (oltre alla tenuta dei consumi delle famiglie) dato che una certa tensione salariale assicura un importante stimolo all’innovazione, all’ammodernamento delle imprese e alla crescita della produttività, che in una fase di prolungata moderazione salariale viene invece meno.

Con l’avvento dell’ideologia neoliberista, i vincoli e i controlli del regolatore pubblico sono divenuti il fondamentale nemico da combattere. Si è così andato lentamente compiendo una sorta di rovesciamento del **rapporto tra Stato e mercato**<sup>1</sup> che ha mandato in soffitta 40 anni di esperienza di neokeynesismo per essere sostituito dalle dottrine monetariste del *Washington Consensus*. Affinché il mercato concorrenziale esprima al meglio le proprie virtù occorrono regole e controlli attenti e non distorsivi che solo lo Stato, nella sua funzione di garante dell’interesse pubblico, è in grado di offrire.

In Italia, le cause di difficoltà sono di ordine strutturale e risalgono perlomeno agli ultimi 20 anni della nostra storia economica: come dimenticarsi del peso del debito e del deficit nei conti pubblici (vedi **Fig. 3**) ereditati dalla

---

<sup>1</sup> L. Einaudi, 1931, *Dei diversi significati del concetto di liberismo economico e dei suoi rapporti con quello del liberalismo*, in B. Croce, L. Einaudi, *Liberismo e liberalismo*, Ricciardi, Milano-Napoli, 1988.

scellerate politiche anni '80, cui sommare la mancata crescita della produttività degli anni '90, e il venir meno del ruolo delle imprese pubbliche nell'area strategica degli investimenti in tecnologia e innovazione.

Alle varie fasi del processo di privatizzazione e di ridimensionamento del ruolo dello Stato si è accompagnata in Italia una lunga stagione di “cattivi padroni” e finanziari, più impegnati a realizzare plusvalenze che ad innovare e riorganizzare le proprie imprese e i luoghi di lavoro.

### ***1.2- Il ruolo del sistema bancario***

La crisi sui mercati finanziari dell'Agosto 2007 aggravatasi nel Settembre di quest'anno si è ripercossa in modo grave su alcune tra le più importanti istituzioni finanziarie statunitensi ed europee.

Una crisi che potremmo definire come di generale sfiducia tra gli stessi istituti di credito, che ha investito dapprima un singolo comparto per poi scaricarsi sui mercati finanziari internazionali generando un'estrema rarefazione delle contrattazioni, e comportando una drammatica caduta delle quotazioni.

Ciò ha determinato gravi difficoltà di finanziamento per gli intermediari relativamente più dipendenti dai mercati monetari nella raccolta fondi come ad esempio le piccole imprese. Si pensi solo, a titolo di esempio, al circuito telematico interbancario **e-Mid** il quale ha visto contrarre drasticamente i propri scambi in valore

passando dai circa 26 mld giornalieri ai soli 10 mld dopo la crisi e il fallimento di *Lehman Brothers*.

Le Autorità centrali statunitensi ed europee dopo aver permesso il fallimento di *Lehman* sono intervenute con operazioni di salvataggio al fine di prevenire l'insolvenza di ulteriori rilevanti istituzioni finanziarie, che avrebbero prodotto effetti sistemici altrimenti insostenibili.

Le cause scatenanti l'attuale crisi sono legate allo scoppio della bolla immobiliare sui mercati americani. I mutui subprime erano quei particolari mutui concessi, in USA, a coloro che non erano in grado di fornire adeguate garanzie reali; a questa particolare tipologia di clientela è stato concesso di contrarre un mutuo portando in garanzia la stessa casa che stavano per acquistare; fin tanto che i valori sul mercato immobiliare hanno tenuto, in presenza di un regime di bassi tassi d'interesse, era sempre possibile per costoro accedere con facilità ad una rinegoziazione dei termini del mutuo. Il settore immobiliare negli Usa, crescendo, faceva aumentare di valore anche le garanzie, permettendo alle stesse persone di contrarre nuovi debiti.

Nel momento in cui il mercato ha subito una flessione, legata allo scoppio della bolla speculativa, molti clienti subprime non hanno più potuto accedere al credito con facilità, il che li ha portati a non potere più sostenere le rate di acquisto delle proprie case.

Un elevato numero di fallimenti ha trasferito le difficoltà dal settore immobiliare a quello finanziario, e in

particolare alle banche che non incassando più le rate dei mutui si trovavano in condizioni d'illiquidità.

I mutui sono prestiti di lunghissima durata, che possono tenere bloccate le risorse finanziarie presenti nel Bilancio delle Banche per diverso tempo.

Per diminuire il rischio di credito, liberare liquidità e potere fare nuovi prestiti, la moderna ingegneria finanziaria ha messo a punto strumenti ad hoc. Una banca (specializzata nel fare i mutui) può chiedere un prestito a una seconda banca, dando in garanzia gli stessi mutui, e ripagando negli anni il prestito con le rate incassate.

In questo modo la prima banca ottiene la liquidità che desiderava per fare nuove operazioni, mentre la seconda guadagna (in commissioni) sul prestito realizzato. In pratica i mutui vengono "impacchettati" con altri debiti. Questi “pacchetti” sono stati spezzettati in blocchi di diverso rischio, e nuovamente impacchettati in altri prodotti finanziari, e in particolare in obbligazioni strutturate denominate CDO.

Le obbligazioni sono dei titoli di credito, che impegnano l'emittente a restituire un certo montante di debito, con determinati interessi, a chi compra l'obbligazione.

Le obbligazioni strutturate sono invece quelle che contengono al loro interno delle opzioni.

Le CDO sono obbligazioni strutturate create assemblando diversi pezzi di mutui. In gergo finanziario,

si definisce “collaterale” un valore o titolo posto a garanzia di un prestito. Nel caso delle CDO, la garanzia sulle obbligazioni era costituita dalle rate dei mutui.

I mutui sono considerati investimenti con un alto profilo di rischiosità. Per funzionare, il meccanismo della finanza strutturata era necessario l'intervento di una terza parte, che garantisse il credito, intervenendo nel caso in cui vi fossero stati problemi con il mutuo.

Questa terza parte era di solito una compagnia assicurativa o un'impresa finanziaria specializzata nel garantire i mutui come, ad esempio, Lehman Brothers, AIG o Fannie Mae e Freddie Mac.

La situazione di stallo nel comparto subprime, è degenerata con il rialzo dei tassi di interesse deciso dalla FED che ha provocato il successivo rallentamento dell'economia americana. L'accresciuto onere per il servizio del debito delle famiglie e l'inversione dell'andamento dei valori immobiliari (ricchezza finanziaria) hanno portato all'aumento delle insolvenze, in particolare nel settore dei mutui.

A partire dalla primavera del 2007, le quotazioni dei prodotti strutturati legati al mercato dei mutui subprime statunitensi hanno subito una rapida discesa e il loro mercato si è completamente prosciugato.

Ciò ha generato difficoltà di finanziamento crescenti per le società emittenti (SIV e *conduits*) i prodotti strutturati inevitabile riassorbimento nel sistema bancario, delle banche stesse.

Si è reso evidente che il trasferimento di rischi al di fuori delle istituzioni bancarie era illusorio.

In molti casi le banche internazionali, avendo ex-ante garantito a altri intermediari la copertura integrale dai rischi di liquidità, sono state colpite più duramente proprio nella fase in cui i mercati hanno smesso di funzionare.

Esse sono divenute riluttanti a concedere ulteriori linee di prestiti all'esterno e hanno iniziato ad accumulare liquidità (in eccesso), che hanno preferito versare presso la BCE piuttosto che ad altri istituti di credito.

Le banche che depositano un eccesso di liquidità presso la BCE percepiscono un rendimento nettamente inferiore a quello che potrebbero ricavare sull'interbancario (a 3 o 6 mesi)<sup>2</sup>.

Questa carenza di offerta di liquidità concorre a mantenere alti i tassi Euribor, rendendo concreto il rischio di *credit crunch* per le imprese: paradossalmente sono così rientrati nelle casse della BCE gran parte di quei fondi che essa stessa aveva immesso sul mercato tramite le operazioni di rifinanziamento.

---

<sup>2</sup> Cruciale indicatore delle tendenze dei mercati interbancari in Usa e nell'area euro è il differenziale tra il tasso applicato sulle operazioni non garantite (l'Euribor per l'Eurozona e il Libor per gli Stati Uniti) e quello sulle operazioni garantite da titoli, cioè sui finanziamenti pronti contro termine.

Osservando la **Fig. 7** si vede come fino alla fine dello scorso luglio lo spread, che misura il **premio per il rischio** richiesto nel comparto, si sia attestato intorno ai 13 punti base nell'area euro e ai 20 punti base negli Usa. In seguito alla crisi dei subprime esso ha toccato i 120 punti base negli Usa (intorno alla metà di agosto) e gli 80 punti base nell'Eurozona (nei primi giorni di ottobre).

Ancora una volta, in questa crisi, si è dimostrato valido l’assunto per cui scelte razionali per ogni singolo istituto di credito in condizioni di panico si dimostrano inefficienti a livello sistemico e finiscono per aumentare l’esposizione del sistema a shock prociclici o di carenza di liquidità.

### ***1.3- Gli accordi di Basilea II***

Nei termini di quanto detto finora si inserisce senz’altro il passaggio ai criteri contabili di bilancio di Basilea II per le banche. I nuovi sistemi basati sul *fair value* hanno amplificato la prociclicità stessa del sistema economico e finanziario: in una fase di calo dei prezzi dei diversi strumenti finanziari, i nuovi principi adottati hanno spinto gli operatori ad intensificare le vendite, al fine di evitare la contabilizzazione (in ossequio al *fair value*) di perdite ulteriori.

Come per ogni altra impresa, il capitale sociale rappresenta per una banca una misura del patrimonio netto, ossia della differenza fra le attività e le passività.

Il Capitale sociale è in prima approssimazione una misura della sua **solvibilità**: maggiore è il patrimonio, minore è il rischio che essa si trovi in condizioni di insolvenza.

Esistono in realtà diverse definizioni possibili di capitale per una banca, ma quella più diffusa si basa sul concetto di **patrimonio di vigilanza**, l’aggregato patrimoniale sul quale si fondano i requisiti minimi di capitale noti come Basilea II.

Oggi, ogni banca è tenuta a rispettare un **rapporto minimo** fra il patrimonio di vigilanza e le attività, ognuna ponderata per un coefficiente di rischio, pari all'8%. La principale novità introdotta con Basilea II consiste nell'utilizzo dei **rating** (esterni se provenienti da agenzie internazionali quali *Moody's*, *Standard & Poors* e *Fitch*, o interni se assegnati direttamente dalle banche) come base per il calcolo del requisito patrimoniale.

Ciò significa che una **variazione** del rating delle imprese cui una banca ha concesso credito determina una variazione del requisito patrimoniale della banca.

La novità di Basilea II è che la **prociclicità** non nasce solo dall'andamento delle naturali insolvenze delle imprese affidatarie, ma anche dalle variazioni dei *rating* assegnati ai debitori; ne consegue un andamento più accentuato, legato alla frequenza delle insolvenze e a quella dei cambiamenti di *rating*.

Se i requisiti patrimoniali richiesti dipendono dai rating, un'eventuale **recessione**, portando con sé tassi di insolvenza più elevati e peggioramenti dei *rating* molto più frequenti, conduce a un aumento del capitale minimo richiesto alle banche.

Essendo più difficile raccogliere nuovo patrimonio in una recessione, per mantenere le proporzioni tra capitale e attività a rischio le banche finiscono per **concedere meno credito** all'economia.

Ciò espone il mondo delle imprese a ulteriori tensioni finanziarie, accentuando un fenomeno di recessione che, come è noto, si stima sia già parzialmente in atto.

Analogamente, in presenza di una forte crescita economica, associata a un generale miglioramento del **merito creditizio** delle controparti (*upgrading*), i coefficienti patrimoniali attuali naturalmente tenderebbero ad allentarsi, consentendo un aumento (perverso perché oltre misura) nell’offerta di credito all’economia.

I maggiori problemi legati alla crisi sui mercati finanziari hanno finora riguardato le principali banche d’affari americane: oltre la metà delle perdite complessive sono state subite dai grandi intermediari internazionali, o direttamente o indirettamente tramite partecipazioni.

Le banche si sono insomma dimostrate le più regolate ed allo stesso tempo le più vulnerabili alla volatilità delle quotazioni dei *toxic assets* su cui avevano investito.

Allo stato attuale è solo introducendo adeguati requisiti di capitale **anticiclici** (ossia che aumentino la capitalizzazione al diminuire dei premi per il rischio) che si può porre un freno all’indebita accumulazione di rischio in pancia alle banche.

### ***1.4- La svolta: il fallimento Lehman Brothers***

La situazione d'**incaglio finanziario** per le banche si è notevolmente aggravata con la crisi e il successivo fallimento del gruppo americano Lehman nel settembre del 2008. Con il fallimento di *Lehman Bros* gli operatori si sono realmente resi conto che era possibile far fallire un grande gruppo con ramificazioni a livello internazionale e si è capito che la trasmissione all'economia reale non avrebbe tardato ad innescarsi.

