



Pontificia Università Lateranense

A.A. 2025-2026

2 Semestre

Lezioni di Economica e Politica Internazionale

Prof. Umberto Triulzi

Piazza di S. Giovanni in Laterano, 4

Roma

Cap. 4 (b)

L'evoluzione della finanza globale

- 5. Le cause principali della finanziarizzazione
- 6. La recente crisi finanziaria e il suo impatto sull'economia globale

5. Le cause principali della finanziarizzazione

- Gli squilibri macroeconomici
- Il prevalere, a partire dagli anni '90, di politiche monetarie espansive della *Federal Reserve System* che hanno favorito la crescita degli aggregati monetari e la ricerca di impieghi più redditizi ma anche con profili di rischio più elevati
- L'ingresso sui mercati di nuovi investitori come gli intermediari finanziari in *hedge funds*, le società mobiliari e le assicurazioni, i fondi comuni
- L'innovazione finanziaria; enorme sviluppo di attività finanziarie a breve-brevissimo periodo, senza nessun specifico collegamento con l'evoluzione dell'economia reale e con i risultati delle attività delle imprese quotate in borsa, ma con la diretta finalità di guadagnare speculando sulla estrema volatilità delle loro quotazioni
- Inefficienti sistemi multilaterali e nazionali di sorveglianza finanziaria (*G7, FMI, Financial Stability Forum, Banche centrali nazionali*)

Gli squilibri macroeconomici

Sino agli anni '60 sostanziale stabilità macroeconomica a livello globale (bassa inflazione, stabilità dei cambi, basso indebitamento, crescita economica sostenuta)

Negli anni '70 questa stabilità è venuta meno e l'economia mondiale ha dovuto affrontare squilibri macroeconomici crescenti

Negli anni più recenti lo squilibrio tra paesi con forti deficit di bilancia commerciale, principalmente gli Stati Uniti, e paesi con forti surplus commerciali, principalmente la Cina, ha assunto un peso determinante nell'evoluzione dell'economia globale

Gli Stati Uniti per sostenere i livelli di consumo delle famiglie americane sistematicamente superiori alla produzione hanno bisogno di ricorrere, in presenza di un basso tasso di risparmio interno, a finanziamenti esterni