#### ***Nota su Lehman Bros***

*Il fallimento di Lehman Brothers ha aggravato la crisi perché ha istillato nel mercato il dubbio e poi il panico. Il dubbio che la qualità degli asset fosse davvero inferiore a quella effettiva e la paura di una crisi di carattere sistemico come in effetti si è venuta a creare. Con il senno di poi, far fallire Lehman è stato un errore tragico che l'intero sistema finanziario sta pagando: per voler dare un esempio si è compromessa la stabilità mondiale. E' evidente che il mondo dopo la metà di settembre è cambiato e l'evento che l'ha fatto cambiare è stato proprio il fallimento di Lehman Brothers.*

Alla crescente sfiducia degli operatori si è accompagnata la tendenza delle banche ad accumulare e depositare presso le banche centrali ingenti volumi di liquidità, anche per poter far fronte a eventuali ed improvvise necessità future.

Tutto ciò ha impedito il normale funzionamento del mercato interbancario; si sono innalzati tassi di interesse e spreads rispetto ai titoli dello stato; le contrattazioni si sono rarefatte sulle scadenze medio - lunghe fino a concentrare pressoché tutta l'attività sul segmento dell'*overnight*.

Le banche centrali hanno sopperito al blocco dei mercati con iniezioni di liquidità senza precedenti nell'ammontare e nelle modalità di erogazione; l'8 ottobre, ad esempio, la Banca centrale europea (BCE), la FED statunitense, la Banca d'Inghilterra, la Banca del Canada, la Banca di Svezia e la Banca Nazionale Svizzera, con l'appoggio della Banca del Giappone, hanno effettuato una riduzione **concertata** dei tassi d'interesse, di 0,50 punti base: un evento mai accaduto prima!!

Gli scambi sul mercato interbancario continuavano a essere caratterizzati da un livello di spread ingiustificabile. Le banche non fidandosi più delle garanzie loro concesse, non prestano più. I prestiti interbancari, che sono alla base della circolazione dei capitali nell'intero sistema finanziario, sono andati progressivamente congelandosi, perché le banche temevano di ricevere titoli “avariati” come garanzia e perché nessuno poteva sapere fino in fondo se l'istituto a cui si sarebbe prestato denaro fosse stato sano oppure no. Le banche sono solite realizzare dei prestiti chiamati Overnight (di 12 o al massimo 24 ore) tra loro, per pareggiare le posizioni in positivo o negativo alla fine di ogni giornata. Allo scoppio della crisi l'enorme richiesta, unita al crollo della fiducia, ha fatto schizzare il loro tasso di interesse.

Questo significa maggiore costo del denaro e una pesante stretta creditizia.

L'Euribor rimanendo su livelli troppo elevati rispetto al tasso di rifinanziamento presso la BCE segnalava questo cattivo funzionamento del mercato interbancario; un mercato interbancario che non gira crea ripetute carenze di liquidità in un sottoinsieme non trascurabile di banche e eccedenze in altre.

Eccedenze di liquidità che, per timore di *default* della controparte, vengono depositate presso la BCE anziché essere scambiate con chi ha deficienze.

Di qui nasce insomma l'elevato **spread dell'Euribor** rispetto al tasso di rifinanziamento deciso dalla BCE e la necessità di ripetuti e crescenti rifinanziamenti presso la banca centrale, con il conseguente emergere, per gruppi significativi di banche, di carenza di titoli collaterali.

È stato necessario curare le aspettative negative degli istituti di credito riguardo l'affidabilità delle controparti, in particolare circa la loro:

- effettiva solidità patrimoniale;
- esposizione in attività strutturate;
- gli effetti patrimoniali delle esposizioni nei mercati dell'Est europeo e nei paesi in via di sviluppo.

La questione dello spread tra l'Euribor e il tasso di riferimento stabilito dalla BCE non è solo una questione prettamente tecnica, ma ha ricadute ed effetti concreti sul potere d'acquisto dei redditi dei cittadini e delle famiglie.

Come ha ricordato il Governatore Mario Draghi, l'ampia diffusione dei mutui a tasso variabile negli ultimi anni “ha comportato un aumento dell'incidenza della rata sul reddito disponibile, che, alla metà di quest'anno, superava il 20%”.

Le famiglie con reddito medio basso, oggi “sopportano una rata stimabile in quasi il 40% del reddito disponibile”. Quindi, si può dire che se la rata mensile del mutuo è cresciuta di 200/250 Euro nel corso degli ultimi anni, lo si deve anche se non soprattutto alla dinamica del parametro Euribor, a cui i mutui (a tasso variabile) sono agganciati.

Oggi il mercato interbancario ancora non funziona; il tasso Euribor è fuori linea e a pagarne il prezzo sono i cittadini che hanno contratto mutui ipotecari indicizzati proprio al tasso Euribor. Non è giusto ovviamente che a pagare il prezzo della sfiducia e della paura fra le banche siano proprio loro: una soluzione di buon senso prospettata da autorevoli economisti, quali Lorenzo Bini Smaghi, è quella di ancorare i mutui ipotecari di nuova emissione al tasso di riferimento BCE<sup>3</sup>.

Risolve il problema della **fiducia** sul mercato interno significa in sostanza uscire dalla crisi. L'interbancario è infatti un mercato in cui i prestiti non sono garantiti da

---

<sup>3</sup> In linea di principio, il passaggio dall'Euribor al tasso BCE appare una soluzione praticabile: tuttavia questa decisione potrebbe avere ripercussioni spiacevoli. Per concedere prestiti, le banche fanno approvvigionamenti sul mercato interbancario, e quindi pagano il denaro ad un prezzo più alto rispetto al tasso BCE. Se i mutui fossero agganciati al tasso di sconto, le banche dovrebbero prestare denaro ad un tasso più basso rispetto a quello sostenuto per procurarsi la liquidità necessaria. Allo stato attuale, senza una riforma di sistema, questo, con ogni probabilità, porterebbe gli istituti di credito ad aumentare gli spread per mantenere inalterati i margini previsti, compromettendo in tutto o in parte i benefici derivanti dal passaggio Euribor - BCE.

collaterali. Come insegna la teoria economica<sup>4</sup> il mercato dei depositi bancari è soggetto a due equilibri: uno “buono” e uno “cattivo”.

In quello **buono**, ogni depositante si aspetta che gli altri non ritirino i loro depositi, se non per le loro effettive necessità. In quello **cattivo**, ciascuno si aspetta che tutti gli altri ritirino i depositi, in preda ad una crisi di fiducia: in questo caso è razionale correre a **ritirare i soldi** dalla banca prima degli altri, e la crisi di fiducia diventa una profezia che si “auto-realizza”.

Il mercato interbancario funziona più o meno ugualmente: se ogni banca si aspetta che le altre siano disponibili a prestare soldi tutto procede per il verso giusto, sennò, in caso contrario, ci si tiene ben strette le **riserve liquide** e non le si presta a nessuno facendo grippare il motore del sistema.

Affinché riprenda a funzionare correttamente è essenziale capovolgere le aspettative degli operatori per far prevalere l’equilibrio buono.

La garanzia statale sui depositi interbancari, in deroga a quanto stabilito dalla Dir. 94/19/CE del 30 maggio 1994 (art. 2), potrebbe in questo senso contribuire a ripristinare il nesso di **fiducia** delle banche sul mercato, consentendo a questo di rimettersi in moto sulle proprie gambe.

Se la soluzione funzionasse davvero, la garanzia potrebbe paradossalmente non costare nulla: infatti se

---

<sup>4</sup> Diamond D. e Dybvig P. (1983): “Bank runs, deposit insurance, and liquidity”, *Journal of Political Economy*, vol 91, pp 401-419.

grazie alla garanzia nessuna banca incorre in una crisi di liquidità, nessun intervento dell'assicurazione si potrà rendere necessario.

Con la crisi finanziaria internazionale e la grave recessione in arrivo, almeno per i prossimi 2 anni, la politica economica e la regolazione dei mercati si troverà ad assumere nuovamente un ruolo essenziale nel governo dell'economia mondiale.

## - Capitolo 2 -



### Verso un approccio evolutivo alla teoria economica dei mercati finanziari<sup>5</sup>

I contributi alla moderna teoria dei mercati finanziari si possono dividere in 2 gruppi distinti.

Da un lato vi sono modelli di natura essenzialmente **normativa**, genericamente identificati come modelli di gestione del portafoglio, che descrivono, date le preferenze del potenziale investitore, l’allocazione ottima del capitale disponibile.

Modelli di questo tipo vanno dal semplice “Capital Asset Pricing Model” (**CAPM**), poi esteso con varie generalizzazioni, ai modelli “Value at Risk” (**VaR**) e alla teoria della prezzatura delle opzioni.

In questi modelli la dinamica dei prezzi dei titoli scambiati, o dei titoli sottostanti ai titoli scambiati, è sempre assunta esogena e cioè fuori dal modello. La soluzione di tali modelli assume quindi che gli investitori agiscano come “*price takers*” e non influenzino, con le loro preferenze, o con le loro

---

<sup>5</sup> Il contributo presente in questo Capitolo è ripreso da “L’approccio evolutivo all’economia finanziaria” del Prof. Giulio Bottazzi della Scuola Superiore Sant’Anna di Pisa.

strategie di investimento, la dinamica dei prezzi dei titoli che vendono e comprano.

Separata, e a volte contrapposta, a questi contributi di ingegneria finanziaria, si è fortemente sviluppata, negli ultimi decenni, un filone di analisi più vicino alla tradizione teorica della moderna economia. A differenza dei contributi normativi, in genere questi modelli assumono che i prezzi dei titoli e le quantità scambiate siano definiti **endogenamente** e dipendano dalle strategie di scambio degli investitori stessi.

L’idea di questi modelli è di analizzare il comportamento degli agenti economici, e dei mercati da essi composti, all’interno di economie speculative di puro scambio.

In questo senso, tali modelli possono considerarsi, rispetto al problema generale della microeconomia, come una semplificazione in cui si assume che i beni non abbiano una desiderabilità intrinseca, ma che il loro valore (o utilità) presente dipenda esclusivamente dal valore, e quindi dal loro prezzo, in futuro.

Allo stesso tempo, però, la natura speculativa dei beni in oggetto implica che le strategie degli agenti economici che vi operano dipendano non solo dalle preferenze individuali, ma anche dalle aspettative sul futuro andamento del mercato.

Questo genera un complicato meccanismo di “*feed-back*” in cui le aspettative presenti, tramite la determinazione endogena di prezzi e quantità,

influenzano loro stesse la dinamica del mercato e le aspettative future.

Benché questo genere di indagini risulti di ovvio interesse, lo sviluppo di modelli del genere è piuttosto recente. La ragione di questa sorta di “ritardo dottrinale” è dovuto al permanere, tra gli economisti, della convinzione che la semplicista spiegazione del funzionamento dei mercati (basata sull’ipotesi di mercati efficienti) fosse sufficiente a dar conto della loro dinamica e del loro ruolo all’interno dei sistemi economici.

A grandi linee la tradizionale idea dell’efficienza dei mercati speculativi si basa su 3 assunti:

- I. primo che la partecipazione ai mercati sia simmetrica e l’informazione comune e disponibile a tutti gli investitori;
- II. secondo, che qualcuno a partire da questa informazione sia in grado di anticipare efficientemente (anche se non perfettamente) la dinamica futura del valore dei titoli e quindi il loro “corretto” prezzo presente;
- III. terzo, che questo agente razionale, date le sue predizioni efficienti sul valore futuro, possa “arbitrare” a proprio vantaggio e alla fine di eliminare ogni agente meno razionale dal mercato. Se ciò accade, i prezzi realizzati sul mercato automaticamente ed efficientemente rifletteranno

tutta l’informazione disponibile sul futuro valore dei titoli.

Per lungo tempo, dunque, la dottrina economica sui mercati finanziari si è dedicata ad investigare il grado di efficienza dei mercati, **misurando ex-post se il prezzo dei titoli** determinato ex-ante **riflettesse** davvero il reale **valore futuro**, imputando eventuali distorsioni alla presenza di asimmetria informativa. Un approccio empirico, che è sicuramente servito come stimolo, ma che ha costantemente ignorato le contraddizioni teoriche dell’ipotesi di mercati efficienti nonché le numerose controprove empiriche.

Anche sotto l’ipotesi di aspettative razionali non sembra possibile far coesistere l’idea di un agente rappresentativo razionale con quella di condizioni di non-arbitraggio tra titoli.

A questa prima contraddizione teorica si aggiunga poi l’esistenza di un forte grado di eterogeneità tra le aspettative degli investitori cui si aggiunge una generale incapacità da parte dei soggetti di traslare l’informazione a disposizione in consistenti strategie di scambio.

Partendo da queste due critiche, e cercando di introdurre aspetti tipici dei modelli microeconomici, a partire dagli anni ’70-’80 si è andata sviluppando una ricca letteratura.

I contributi a questo ampio filone di indagine si possono dividere in 3 gruppi.

Il **I° gruppo**, è quello della Finanza Comportamentale o “*Behavioural Finance*” (BF). Questi contributi prendono spunto dai numerosi risultati sperimentali sui limiti imposti alla implementazione di strategie perfettamente razionali dalla stessa natura del comportamento umano.

A partire da queste osservazioni sperimentali, si analizza la dinamica dei mercati quando vi operino agenti dotati di diverse regole comportamentali, più o meno razionali, e si comparano i gradi di efficienza delle diverse strategie.

Il **II° gruppo**, di più recente sviluppo, può essere individuato nei modelli ad agenti eterogenei, “*Heterogeneous Agents Model*” o “*Agent-Based Model*” (HAM). Questi modelli partono dal confronto di vari livelli e categorie di razionalità degli agenti per concentrarsi sull’effetto aggregato della presenza di diverse strutture di preferenze e di diverse aspettative.

Infine, il corpo di contributi più recente è quello identificabile con la Finanza Evolutiva o “*Evolutionary Finance*” (EF).

Questi modelli spostano verso lo studio dei meccanismi di selezione del mercato: l’analisi qui è intesa a determinare **quale sia il risultato visibile e di lungo periodo della “mano invisibile” che genera l’equilibrio istantaneo tra domanda ed offerta.**

Questi contributi partono dalla critica al presupposto sottostante alla teoria del mercato efficiente, cioè che la naturale dinamica che guida il mercato sia quella del

prevalere di strategie più razionali su strategie meno razionali e che questo abbia la capacità di selezionare autonomamente strategie in qualche modo ottime.

Quest’ultimo gruppo di contributi tende a distinguersi dai primi due sia rispetto all’oggetto di studio che agli strumenti analitici utilizzati. La finanza “evolutiva” infatti si concentra su questioni più squisitamente teoriche, come l’esistenza di equilibri multipli di lungo periodo e la capacità del mercato di selezionare quei comportamenti che garantiscono una più ampia crescita.

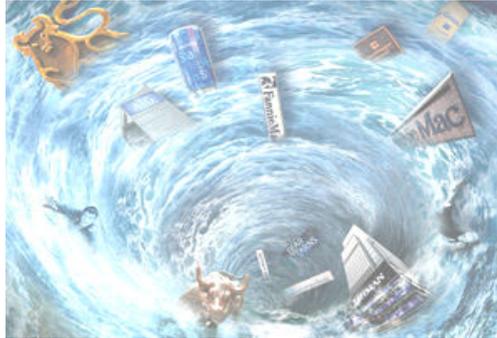
I risultati empirici ottenuti nei modelli di quest’ultima generazione sembrano escludere insomma l’esistenza di una qualsivoglia strategia razionale che garantisca, a colui che la implementi, di dominare il mercato; i mercati finanziari sembrano non voler selezionare le strategie ottime dal punto di vista del benessere sociale e dunque qualsiasi sistema di strategie risulta in se potenzialmente instabile cioè non è in grado di eliminare le opportunità di arbitraggio speculativo comunque esistenti.

Si conferma in definitiva l’ipotesi dell’instabilità finanziaria **endogena** dei processi accumulazione del capitalismo odierno proposta dall’economista americano Hyman Minsky<sup>6</sup> nel 1975.

---

<sup>6</sup> Secondo Minsky il collasso nel credito (*credit crunch*) si autoalimenta e causa il collasso nella domanda aggregata portando ad un’amplificazione degli effetti recessivi sul sistema economico globale.

## – Capitolo III –



### La dinamica della crisi

È lecito domandarsi come la turbolenza finanziaria si sia resa protagonista sui mercati trasmettendosi in breve tempo sul sistema economico mondiale.

L'incremento dei tassi d'interesse americani e la forte diminuzione del prezzo delle case USA da un lato ha fatto aumentare le insolvenze dei cittadini più deboli, soggetti a pignoramenti proprio a causa delle rate crescenti sui mutui.

Le insolvenze nel segmento subprime si sono diffuse ad altri comparti relativamente rischiosi dei mutui, per il fenomeno delle cartolarizzazioni.

Con la successiva caduta dei prezzi dei titoli finanziari strutturati aventi come collaterale mutui (o, nel caso ancor peggiore, prodotti finanziari **derivati**) collegati ai subprime, la bomba si è definitivamente innescata.

### ***I derivati –***

*Sono titoli finanziari il cui valore è basato su quello di un qualsiasi altro titolo o bene sottostante. Ad esempio i future sono titoli con i quali il compratore e il venditore del derivato si impegnano a scambiarsi una data quantità di un prodotto a un prezzo e a una data futura prefissati. Comprando un future a 6 mesi sul cotone, mi impegno con la controparte ad acquistare, tra sei mesi, questo cotone a un prezzo deciso al momento della sottoscrizione del contratto, mettiamo 100.*

*Se alla scadenza dei 6 mesi il prezzo del cotone sui mercati è 110, il future mi permette di comprarlo comunque a 100, realizzando un profitto. Se il cotone è invece quotato sotto i 100, sarò costretto ad acquistare a un costo superiore al prezzo di mercato, subendo una perdita.*

I rating sui derivati sono stati riveduti al ribasso dalle principali Agenzie internazionali; gli investitori con un indebitamento elevato hanno fronteggiato crescenti richieste di copertura e la crisi di fiducia si è estesa a tutto il comparto della finanza strutturata.

In una situazione di questo genere, come ho accennato nel primo capitolo, le società veicolo *off balance* hanno trovato enormi difficoltà a rifinanziarsi, perciò le banche, erogando liquidità alle SIV, ne hanno impedito il collasso.

La perdita di fiducia nei rating ha reso evidente la forte complessità dei prodotti strutturati, che allora rappresentavano quote considerevoli dei portafogli di molti investitori bancari e non bancari.

Il rating, nasce come strumento informativo di valutazione del rischio complessivo d'impresa, ed è poi diventato la metodologia in grado di indicare la probabilità di default di un soggetto in un certo periodo

di tempo. Tuttavia, se è piuttosto agevole determinare il rischio di credito di un portafoglio titoli, ben più difficile risulterà determinare il **rischio di liquidità** sottostante.

In effetti, talvolta indipendentemente dalla qualità del credito sottostante, un titolo che viene scambiato sui mercati, un domani, potrà perdere quotazioni anche solo perchè non verrà più “apprezzato dal mercato”.

In teoria, esulando dal conflitto d’interessi epidemico<sup>7</sup> (e in taluni casi evidente, vedi *Moody’s*) tra società di rating e investitori, il solo fatto di attribuire un rating a strumenti finanziari complessi sulla base di stime statistico-econometriche a valere nel medio-lungo periodo può portare a compiere degli errori.

Il mark-to-market cioè la formazione del prezzo da parte dei mercati sul principio del fair-value si è rivelata un fallimento.

Infine, esiste un problema che in economia è definito relativamente all’**incompatibilità degli incentivi**: in questa particolare transazione colui che emette il titolo (e paga per ottenere un buon rating) e la stessa Agenzia di rating (che può essere incline a ricompensarlo per essere stata scelta) si trovano a poter colludere per massimizzare i rispettivi rendimenti attesi. Queste considerazioni ci riportano al ruolo chiave, come bene pubblico, giocato dall’informazione (tendenzialmente quasi sempre asimmetrica) tra gli operatori economici delle moderne economie capitalistiche basate sullo scambio: in presenza di vantaggi informativi, da parte di

---

<sup>7</sup> Per approfondimenti sul concetto di conflitto epidemico rimando all’esauriente trattazione contenuta nel saggio di Guido Rossi: “Il conflitto epidemico” Adelphi Editore, 2003.

uno dei due contraenti, si minano le basi di equità e di efficienza di qualsivoglia accordo.

Una volta che i mercati sono divenuti illiquidi gli operatori economici hanno cercato di ridurre le posizioni di rischio dei propri portafogli: così facendo la volatilità è a sua volta cresciuta generando un processo in grado di autoalimentarsi.

La BCE e le altre banche centrali hanno reagito prontamente con massicci interventi espansivi volti a ripristinare la liquidità essenziale al buon finanziamento del sistema creditizio interno e esterno.

Interventi di politica monetaria espansiva si hanno quando si riducono i tassi d'interesse: in una situazione in cui i tassi tendono a raggiungere molto rapidamente quota zero può non esistere più nessun margine di manovra che sia in grado di frenare la discesa dei prezzi.

Il modo in cui la banca centrale stimola la domanda aggregata è immettendo moneta nel sistema attraverso operazioni di mercato aperto, cioè tramite acquisti di titoli pubblici in cambio di moneta.

In condizioni di **trappola della liquidità** tuttavia le operazioni di mercato aperto potranno nei casi più gravi risultare del tutto inefficaci.

Le radici della crisi vanno ricercate all'interno di un quadro di accentuata integrazione tra sistemi bancari e mercati finanziari.

In particolare, tutto è cominciato con la diffusione del modello di erogazione del credito originate-to-distribute che ha fatto emergere, insieme a un forte grado di innovazione nei prodotti finanziari, una serie di importanti criticità che hanno condotto ad una perdita di fiducia sulla qualità di importanti poste patrimoniali degli attivi delle banche, con riflessi negativi sulle condizioni di liquidità dell'interbancario.

Nel modello Originate to Distribute (OTD), l'intermediario che eroga il credito si finanzia tipicamente mediante emissione di titoli, spesso a breve termine, invece che con depositi.

A loro volta, gli Hedge fund forniscono liquidità ai mercati, ma solo fin tanto che sono in grado di accrescere la propria **leva finanziaria**; tale possibilità di solito svanisce proprio quando la disponibilità di credito si riduce. Le banche in questa fase hanno dapprima aumentato l'**effetto leverage** (leva finanziaria): sfruttando le opportunità offerte dallo sviluppo dei mercati, differenziando le proprie fonti di finanziamento e riducendo il peso assegnato alla raccolta tramite i tradizionali conti di deposito al dettaglio.

In seguito con la crisi del credito si sono ridotte i canali di finanziamento bancari, e quindi la stessa leva che è essenziale a garantire alti tassi di profitto ai soggetti speculatori presenti sulle principali piazze finanziarie.

### ***3.1 – La finanziarizzazione***

Il processo, chiamato da molti per semplicità, di **finanziarizzazione** dell'economia ha portato alla crescita patologica di attività (finanziarie) sorte secondo una mera logica speculativa: le transazioni annuali di titoli azionari e obbligazionari mondiali sono oggi 4 volte il Prodotto interno lordo (PIL) mondiale, mentre quelle sui mercati dei cambi addirittura superano di 15 volte il PIL mondiale.

Negli ultimi decenni il peso della finanza è cresciuto enormemente rispetto a quello delle attività produttive ed economiche. Si tratta di una vera e propria rivoluzione, occorsa nel giro di pochissimi anni.

Tra il 1980 e il 2005, gli asset della finanza sono passati dal 109% al 316% del valore della produzione mondiale.

La maggior parte delle grandi imprese sono oggi controllate da attori finanziari, quali i fondi di investimento, il cui scopo è la massimizzazione del profitto a breve termine e non lo sviluppo di lungo periodo dell'impresa stessa. Molte di queste imprese industriali, inoltre, realizzano buona parte dei loro fatturati tramite attività finanziarie e non produttive, rendendo di fatto impossibile distinguere tra capitale produttivo e capitale speculativo.

Basti pensare all'esempio di Parmalat, che poco prima del fallimento si era trasformata in un'impresa finanziaria.

Questo è vero a maggior ragione per le banche. Il confine e la separazione tra banca commerciale e banca di investimento che era stato tracciato in maniera netta dopo la crisi del 1929 si è fatto sempre più labile con la progressiva liberalizzazione del settore.

Oggi le stesse banche esercitano pressioni affinché allo sportello vengano piazzati titoli che garantiscono **maggiori profitti e commissioni**.

Spesso si tratta di prodotti finanziari complessi, molto rischiosi. I piani di incentivo per i dipendenti premiano chi riesce a piazzare tali titoli. Un meccanismo perverso che sposta di fatto la responsabilità sulle spalle dei dipendenti allo sportello.

Nei grandi istituti bancari i ricavi provengono solo per metà dall'attività creditizia, mentre per l'altra metà è costituita da commissioni.

Per alcune banche, la tradizionale attività di raccolta del risparmio e il suo impiego in attività produttive sta diventando addirittura marginale.

Il “**fare banca**” è cambiato orientandosi sempre meno sulla classica attività d'intermediazione e sempre più sul *trading* di prodotti finanziari innovativi ad alto rendimento (e ad alto rischio).

Il volume delle attività di bilancio – in particolare si pensi ai crediti – pertanto non rappresenta più da solo l'importanza delle banche all'interno del sistema finanziario.

Secondo uno studio Mc Kinsey, dal 2003 al 2007 le banche d'investimento americane e le prime 10 banche europee hanno aumentato il ricorso al debito in media dal 30 al 50% allo scopo di esaltare il rendimento del capitale proprio, sacrificando la sicurezza dei rendimenti dei propri portafogli titoli in nome di un **ROE**, il *return on equity*, molto più elevato<sup>8</sup>.

Negli ultimi 10 anni, analogamente, la capitalizzazione di borsa è raddoppiata negli USA (a circa 20.000 miliardi di dollari), ed è triplicata in Europa (a 17.000 miliardi).

Tra il 2000 il 2007 il valore dei derivati Over the Counter (OTC) è passato da meno di 100.000 a circa 600.000 miliardi di dollari.

L'ingegneria finanziaria ha messo a punto dei prodotti derivati, come i CDS, che permettono di trasferire a terzi il rischio di credito relativo a una transazione tra due parti. Le banche e gli altri attori finanziari, tramite i CDS, si sono rivenduti l'un l'altro i rischi legati alla possibilità che cittadini (statunitensi e non solo) non potessero ripagare la propria rata del mutuo.

Il volume dei CDS è passato in soli 7 anni, tra il 2000 e il 2007, da 2.000 a 45.000 miliardi di dollari, una cifra paragonabile al PIL dell'intero pianeta.

La piramide che dovrebbe avere come base una solida economia reale e come vertice le attività finanziarie, si è

---

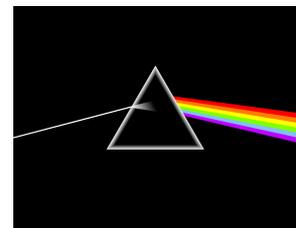
<sup>8</sup> In effetti, gli utili netti delle banche a livello mondiale sono arrivati a raggiungere nel 2006 il record di 788 mld di US \$.

oggi ribaltata: le attività finanziarie interessano volumi monetari centinaia, a volte migliaia di volte superiori a quelli delle corrispondenti attività economiche reali.

Una “**piramide al contrario**” decisamente instabile, che ha provocato il crollo dell'intero sistema quando si è verificato un problema in se limitato, quale la flessione del mercato immobiliare in America.

Solo nel 2006 negli USA l'attivo delle banche era sceso a circa il 10% del totale delle attività finanziarie complessive, mentre nei principali paesi europei l'analogia quota oscillava tra il 25 e il 35%.

### 3.2 – *Il sistema finanziario ombra*



Su questo scenario internazionale, negli ultimi anni si è venuto a creare un sistema finanziario parallelo a quello ufficiale e non sottoposto ai controlli delle autorità di vigilanza.

Gli analisti parlano di uno “*shadow banking system*”, cioè letteralmente di un sistema bancario ombra.

Infatti, il maggior ricorso al capitale di debito da parte degli intermediari bancari, si giustifica più che per aumentare il credito alle imprese e alle famiglie, per acquistare obbligazioni strutturate provenienti da altre banche e da società veicolo (SIV) fuori bilancio.

Esse furono costituite nell'illusione che ripartendo i rischi assunti su un numero  $N$  volte maggiore di prodotti finanziari e facendoli per così dire “uscire dalla porta”, grazie al sistema delle SIV, essi non sarebbero mai più rientrati dalla finestra<sup>9</sup>.

Il tempo ha dimostrato come, alla base dell'instabilità del modello di capitalismo finanziario a debito, stia l'irrisolta questione distributiva (salari/profitti/rendite).

---

<sup>9</sup> Per chi fosse interessato a una sintetica descrizione del contagio provocato dal sistema bancario si consiglia la lettura di Luigi Spaventa, *Il rischio del credito: uscito dalla porta rientrato per la finestra* in *LaVoce.Info* del 29/08/2007.

Tramite il processo di **cartolarizzazione** dei titoli, le banche hanno trasformato debiti di lungo periodo che pesavano sui loro bilanci, in titoli che sono stati rivenduti ad altri attori finanziari.

Le SIV raccogliendo dalle banche i mutui e gli altri debiti illiquidi hanno poi emesso obbligazioni per importi corrispondenti ed hanno così portato fuori bilancio quelle stesse poste patrimoniali, che senno' avrebbero reso più fragili i loro bilanci. Le SIV non essendo sottoposte a regolamentazione internazionale, non devono sottostare a nessuno dei requisiti di trasparenza, patrimonializzazione o vigilanza previsti per le banche.

I mercati finanziari svolgono oggi funzioni che potremmo definire **complementari** (rispetto alle Banche Centrali) nella creazione di liquidità.

Lo sviluppo dei mercati ha sospinto quello degli intermediari non bancari, come gli hedge fund<sup>10</sup> i fondi di private equity e le società di venture capital.

Dei circa 10.000 Hedge funds esistenti a fine 2007, più dell'80% sono registrati nelle Isole Cayman, considerate da tutti come uno dei paradisi fiscali migliori del nostro pianeta.

Gli hedge funds gestiscono globalmente 1.700 miliardi di dollari, mentre i fondi di private equity<sup>11</sup> 500 miliardi di dollari.

---

<sup>10</sup> Per approfondire il tema degli Hedge Fund e dei cosiddetti paradisi fiscali si veda anche il n. 57 del mensile Valori, 03/2008.

A causa dell'effetto leva, descritto in precedenza, le risorse disponibili sono assai superiori e quindi la loro influenza sui mercati finanziari è risultata proporzionalmente maggiore.

Dal momento che la crisi dei subprime ha ridotto la disponibilità di moneta e di credito presente in totale nel sistema, (e quindi la leva finanziaria che è essenziale per garantire alti tassi di profitto agli speculatori che prendono in prestito soldi dalle banche), gli Hedge funds hanno orientato nuovamente i propri affari verso attività speculative sulle materie prime essenziali: petrolio e prodotti alimentari.

Il conseguente marcato aumento dei prezzi dei prodotti alimentari e energetici ha avuto ricadute pesanti sulle spalle dei Paesi importatori e sui Paesi poveri del Sud del mondo.

Nel modello di intermediazione tradizionale, erano solo le banche che concedevano finanziamenti, vagliando le caratteristiche della clientela dal momento della concessione a quello del rimborso del prestito; fornivano servizi di pagamento e di liquidità, trasformando i depositi a breve termine in finanziamenti a più lunga scadenza.

---

<sup>11</sup> I fondi di private equity agiscono acquistando imprese, “ristrutturandole” e rivendendole nel giro di pochi anni. La ristrutturazione consiste nell'estrarre il massimo valore e profitto nel brevissimo periodo, per poi rivendere l'impresa “svuotata” sul mercato. Questi fondi non sono listati nelle borse valori e operano al di fuori delle norme e della regolamentazione alla quale sono sottoposti i fondi di investimento. Per queste loro caratteristiche sono stati definiti le “locuste del capitalismo”. Per ulteriori approfondimenti si veda anche Vincenzo Comito, *Il modello imprenditoriale del private equity*, in *Sviluppo e Organizzazione* n. 223 Settembre/Ottobre 2007.

Nel modello attuale i mercati di Borsa consentono di stabilire una relazione **diretta** tra gli operatori che offrono fondi (datori) e quelli che richiedono finanziamenti (prenditori) ma per funzionare efficacemente assumono (anche se non sempre è detto che ciò sia verificato) un flusso continuo di informazioni complete accurate e tempestive.

L’esperienza dei mesi più recenti mostra come le difficoltà incontrate dalle Borse e dalle banche possano alimentarsi a vicenda, fino a minacciare integralmente la stabilità del sistema finanziario globale.

## – Capitolo IV –



### Lezioni da imparare

Le banche centrali oggi si trovano a dover analizzare con attenzione i fattori d'instabilità in grado di generare significativi squilibri finanziari.

L'orientamento delle passate politiche monetarie americane dell'era Greenspan<sup>12</sup>, ha condotto a tassi di interesse eccezionalmente bassi e a una crescita eccessiva della moneta e del credito che ha finito per gonfiare i prezzi delle attività finanziarie e reali su valori eccessivi, in modo particolare evidente quelli sui mercati degli immobili.

In particolare, dopo il crollo della bolla “**dot.com**” e gli attacchi terroristici dell'11 settembre, la FED ha deciso di abbassare i tassi di interesse in modo aggressivo,

---

<sup>12</sup> Greenspan ha tenuto per almeno due anni i tassi d'interesse significativamente al di sotto del loro livello di equilibrio. Per ulteriori approfondimenti vai su Lombardi, M. E Sgherri, (Un)naturally low? Sequential Monte Carlo tracking of the US Natural Interest Rate, ECB Working Papers, n.794, August 2007

rassicurando il popolo degli investitori e dell’alta finanza sul fatto che ci sarebbe stata liquidità per tutti.

I mercati finanziari spingono affinché il costo del denaro rimanga basso poiché esso significa maggiore liquidità con cui speculare. L’innovazione negli strumenti finanziari venutasi a creare nel sistema bancario negli ultimi 10 anni, ha finito per spuntare le armi tradizionali della politica monetaria rendendo fragile il sistema finanziario nel suo complesso.

Al posto di una recessione leggera e per tutti, la politica della “liquidità per tutti” della FED ha aiutato l’economia ad evitare un crollo deflazionistico nell’immediato gettando tuttavia i germi per una nuova bolla sull’immobiliare.

La politica monetaria oggi ha un legame sempre più stretto con la stabilità dei mercati finanziari, e di tutto questo le Banche centrali non possono più non tener conto nel loro mandato istituzionale.

In definitiva, la ricerca del profitto a tutti i costi nel settore finanziario - là dove è meno diretto e percepibile il conflitto redistributivo con i salari - e lo squilibrio intervenuto nei rapporti tra Stato e mercato sono tra le cause retrostanti delle vicende che hanno alimentato la crisi attuale.

Forse, se l’economista Minsky fosse ancora oggi tra noi, concluderebbe la propria analisi sullo stato attuale dell’economia asserendo che i prestatori di ultima istanza (le banche centrali) non avrebbero dovuto

aspettare che il mercato si autoregolasse e indicherebbe anche la necessità di sorvegliare sui rischi di pesanti cadute dei consumi, e quindi della domanda aggregata.

Questa crisi, come quella del 1929 del resto, non nasce dalla spinta di forze antagonistiche esterne al capitalismo, ma potremmo dire da contraddizioni interne al modello di capitalismo finanziario che ha finito per implodere.

Gli interventi che i vari Governi si accingono in questi mesi ad adottare rappresentano la terapia che discende dalle diverse diagnosi della crisi mondiale, di cui ho cercato di trattare in queste pagine.

Sintetizzando, si possono individuare 2 fondamentali diagnosi.

Secondo il I° approccio, il sistema soffre in sé di una debolezza strutturale (finanziaria, organizzativa, in termini di costi, etc.) dal lato dell'offerta, e cioè dell'apparato produttivo compresi gli intermediari finanziari (*supply side*).

Secondo l'altro filone teorico, la crisi trae origine da un **gap** della domanda aggregata, nei singoli paesi e fra gruppi di paesi (*demand side*).

Il fenomeno in questo caso è soprattutto imputabile ad una ineguale distribuzione del reddito.

Coloro che credono che la crisi derivi principalmente dal crollo del castello finanziario e dalla bassa produttività del sistema produttivo, suggeriscono una serie di

interventi volti a ripristinare una forte garanzia pubblica sui depositi bancari e sui crediti alle imprese, modifiche importanti nei meccanismi contrattuali; la detassazione degli straordinari e dei premi di produttività; l’ingresso di capitali pubblici nelle imprese in difficoltà, sia bancarie che industriali e una ripresa degli investimenti in infrastrutture.

Se, al contrario, si ritiene che la crisi affondi le proprie radici in una eccessiva e ineguale concentrazione dei redditi verso l'alto, le terapie prioritarie consistono nella lotta a favore di una diminuzione dei prezzi tramite liberalizzazioni dei mercati e maggiore concorrenza, (ad esempio si può pensare all’accorciamento delle filiere distributive, o al miglioramento della logistica nei trasporti); una spesa sociale mirata a ridare potere d'acquisto ai consumatori incapienti, la restituzione del *fiscal drag* e una più efficace lotta all'evasione fiscale, con eventuale introduzione di imposte sui patrimoni e sui beni di lusso.

Una scelta comune ad entrambe gli indirizzi è quella degli investimenti in infrastrutture.

Premesso che i tempi di realizzo possono essere medio lunghi, i tipi di investimento potrebbero in ogni caso non coincidere, sia per la scelta delle combinazioni produttive (ad alta intensità di lavoro o di capitale??), sia per le economie esterne di scala associate ad ognuna di esse (che possono andare a favore delle imprese in un caso o dei servizi alla persona nell’altro).

Con il rapido ripristino del normale funzionamento del mercato del credito si può pensare ad un’uscita più rapida dalla fase recessiva: tuttavia è probabile ritrovarsi nella situazione che un tempo veniva definita come quella del “cavallo che non beve”.

In questa situazione l’intervento sulla domanda pubblica può diventare il volano necessario per ri-mettere in funzione il sistema.

La vecchia proposta *Delors*, circa il finanziamento comunitario delle grandi reti infrastrutturali, torna così di attualità: si tratterebbe di un intervento in grado di agire sia dal lato della domanda che dal lato dell’offerta, per gli effetti di aumento del potenziale produttivo.

Il principale ostacolo ad un ritorno della mano pubblica sulle decisioni di politica industriale è chiaramente dato dall’opposizione dei gruppi finanziari, ai quali non fa certo piacere avere concorrenti scomodi sui mercati....ma dato che oggi essi sono in difficoltà sarebbe il momento più opportuno per farlo!

In tutti i casi, gli effetti peggiori della recessione internazionale in arrivo saranno su quei paesi che hanno legato ai finanziamenti esteri il proprio destino di crescita economica.

Con tutta probabilità i flussi di denaro provenienti dai paesi emergenti non potranno che ridursi e così i debiti (pubblici e privati) che questi flussi hanno preservato in questi anni dovranno venire coperti tramite il risparmio interno.

Il rallentamento economico impone margini sempre più stretti nell'utilizzo della leva fiscale a sostegno della domanda aggregata.

In particolare nel caso dell'**Italia**, i riflessi dell'attuale crisi sull'economia interna sembrano da un lato in parte contenuti dall'attitudine manifatturiera del proprio tessuto industriale e dal basso indebitamento delle famiglie italiane (vedi Fig. 5) rispetto al Pil relativamente agli altri paesi.

Si pensi che nel nostro paese 1/5 del reddito nazionale lordo viene risparmiato ogni anno. La stessa quota di reddito è negli Stati Uniti meno di 1/7.

È comunque d'obbligo un ritorno della sovranità della buona politica, che si fondi su valori condivisi: il benessere, l'equità intergenerazionale, la sostenibilità ambientale, il perseguimento del bene comune, la tutela dei diritti e il controllo dei poteri forti dell'economia.

#### *4.1 – Bagehot e il ruolo del FMI*

Nel 1873 Bagehot sostenne che, nel corso di una crisi, un prestatore di ultima istanza dovrebbe prestare denaro a un tasso penalizzante a banche solvibili, ma senza liquidità, che offrano adeguate garanzie.

La dottrina di Bagehot è stata più volte criticata in passato e oggi sembra non trovar ancora posto nel nostro moderno mercato interbancario.

La ricetta di Bagehot mira a eliminare il problema di coordinamento degli investitori che è alla base della crisi ed è **un'utile** linea d'azione quando il mercato interbancario si ferma: mette in chiaro che durante una crisi può essere necessario garantire l'accesso alle operazioni di sconto agli istituti che ne abbiano bisogno.

Tuttavia, la dottrina di Bagehot è facile da enunciare, ma difficile da applicare.

Richiede che la banca centrale sappia distinguere tra gli istituti che sono insolventi e quelli che sono semplicemente privi di liquidità, ma anche che sappia valutare le garanzie. Per carenza di informazioni, le banche centrali sono destinate a commettere errori, perdendo nel processo faccia e denaro. Ma ciò non significa che non debbano provare.

Oggi serve un nuovo primato del governo della finanza su scala globale e serve un ruolo più responsabile per il Fondo Monetario Internazionale, che è deputato a vigilare sull'ordine dei mercati finanziari.

Il Fondo Monetario Internazionale, nei primi decenni della sua attività, dal dopoguerra alla crisi petrolifera degli anni '70, ha svolto la propria funzione di supervisore delle regole del gioco stabilite a Bretton Woods, che significava il mantenimento di cambi fissi: svolgeva una sorveglianza multilaterale e svolgeva la funzione di intermediario finanziario tra i sottoscrittori del Fondo e i paesi che non riuscivano a mantenere il cambio con politiche restrittive.

Con la fine del regime di cambi fissi nel 1971 la sua funzione di intermediario finanziario fu svolta prendendo a prestito dai paesi in surplus e prestando ai paesi che subivano maggiormente lo shock petrolifero.

Negli anni '80 e primi '90 perse la sua funzione di supervisore globale delle regole del gioco per concentrare la sua attività nei confronti dei paesi emergenti colpiti da shock, concedendo loro prestiti condizionati all'adozione di politiche di riequilibrio finanziario e di liberalizzazione dei mercati.

Con gli anni '2000 anche questa funzione andò evaporando perché molti paesi emergenti crescevano senza la necessità dell'intervento del Fondo: alcuni perché crescevano con attivo di bilancia commerciale, altri perché, pur essendo in disavanzo, preferivano ricorrere al sostegno finanziario di fondi sovrani di paesi emergenti in attivo che non ai prestiti condizionati del Fondo.

D'ora in poi il FMI dovrà tornare ad esercitare la funzione di supervisione globale di regole (nuove) che i paesi leader (e non solo) dovranno definire.

Come supervisore lo scopo che il Fondo dovrebbe darsi è duplice: segnalare le perturbazioni presenti nei mercati internazionali, indicare ai paesi quali sono i tassi di cambio di equilibrio e quali le politiche da mettere in pratica per non pregiudicare la stabilità nei conti con l'estero.

Affinché il FMI venga visto come un'autorità *super partes*, capace di coordinare e monitorare le politiche

nazionali, esso deve acquistare autonomia e rappresentatività.

La revisione della governance del FMI è cruciale: oggi americani ed europei hanno quasi la metà dei diritti di voto (16.79% gli americani e 32.09% gli europei). La Russia pesa solo per il 2.7%, poco più del Belgio che conta per il 2.02% che, a sua volta, pesa più del Brasile cui spetta l'1.38%. 43 paesi africani pesano il 4.4% e la sola Francia il 4.86%.

Nel passato la politica del Fondo è stata fortemente influenzata dagli Stati Uniti. Oggi questa egemonia non ha più gran senso, tenuto conto che i paesi in surplus si trovano in Asia e nei paesi petroliferi.

Siamo allora giunti all'epilogo delle politiche neoliberiste, che hanno imposto la ritirata dello Stato dall'economia e hanno "lasciato fare" alla mano “visibile” dei mercati, banche e grandi imprese multinazionali, portando risultati devastanti sia nella finanza che nell'economia reale? Non si può ancora dire...

La piena liberalizzazione dei movimenti dei capitali e del mercato dei cambi realizzate a partire dagli anni '80 ha drasticamente ridotto le munizioni alle armi di politica economica a disposizione dei governi e delle banche centrali.

Sul piano dei **cambi** tra le valute, si è aperta la possibilità di attacchi speculativi contro i Paesi più

fragili, che hanno portato alle frequenti crisi finanziarie degli anni ‘90 in Asia, Russia e America Latina.

Sul piano finanziario, i flussi di capitali speculativi hanno reso impossibile ai governi la gestione degli investimenti diretti dall'estero (IDE) e le trasformazioni dell'economia reale.

Sul piano delle politiche fiscali, la piena libertà di movimento dei capitali ha consentito di trasferire facilmente il denaro là dove prometteva guadagni speculativi maggiori e minori livelli di tassazione<sup>13</sup>.

È necessario un nuovo ordine internazionale, una sorta di un secondo **New Deal**, in cui si definiscano regole condivise che coinvolgano come parte attiva le economie dei paesi emergenti.

Una misura tanto evocata in questo settore potrebbe essere l'introduzione della **Tobin Tax** sulle transazioni valutarie, in modo da ridurre il volume delle attività speculative sui mercati dei cambi e accrescere la stabilità dei mercati.

Nel breve periodo è necessario concentrarsi per limitare la recessione: l'Unione Europea e l'**Italia** dovrebbero impegnarsi a finanziare - con risorse perlomeno pari a quelle destinate al salvataggio delle banche in crisi - un piano d'investimenti pubblici sul fronte delle infrastrutture, dei trasporti, dell'edilizia e della

---

<sup>13</sup> Si pensi ai "paradisi fiscali" nei quali si stima siano depositati 11.500 miliardi di dollari detenuti da persone fisiche; si valuta che 1/4 della ricchezza generata in un anno sul pianeta finisca in questi paradisi fiscali.

riconversione energetica del sistema industriale così da renderlo compatibile dal punto di vista ambientale.

Il rischio di una **spirale deflativa** agita gli investitori di tutto il mondo; tuttavia per evitare di correre tale rischio occorrono robuste azioni di finanziamento dei programmi di spesa pubblica a medio-lungo termine iniezioni di liquidità nel sistema bancario.

La **deflazione** è in quasi tutti i casi un effetto collaterale della caduta della domanda aggregata: una caduta tanto pesante che i produttori devono abbassare i prezzi al fine di trovare dei compratori.

Per deflazione s'intende un fenomeno di riduzione generalizzata e continuata del livello generale dei prezzi (l'esatto contrario dell'inflazione). Inizialmente, cioè quando non ha ancora influenzato le aspettative, la riduzione dei prezzi è un fenomeno positivo, che porta respiro ai consumatori vessati dalla riduzione del potere d'acquisto dei redditi.

Ma l'effetto benefico della deflazione sul potere d'acquisto è **solo temporaneo** e non deve far dimenticare i suoi effetti nefasti di lungo periodo.

Se infatti si diffonde nell'economia l'idea che i prezzi si ridurranno non solo oggi, ma anche in futuro, allora i consumatori potranno essere indotti a **rinvviare sistematicamente i loro acquisti** di beni durevoli (automobili, elettrodomestici, computer), tenendosi invece in tasca il denaro contante.

Non solo, le aziende con la prospettiva di veder scendere i loro prezzi di vendita e quindi i loro margini di profitto, saranno indotte a fare pressione sulle organizzazioni di rappresentanza dei lavoratori per ottenere riduzioni nel livello dei salari, in assenza delle quali faranno più facilmente ricorso ai licenziamenti.

A loro volta, l'eventuale riduzione dei salari e/o l'aumento della disoccupazione potrebbe avvitare ulteriormente l'economia in una spirale di recessione e ulteriore deflazione.

Contro una deflazione si può solo fare in modo che le famiglie riprendano a consumare, consentendo alle aziende di assumere e investire.

Per ottenere questo risultato, i paesi europei che se lo possono permettere<sup>14</sup>, dovrebbero varare in modo coordinato e al più presto un'espansione fiscale che aumenti il reddito netto nelle tasche dei consumatori sottoposti a più stringenti vincoli di liquidità e con la più alta propensione al consumo, quelli a basso e medio reddito.

Il rapido ripiegamento dei prezzi delle materie prime dai picchi raggiunti all'inizio dell'estate 2008 è, nella previsione, il fattore di spinta che restituisce alle famiglie dei paesi consumatori quel potere d'acquisto eroso dalle impennate precedenti.

---

<sup>14</sup> L'Italia associa un elevato livello del deficit del 2,5 per cento del Pil con il debito pubblico più alto d'Europa e in questo senso si trova ad avere vincoli maggiori rispetto agli altri partner europei se decidesse di incrementare ulteriormente il deficit di bilancio pubblico.

D'altro canto, l'aver più reddito reale da spendere non si traduce sempre (o comunque) in maggiori consumi quando persistano timori legati al quadro globale e quando la caduta dei valori degli assets abbatte la ricchezza personale (finanziaria e immobiliare). Il rientro dalle tensioni internazionali è quindi la preconditione essenziale affinché le maggiori possibilità di spesa si concretizzino in decisioni effettive da parte degli operatori economici (famiglie e imprese).

L'allentamento delle condizioni di *credit crunch* del sistema bancario è necessario per ridare fiato all'attività di investimento particolarmente penalizzata nell'attuale congiuntura.

In conclusione non sembra possano essere le iniziative di un singolo Paese a rappresentare la panacea di tutti i mali: è essenziale invece finalizzare la strumentazione della finanza pubblica ad un più generale impegno in sede di Unione Europea. Dinanzi a crisi d'ordine globale come questa le risposte non possono che avere respiro sovranazionale.

Per massimizzare la ricaduta delle recenti decisioni assunte in sede europea sembra necessario ripensare le procedure decisionali dell'Unione (anche attraverso la sperimentazione di nuove forme di cooperazione tra i paesi dell'Euro-zona), stabilendo sistemi più stringenti di vigilanza sugli intermediari finanziari, aggiornando il ruolo della BCE e prevedendo maggior cooperazione tra le autorità politiche e monetarie per ridefinire in termini quantitativi il Bilancio dell'Unione.

## ALLEGATO - DOCUMENTO CES (14/10/2008) -

### FINANCIAL CRISIS: A CALL FOR EUROPE TO ACT AS ONE

<b>SAVING THE BANKS FROM THE PROFITEERS AND THE SPECULATORS</b>
---

Thus far, the policy response in Europe has been for the European Central Bank (ECB) to inject emergency liquidity and for governments to save particular banks in trouble on a case by case basis.

This is certainly necessary. However, it is not enough. It is not enough because this is not just a simple liquidity crisis hitting a few banks. This is a systemic crisis. Massive asset depreciations have put the solvency of the entire banking system in doubt. Risk aversion is so high that banks are even reluctant to lend to each other. In short, confidence in the overall banking and financial system has simply evaporated.

**A systemic crisis calls for a systemic policy response. To restore confidence in the banking sector, a sector so vital for financing productive investments and growth but ravaged by irrational profit-maximising herd behaviour of short-sighted bankers, the public actor needs to re-assert its influence.**

ETUC proposes to:

- **Draw up a European Recapitalisation Fund:**
  - We need a Recapitalisation Fund because the alternative of the public sector buying up toxic assets originating from the US means nationalising losses while leaving the sector entirely in the hand of those who have mismanaged and have gained enormous bonuses from it. This is not the way to restore confidence in the banking sector!

Instead, with a recapitalisation fund buying up preferred banking stock, the financial sector can be brought back to function for the public interest. Bonus payment systems can be reformed, attempts by banks to escape from (re-) regulation by constructing another 'shadow-banking' sector can be prevented from the start. And future potential dividend flows can pay back the public investment made.

- We need a European Fund and a European level approach:
  - Because banks have become too big to be rescued by individual (small) countries.
  - To avoid a situation in which a national governments leave the rescue of cross-border multinational banking groups to other governments, hence to no one. .

- To get out from the straightjacket of the Stability Pact. Individual countries' bail out will boost public debts and deficits and will trigger fiscal tightening to respect the Stability Pact.
  
- **Cut central banks' interests rate now and cut them deeply. In return have the central bank steering liquidity.** By refusing to cut policy interest rates, the ECB has squandered away a whole year. During that year, banks have been confronted with short term interest rates actually being 50 to 100 base points higher than long term interest rates. At a time when banks were disparate for profits to strengthen their equity and solvency, the ECB has done exactly the opposite and has squeezed banking profit margins. This, however, can not be a blank cheque. In return, the banks need to accept that the ECB, acting under a protocol from the European Parliament, steers liquidity and credit creation. Credits for those types of investment risking to create another speculative bubble need to be tied down. This can be done by a system of 'asset based reserve requirements', in which, for example, banks extending credits to commodities' hedge funds speculating on oil and foodstuff prices, are forced to deposit 50% of the credit extended with the ECB as a non-interest bearing deposit. The cost of speculative credit will rise and the cost of credit for real productive investment will fall as a consequence.

<b>SAVING THE REAL ECONOMY FROM CASINO CAPITALISM AND FROM 'BEGGAR-THY-NEIGHBOUR' POLICIES</b>
--

European countries mainly export to and import from each other. With such an integrated economy, it is extremely dangerous to leave the policy response to an economic slowdown entirely in the hands of national governments. This will result in 'economic warfare', in Member States trying to get out of the mess at the expense of each other. However, competitive wage moderation, competitive tax cuts, competitive flexibilisation of labour will only make matters worse. It will simply kill European internal demand.

**Instead, the management of demand must be made a matter of common concern for Europe:**

- Monetary policy needs to take a forward looking approach and focus on the risks of depression to come and no longer on past inflation rates. The economy, as well as the financial sector, urgently need deep interest rate cuts to be implemented now.

- Fiscal policy needs to put in place a temporary moratorium on contractionary policy, especially given the high costs government now has to carry when bailing out the banks.
- However, to turn the business cycle around and restore economic confidence, more is needed.

Here, the downfall of casino capitalism is also offering an opportunity to be seized. With financial markets being highly risk averse, money is no longer flowing into real economy investments but is looking for safe havens such as short term deposits and government bonds.

**ETUC proposes to overcome this deadlock situation by creating a European level Investment Fund aiming to invest in renewable energies, energy savings, innovation and European infrastructure networks, thereby replacing ‘bubble’ investment with ‘green investment’ as a new and sustainable driver for European demand growth.** The European Fund, operated for example by the European investment bank, would issue AAA rated bonds, backed up by public sector guarantees. It would thereby mop up the excess demand for non-risk asset investments in today’s global finance and provide cheap finance for ‘green’ investments.

#### **SAVING WAGES FROM THE CENTRAL BANKERS AND THE COURTS**

The ECB has picked the wrong target. Instead of tackling the financial crisis, it has been using wages as an alibi not to act and even to act in the wrong way by actually raising interest rates in the midst of a deep crisis.

In doing so, it is justifying a policy which has been and still is transferring billions and billions of euros’ from wages to profits, as can be seen from the falling share of wages in GDP in many European countries over many years.

It is high time that the ECB comes to realise that robust wage formation and monetary stability do not oppose but complement each other:

- If the ECB wants to avoid ‘bubble driven consumption’, with asset price booms and households excessively indebting themselves in order to compensate for the lack of wage growth, then it needs to accept that real wages accelerate and at least start growing back in line with productivity.
- If the ECB wants to avoid a situation in which ‘money is chasing investment’ instead of the other way around, then the ECB also needs to become concerned about the distribution of income since it are excess savings, fuelled by rising income inequalities at the top of the income pyramid, which push financial markets

to create new but risky financial techniques promising high returns for the excess savings of the super rich.

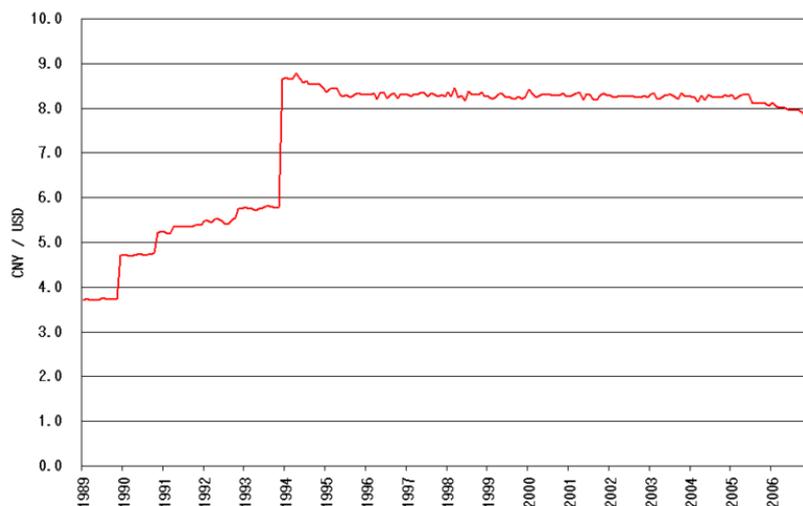
- If, at present, the ECB wants to prevent the financial crisis from turning into depression and deflation, it needs to stop with its crusade against wages. Policymakers in general should remember the fact that the Great Depression of the 1930's only took firm ground when employers started to cut wages and the crisis jumped over from the financial market into the goods and services market.

ETUC therefore calls upon:

- ECB and policymakers in general to stop the policy of wage moderation and support instead autonomous and strong collective bargaining practice on wages.
- **The ECB to do a complete overhaul of the model of monetary policymaking.** Inflation can not remain the only needle of the compass. ECB also needs to take into account the mandate of the European Treaty of pursuing economic growth, high employment and social cohesion. To ensure monetary policy is not only focussing on past inflation but also on where the real economy is heading exactly, **a Supervisory Board comprising European Social Partners and the members of the European Central Bank's Executive Board** has to be set up.
- Its affiliates not to engage in this practice of European workers undercutting each other. Instead, they should orientate wage bargaining on the sum of trend productivity and trend inflation.
- The Council and the Parliament to work to attach a Social Progress clause to the Lisbon Treaty in order to preserve the independence of collective bargaining from courts and judges.

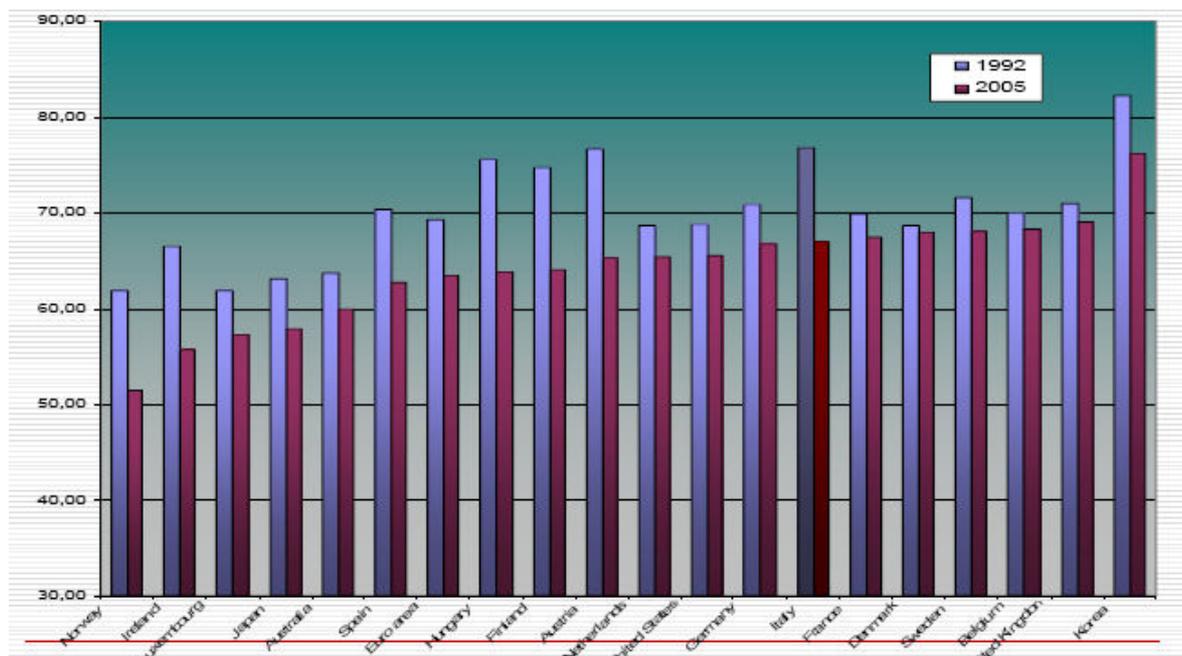
## APPENDICE GRAFICI

**Figura 1 – Andamento del tasso di cambio del renminbi cinese rispetto al dollaro statunitense**



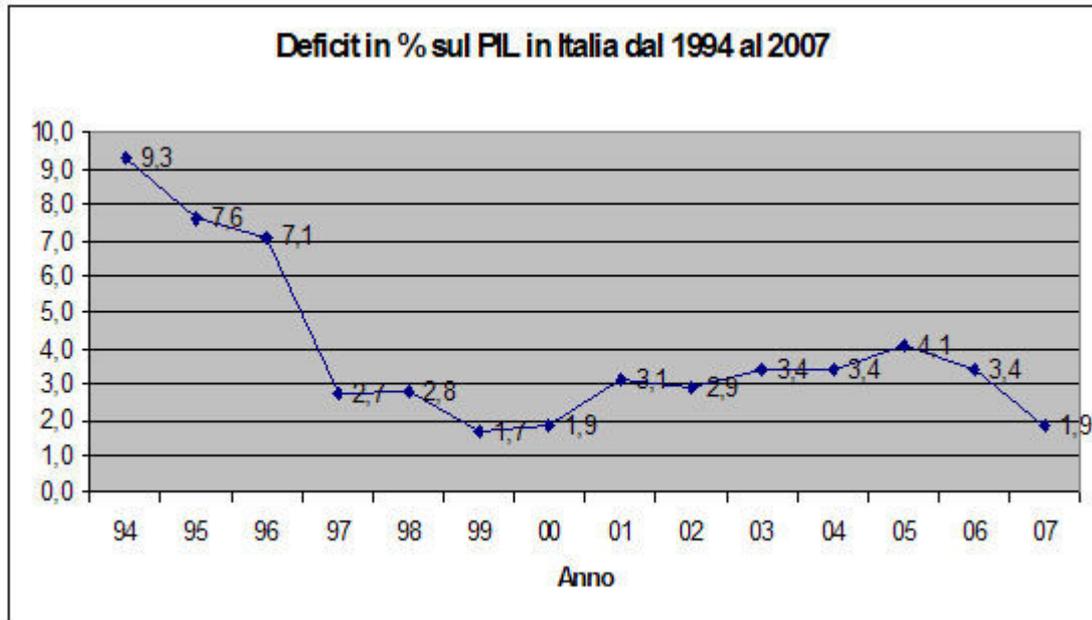
**Figura 2 – La caduta della quota di reddito da lavoro sul PIL nel periodo 1992-2005: l'Italia in un confronto internazionale**

(Fonte: Oecd, Tronti 2006)



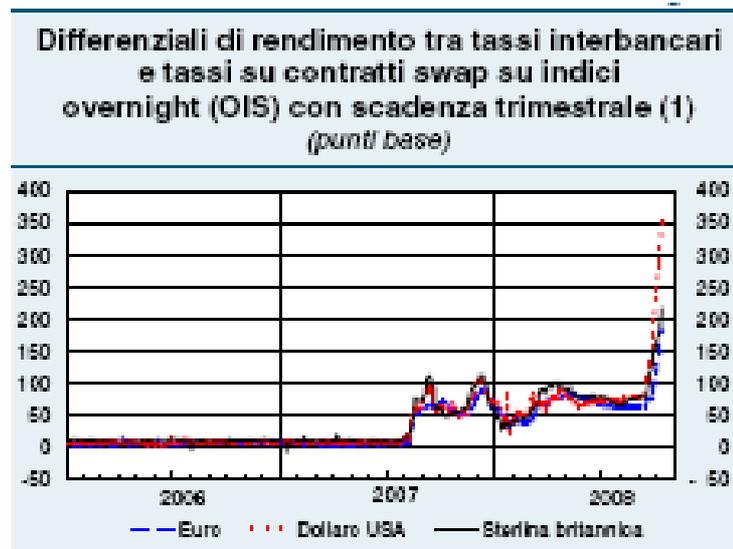
**Figura 3 – Uno sguardo sul deficit pubblico italiano in rapporto al PIL**

(Fonte Banca d'Italia, dal 1994 al 2000 e ISTAT dal 2001 al 2007)



**Figura 4 – Uno sguardo allo spread sui tassi di riferimento**

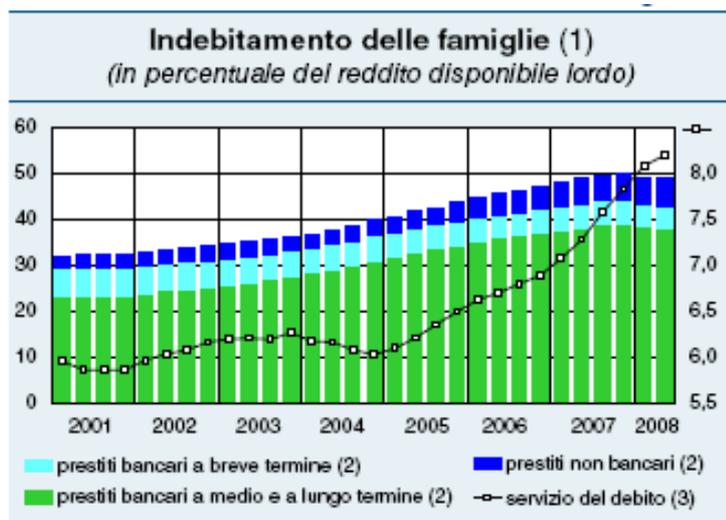
(Fonte Boll Eco Banca d'Italia, 2008)



Fonte: Thomson Financial Datastream e Bloomberg.  
(1) Dall'agosto 2007

**Figura 5 – L’indebitamento delle famiglie italiane**

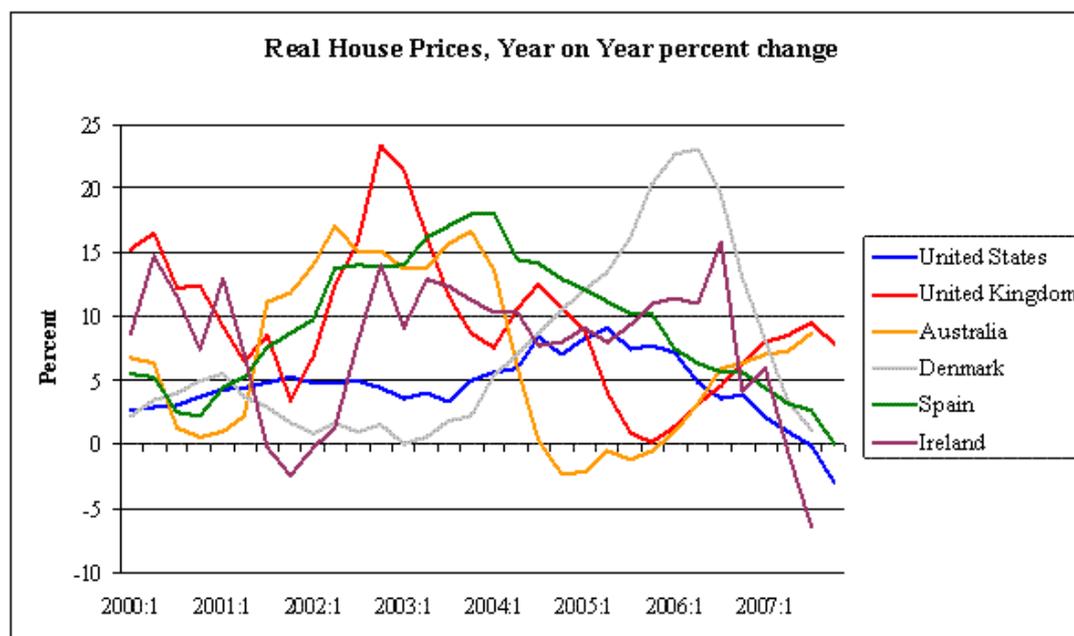
(Fonte Boll. Ec. n.°54, Banca d’Italia, 2008)



Fonte: per il reddito disponibile lordo, Istat e nostre stime.  
 (1) Il reddito disponibile per il 2008 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. I dati sui prestiti del 2008 sono provvisori. –  
 (2) Dati di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici e ai dodici mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il servizio del debito include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale. Gli interessi sono calcolati moltiplicando le consistenze in essere in ogni periodo per un tasso medio che tiene conto della composizione per scadenza e della tipologia di intermediari; le quote di rimborso del capitale sono stimate sulla base delle segnalazioni di vigilanza.

**Figura 5 – Il rallentamento nella crescita dei prezzi degli immobili in USA**

(Fonte LaVoce.info)



**Figura 7– Differenziali sui tassi Euribor/Libor (2007)**  
(Fonte LaVoce.info)



## **GLOSSARIO**

### **(tratto da laVoce.info)**

#### **CAPITALIZZAZIONE DEI TITOLI QUOTATI IN BORSA**

*La capitalizzazione di un titolo è il valore che si ottiene moltiplicando il prezzo di mercato del titolo per il numero totale dei titoli della specie emessi. Sommando la capitalizzazione di tutti i titoli del listino si ottiene la capitalizzazione di borsa (o del mercato).*

#### **CARTOLARIZZAZIONI**

*Cessione di immobili o di altre attività finanziarie a una società veicolo che provvede alla conversione di tali attività in titoli obbligazionari i cui proventi sono da subito a disposizione della società che ha ceduto l'attività. In Italia la materia è regolata principalmente dalla L. del 30.04.1999, n. 130.*

#### **COLLATERAL (GARANZIA)**

*Attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine (in entrambi i casi, ad esempio, dagli enti creditizi alle banche centrali).*

#### **COLLATERALIZED DEBT OBLIGATION (CDO)**

*Titolo obbligazionario garantito da crediti ed emesso da una società appositamente creata (Società veicolo), a cui vengono cedute le attività poste a garanzia. I CDO sono solitamente garantiti da un portafoglio composto da prestiti, titoli obbligazionari o credit default swap e suddivisi in più categorie (tranche), a seconda della loro priorità di rimborso. Qualora i flussi di cassa generati dai crediti posti a garanzia del debito non siano sufficienti a far fronte al pagamento degli interessi sul CDO o al suo rimborso, vengono effettuati prima i pagamenti relativi alle categorie con priorità più alta (cosiddette senior) e, solo in via subordinata, quelli relativi alla categoria con minore priorità (cosiddetta equity).*

#### **COVERED BOND**

*Obbligazioni garantite da attività destinate, in caso di insolvenza dell'emittente, al prioritario soddisfacimento dei diritti degli obbligazionisti. Per quanto la loro disciplina vari da paese a paese, questi strumenti si contraddistinguono per il duplice livello di protezione costituito dal portafoglio di attività poste a garanzia e dall'obbligo di rimborso in capo all'emittente. Nell'ordinamento italiano la legge 30 aprile 1999, n. 130, disciplina la fattispecie delle obbligazioni bancarie garantite (art. 7bis). Lo schema operativo prevede la cessione da parte di una banca a una società veicolo di attivi di elevata qualità creditizia (crediti ipotecari e verso pubbliche amministrazioni) e l'emissione da parte di una banca, anche diversa dalla*

*cedente, di obbligazioni garantite dalla società veicolo a valere sugli attivi acquistati e costituiti in un patrimonio separato.*

#### **COVERED WARRANT**

*Strumento derivato, che conferisce al detentore il diritto di comprare o vendere una prefissata attività sottostante a un determinato prezzo entro o a una certa scadenza. A differenza del Warrant, il covered warrant viene emesso da un soggetto diverso dall'emittente dell'attività a cui è riferito il diritto di opzione. Esso può pertanto essere riferito anche a un'attività quale una merce o un indice azionario.*

#### **CREDIT DEFAULT SWAP (CDS)**

*Sono contratti derivati su crediti che consentono di trasferire il rischio di credito relativo a una determinata attività finanziaria sottostante (reference obligation) da un soggetto che intende acquisire copertura dal suddetto rischio (protection buyer) a un soggetto che intende prestarla (protection seller). Tra le più diffuse tipologie di contratti derivati su crediti si ricordano: i credit default swap, nei quali il protection seller, a fronte di un premio periodico, si impegna a effettuare un pagamento finale al protection buyer in caso di inadempienza da parte del soggetto cui fa capo la reference obligation; i credit spread swap, nei quali il protection buyer acquisisce il diritto di riscuotere dal protection seller una somma pari alla differenza tra lo spread di mercato e quello fissato dal contratto; i total rate of return swap, nei quali il protection buyer e il protection seller si scambiano rispettivamente l'ammontare complessivo dei flussi di cassa generati dalla reference obligation e i flussi di cassa legati a un tasso di interesse di mercato maggiorato o diminuito di un determinato spread.*

#### **CREDIT DERIVATIVE**

*Strumento finanziario che isola il rischio di credito insito in una transazione finanziaria sottostante, rendendo possibile determinarne il prezzo e negoziarlo separatamente.*

#### **DEALER**

*Intermediario finanziario che opera sia in proprio sia per conto terzi.*

#### **DEFLAZIONE**

*Situazione economica in cui si osservano tassi di inflazione negativi, cioè i prezzi calare*

#### **DEPOSITI OVERNIGHT**

*Operazioni dell'Eurosistema che le controparti, su propria iniziativa, possono utilizzare per costituire presso le Banche Centrali Nazionali depositi overnight remunerati a un tasso di interesse prestabilito.*

### **EONIA (EURO OVERNIGHT INDEX AVERAGE)**

*Misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight denominate in euro non coperte da garanzie, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.*

### **EURIBOR (EURO INTERBANK OFFERED RATE)**

*Tasso di interesse, applicato ai prestiti in Euro, calcolato giornalmente come media semplice delle quotazioni rilevate alle ore undici su un campione di banche con elevato merito di credito selezionato periodicamente dalla European Banking Federation.*

### **EURO MERCATO**

*Il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Comprende la Banca Centrale europea e le BCN degli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro.*

### **EUROSISTEMA**

*Il termine "Eurosistema" è utilizzato per designare la BCE e le BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro.*

### **FAIR VALUE**

*E' il corrispettivo al quale un'attività (passività) può essere scambiata (estinta) in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili.*

### **FLOATING RATE NOTE**

*Titoli di credito a interesse variabile.*

### **FMI**

*Fondo Monetario internazionale: Organizzazione internazionale istituita dopo la seconda guerra mondiale allo scopo di aiutare i paesi con problemi di bilancia dei pagamenti e di assicurare il funzionamento del sistema monetario internazionale.*

### **FONDI SOVRANI**

*Sono fondi d'investimento controllati direttamente dai governi di alcuni paesi, che vengono utilizzati per investire in strumenti finanziari i surplus fiscali o le riserve di valuta estera. I primi fondi sovrani sono nati nei paesi forti esportatori di petrolio.*

#### **FORWARD RATE AGREEMENTS (FRA)**

*Sono contratti, generalmente scambiati su mercati Over-the-counter, con cui le parti si accordano per ricevere (pagare) alla scadenza la differenza fra il valore calcolato applicando all'ammontare dell'operazione un tasso di interesse predeterminato e il valore ottenuto sulla base del livello assunto da un tasso di riferimento prescelto dalle parti.*

#### **FUTURES**

*Contratti standardizzati con cui le parti si impegnano a scambiarsi, a un prezzo predefinito e a una data futura, valute, valori mobiliari o beni. Tali contratti sono negoziati su mercati regolamentati, dove viene garantita la loro esecuzione.*

#### **HEDGE FUNDS**

*Organismi finanziari, localizzati generalmente in centri finanziari offshore o negli Stati Uniti, contraddistinti dal numero ristretto dei soci partecipanti e dall'elevato investimento minimo richiesto. Non hanno vincoli in materia di obiettivi e strumenti di investimento e possono assumere posizioni finanziandosi anche con forti indebitamenti. Sono soggetti a una normativa prudenziale più limitata rispetto agli altri operatori finanziari. In Italia sono denominati Fondi comuni speculativi.*

#### **IDEM (ITALIAN DERIVATIVES MARKET)**

*Mercato dei prodotti derivati su titoli azionari e indici di borsa, istituito dalla Consob con delibera del 2.11.1994, n. 8625. Vi vengono scambiati contratti futures e opzioni sull'indice di borsa S&P/Mib e opzioni e futures su singoli titoli azionari.*

#### **IFM (ISTITUZIONI FINANZIARIE MONETARIE)**

*Istituzioni finanziarie che nel loro insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti dal diritto comunitario) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nell'accettare depositi e/o loro sostituti assimilabili da soggetti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). In quest'ultima categoria di istituzioni rientrano prevalentemente i fondi comuni monetari.*

#### **INTERMEDIARI CREDITIZI**

*Banche e società finanziarie di leasing, di factoring e di credito al consumo iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del Testo unico bancario.*

#### **INTERMEDIARI FINANZIARI**

*Soggetti, diversi dalle banche, iscritti nell’elenco generale di cui all’art. 106 del Testo unico bancario, i quali svolgono professionalmente nei confronti del pubblico le attività di assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazione in cambi.*

#### **INVESTITORI ISTITUZIONALI**

*Comprendono: le compagnie di assicurazione, i Fondi pensione (vedi), gli OICVM (vedi) e le Gestioni di patrimoni mobiliari (vedi).*

#### **LEVERAGED BUY-OUT**

*Operazione di acquisizione di società finanziata con capitale di prestito.*

#### **LIBOR (LONDON INTERBANK OFFERED RATE)**

*Tasso di interesse a breve termine per le principali eurovalute sul mercato interbancario di Londra.*

#### **MARKING TO MARKET**

*Metodo di valutazione, utilizzato nell’ambito dei mercati dei futures e delle opzioni, in base al quale il valore della posizione netta di ciascun operatore viene determinato quotidianamente sulla base degli ultimi prezzi di mercato.*

#### **MERCATO AZIONARIO (EQUITY MARKET)**

*Mercato sul quale vengono emessi e scambiati i titoli azionari e i diritti ad essi collegati.*

#### **MERCATO MONETARIO**

*Mercato per la raccolta, l’investimento e lo scambio di fondi a breve termine mediante strumenti che generalmente hanno scadenza originaria non superiore a un anno.*

#### **MERCATO OBBLIGAZIONARIO (BOND MARKET)**

*Mercato sul quale vengono emessi e scambiati titoli di debito a più lungo termine.*

#### **MERCATO PRIMARIO DEI VALORI MOBILIARI**

*Mercato nel quale vengono offerti i titoli di nuova emissione.*

## **MERCATO SECONDARIO DEI VALORI MOBILIARI**

*Mercato nel quale vengono scambiati titoli già in circolazione.*

## **OBBLIGAZIONI BANCARIE**

*Titoli di debito che impegnano la banca emittente al rimborso del capitale oltre che alla corresponsione degli interessi, di ammontare fisso o variabile nell’arco della durata prestabilita. La normativa di vigilanza prescrive che la durata media di una emissione non possa essere inferiore a 24 mesi. L’eventuale rimborso anticipato non può avvenire prima di 18 mesi e deve essere esplicitamente previsto dal regolamento di emissione.*

## **OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI IN AZIONI**

*Sono titoli obbligazionari che attribuiscono al possessore il diritto di convertirli, nei termini e con le modalità prefissate, in azioni della società emittente o di altre società.*

## **OPERAZIONE DI MERCATO APERTO**

*Operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Con riferimento alle loro finalità, regolarità e procedure, le operazioni di mercato aperto dell’Eurosistema si possono suddividere in quattro categorie: operazioni di rifinanziamento principali, operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, operazioni di regolazione puntuale e operazioni di tipo strutturale.*

## **OPTION (OPZIONE)**

*Strumento finanziario che attribuisce al possessore il diritto, ma non l’obbligo, di acquistare o vendere determinate attività (ad esempio obbligazioni o azioni) a un prezzo predefinito (prezzo base o di esercizio) a una data futura o entro tale data (data di scadenza o di esercizio).*

## **PRIVATE EQUITY O FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO CHIUSI**

*Sono fondi, disciplinati dal Testo unico in materia d’intermediazione finanziaria, in cui a differenza dei fondi aperti il rimborso delle quote ai partecipanti avviene solo a scadenze predeterminate. Devono necessariamente assumere la forma chiusa i fondi che investono in attività immobiliari, in strumenti finanziari non quotati in misura superiore al 10 per cento del patrimonio, in crediti e in altri beni diversi dagli strumenti finanziari. Assumono generalmente questa forma i fondi che esercitano le attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese, nel periodo di avvio dell’attività (vedi: Venture capital) o in fasi successive del ciclo di vita aziendale, al fine di favorirne lo sviluppo (private equity).*

## **PROCICLICITÀ**

*Consiste nel timore che il nuovo sistema di requisiti patrimoniali relativi al rischio di credito, fondati sui sistemi di rating interni delle banche, possa accentuare le fluttuazioni del ciclo economico aggravando in particolare le fasi recessive. Cioè quando il sistema economico attraversa una fase recessiva, le condizioni economico-finanziarie delle imprese tendono a deteriorarsi.*

## **QUOTAZIONE DI BORSA**

*Valore attribuito ad un titolo nelle contrattazioni ufficiali.*

## **RATING**

*Esprime la valutazione, formulata da un'agenzia privata specializzata, del merito di credito di un soggetto emittente obbligazioni sui mercati finanziari internazionali, ovvero della probabilità che questi faccia fronte puntualmente al servizio del debito. Il rating fornisce agli operatori finanziari un'informazione omogenea sul grado di rischio degli emittenti e riveste una grande importanza per gli investitori che non sono in grado di effettuare autonomamente l'analisi del rischio di credito. L'assegnazione di un rating agevola per gli emittenti il processo di fissazione del prezzo e di collocamento dei titoli emessi. Per questi motivi, i soggetti che desiderano collocare titoli sui mercati finanziari internazionali sono indotti a richiedere una valutazione del loro merito di credito alle agenzie di rating. In alcuni casi, anche in relazione all'importanza del soggetto emittente, le agenzie possono assegnare d'iniziativa un rating che, in questo caso, viene definito «implicito». Le agenzie definiscono una graduatoria, di-versa per le obbligazioni a breve e a lungo termine, in funzione del grado di solvibilità dell'emittente; questa graduatoria prevede, per il debito a lungo termine, un massimo di affidabilità AAA (assenza di rischio); sotto tale livello sono previsti vari tipi di classificazioni. Le principali agenzie di rating, circa una decina, sono dislocate soprattutto negli Stati Uniti. Le più rappresentative sono Standard & Poor's e Moody's, le uniche, tra l'altro, che forniscano una gamma completa di valutazione, differenziata sia per tipologia dell'emittente che per strumento finanziario.*

## **RECESSIONE**

*Comunemente indica una prolungata riduzione del PIL. Economicamente indica una crescita negativa, di almeno due trimestri consecutivi, del PIL.*

## **REQUISITI PATRIMONIALI**

*Risorse patrimoniali minime richieste a banche, SIM, intermediari finanziari vigilati e SGR, commisurate al tipo di attività svolta e ai rischi finanziari sottostanti.*

### **RISCHIO DI CREDITO**

*Rischio che una controparte non assolva un'obbligazione per il suo intero valore, né alla scadenza né in un momento successivo. Il rischio di credito include il rischio per costo di sostituzione, il rischio di capitale e quello di inadempienza della banca di regolamento.*

### **RISCHIO DI LIQUIDITÀ**

*Rischio che una controparte non assolva integralmente un'obbligazione al momento della scadenza. Tale rischio non implica necessariamente l'insolvenza della controparte o del partecipante al sistema, i quali potrebbero essere in grado di effettuare il regolamento dovuto in un momento successivo non determinato.*

### **RISCHIO DI MERCATO**

*Rischio di incorrere in perdite (su posizioni sia in bilancio sia fuori bilancio) a causa di movimenti dei prezzi di mercato.*

### **RISCHIO OPERATIVO**

*Rischio di perdite derivanti dalla inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni; esso comprende il rischio legale, mentre non include quello strategico e di reputazione.*

### **RISCHIO SISTEMICO**

*Rischio che l'insolvenza o il fallimento di uno o più intermediari determini generalizzati fenomeni di ritiro dei depositi, provocando insolvenze o fallimenti a catena di altri intermediari. Nei sistemi di pagamento, rischio che l'incapacità di un partecipante ai sistemi di compensazione di assolvere alle proprie obbligazioni dia luogo all'inadempienza a catena di altri aderenti e/o di altri circuiti di regolamento.*

### **SOCIETÀ VEICOLO**

*Società che ha per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione e che, in tale ambito, emette strumenti finanziari negoziabili.*

### **SPREAD**

*In finanza, il termine spread può essere usato con diversi significati. Il bid-ask spread, o differenziale denaro-lettera, rappresenta la differenza tra il migliore prezzo di acquisto (bid) e il migliore prezzo di vendita (ask), in riferimento alle condizioni tecniche che facilitano l'incontro di domanda e offerta di attività finanziarie e la formazione dei prezzi. Il credit spread denota il differenziale tra il tasso di rendimento di un'obbligazione caratterizzata da rischio di default e quello di un titolo privo di rischio (ad es., un titolo di stato a breve termine, quale in Italia il*

*BOT). Uno spread è inoltre un'operazione finanziaria che combina diverse attività finanziarie, tipicamente titoli derivati, al fine di ottenere un determinato valore a una data scadenza. Lo spread è quello applicato dagli istituti di credito alle operazioni di prestito, fiduciario ipotecario: lo spread viene aggiunto al costo del denaro e la somma dei due dà il tasso nominale.*

### **STAGFLAZIONE**

*Per stagflazione (combinazione dei termini stagnazione ed inflazione) si intende la situazione nella quale sono contemporaneamente presenti - su un determinato mercato - sia un aumento generale dei prezzi (inflazione) che una mancanza di crescita dell'economia in termini reali (stagnazione economica).*

### **STRUMENTI DERIVATI**

*Attività finanziarie il cui valore è determinato da quello di altri titoli scambiati sul mercato. Tra gli strumenti negoziati sui mercati regolamentati si ricordano i futures e le opzioni. Tra quelli scambiati sui mercati over-the-counter (OTC) si ricordano gli swap e i contratti forward.*

### **SWAP SUI TASSI DI INTERESSE E SULLE VALUTE E SUI TASSI DI INFLAZIONE**

*Operazione consistente nello scambio di flussi finanziari tra operatori secondo determinate modalità contrattuali. Nel caso di uno swap sui tassi di interesse, le controparti si scambiano flussi di pagamento di interessi calcolati su un capitale nozionale di riferimento in base a criteri differenziati (ad es. una controparte corrisponde un flusso a tasso fisso, l'altra a tasso variabile). Nel caso di uno swap sulle valute, le controparti si scambiano specifici ammontari di due diverse valute, restituendoli nel tempo secondo modalità predefinite che riguardano sia il capitale sia gli interessi. Nel caso di uno swap sul tasso di inflazione le controparti si scambiano flussi di pagamento calcolati su un capitale nozionale di riferimento e sulla base dell'andamento di un determinato indice dei prezzi dei beni di consumo nel periodo di riferimento del contratto (ad es. una controparte corrisponde un flusso a tasso fisso, l'altra a tasso variabile che dipende dalla variazione dell'indice).*

### **VALORE NOZIONALE**

*Valore dell'attività finanziaria a cui si riferisce un contratto derivato. Ad esempio, per uno swap sui tassi di interesse, il valore nozionale è il capitale su cui sono calcolati gli interessi scambiati dalle controparti (vedi: Swap sui tassi di interesse e sulle valute). Per un future su un indice di borsa – contratto nel quale le operazioni di vendita o di acquisto sono espresse in termini di valore di ciascuna delle «unità» che compongono l'indice (ad es. in un contratto che fa riferimento a un indice pari a 132 si fissa un prezzo unitario per ciascuna delle 132 «unità» che lo compongono) – il valore nozionale è calcolato come prodotto tra il valore unitario dell'indice e il numero di unità dell'indice cui si riferisce il contratto.*

#### **VALORI MOBILIARI**

*Titoli di Stato, obbligazioni ordinarie e convertibili, azioni, quote di risparmio, warrant e diritti di opzione, quote di fondi comuni mobiliari.*

#### **VENTURE CAPITAL**

*Investimento con un certo grado di rischio che si fa in una nuova impresa. E' il capitale di partenza che si investe in una iniziativa imprenditoriale.*

#### **VOLATILITÀ IMPLICITA (O VOLATILITÀ ATTESA)**

*Variabilità del prezzo di un'attività finanziaria o reale, desunta dal valore delle opzioni di acquisto o di vendita dell'attività stessa applicando formule quali quelle di Black e Scholes. Si differenzia dalla volatilità storica, che è calcolata sulle effettive variazioni passate del prezzo stesso.*

#### **VOLUME NOZIONALE**

*Volume di scambio di uno strumento derivato calcolato con riferimento al Valore nozionale (vedi) del contratto che definisce lo strumento.*

#### **WARRANT**

*Strumento negoziabile che conferisce al detentore il diritto di acquistare dall'emittente o di vendere a quest'ultimo titoli a reddito fisso o azioni secondo precise modalità*

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- *Alberto Berrini, “Le crisi finanziarie e il derivatus paradoxus”, Monti Editore, Milano 2008*
- *Andrew Glyn, “Capitalismo scatenato”, Brioschi Editore, 2006.*
- *C.A. Goodhart, “The Regulatory Response to the Financial Crisis”, sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)*
- *Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff (2008), “Is The 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison”, in American Economic Review*
- *Charles Kindleberger, “Euforia e panico”, Laterza Editore, Roma-Bari 1978*
- *Documento Comitato Esecutivo CISL del 22/09/2008*
- *Diamond D. e Dybvig P. (1983): “Bank runs, deposit insurance, and liquidity”, Journal of Political Economy, vol 91, pp 401-419*
- *Fabrizio Galimberti, “Economia e pazzia”, Laterza Editore, Roma-Bari 2002*
- *Gabriele Olini, Bruno Chiarini, Focus: La crisi dei mutui immobiliari, Paper 09/2007, Ufficio Studi CISL*
- *Giacomo Vaciago, “Crisi dei mercati finanziari e scarsa informazione”, in Il Mulino, n. 43, 05/2007*
- *Gianni Degasperi, “La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger”, Tech Report, n. 5 08/1999, ALEA Università di Trento.*

- *Giorgio Ruffolo, “Il capitalismo ha i secoli contati”, Einaudi Editore, 2008*
- *Guido Rossi, “Il conflitto epidemico”, Adelphi Editore, Milano 2003*
- *Guido Rossi, “Il gioco delle regole”, Adelphi Editore, Milano 2006*
- *Hyman Minsky, “Keynes e l’instabilità del capitalismo”, Bollati Boringhieri Editore, Torino 1975*
- *Hyman Minsky, “L’instabilità finanziaria: l’attuale dilemma e la struttura del sistema bancario e finanziario”, in “Struttura e stabilità del sistema finanziario”, a cura di Francesco Cesarini e Marco Onado, Il Mulino Editore, Bologna 1979*
- *Irving Fischer, “The Debt-deflation Theory of Great depression” in *Econometrica*, 1933, pag. 337-357*
- *J. E. Stiglitz, “I ruggenti anni ‘90”, Einaudi Editore, Milano 2005*
- *J. P. Fitoussi, “La democrazia e il mercato”, Feltrinelli Editore, Milano 2004*
- *Lorenzo Caselli, “Globalizzazione e bene comune”, Edizioni Lavoro, 2007*
- *Lombardi, M. E S.Sgherri, (Un)naturally low? Sequential Monte Carlo tracking of the US Natural Interest Rate, ECB Working Papers, n.794, August 2007*
- *Luigi Spaventa, “Il rischio del credito: uscito dalla porta rientrato per la finestra”, in *LaVoce.Info* del 29/08/2007*

- *L. Tronti, Protocollo di Luglio e crescita economica: l'occasione perduta, in Rivista Internazionale di Scienze Sociali, n. 2, anno 2005*
- *M. Kalecki, “Gli aspetti politici della piena occupazione”, in “Saggi sulla dinamica dell'economia capitalistica. Saggi scelti. 1933-1970”, Einaudi Editore, Torino 1975*
- *M. Aglietta, G. Lunghini, “Regolazione e crisi del capitalismo” in “Sul capitalismo contemporaneo”, Bollati Boringhieri Editore, Torino 2001*
- *Pierpaolo Baretta, Alberto Berrini, Giuseppe Gallo, “Soci o salariati?”, Edizioni San Paolo, Milano 2006*
- *S.L. Schwarcz, “Markets, Systemic Risk, and the Subprime Mortgage Crisis”, sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)*
- *Silvano Andriani, “L'ascesa della finanza” Donzelli Editore, Roma, 2006*
- *Vincenzo Comito, Il modello imprenditoriale del private equity, in Sviluppo e Organizzazione n. 223 Settembre/Ottobre 2007*
- *W.H. Buiter, “Lesson from the 2007 Financial Crises”, Cepr Policy Insights, n. 18/2007, su [www.cepr.org](http://www.cepr.org)*
- *X. Vives e J.C. Rochet (2004) “Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right after all?” Journal of the European Economic Association ([www.eeassoc.org/jeea/](http://www.eeassoc.org/jeea/))*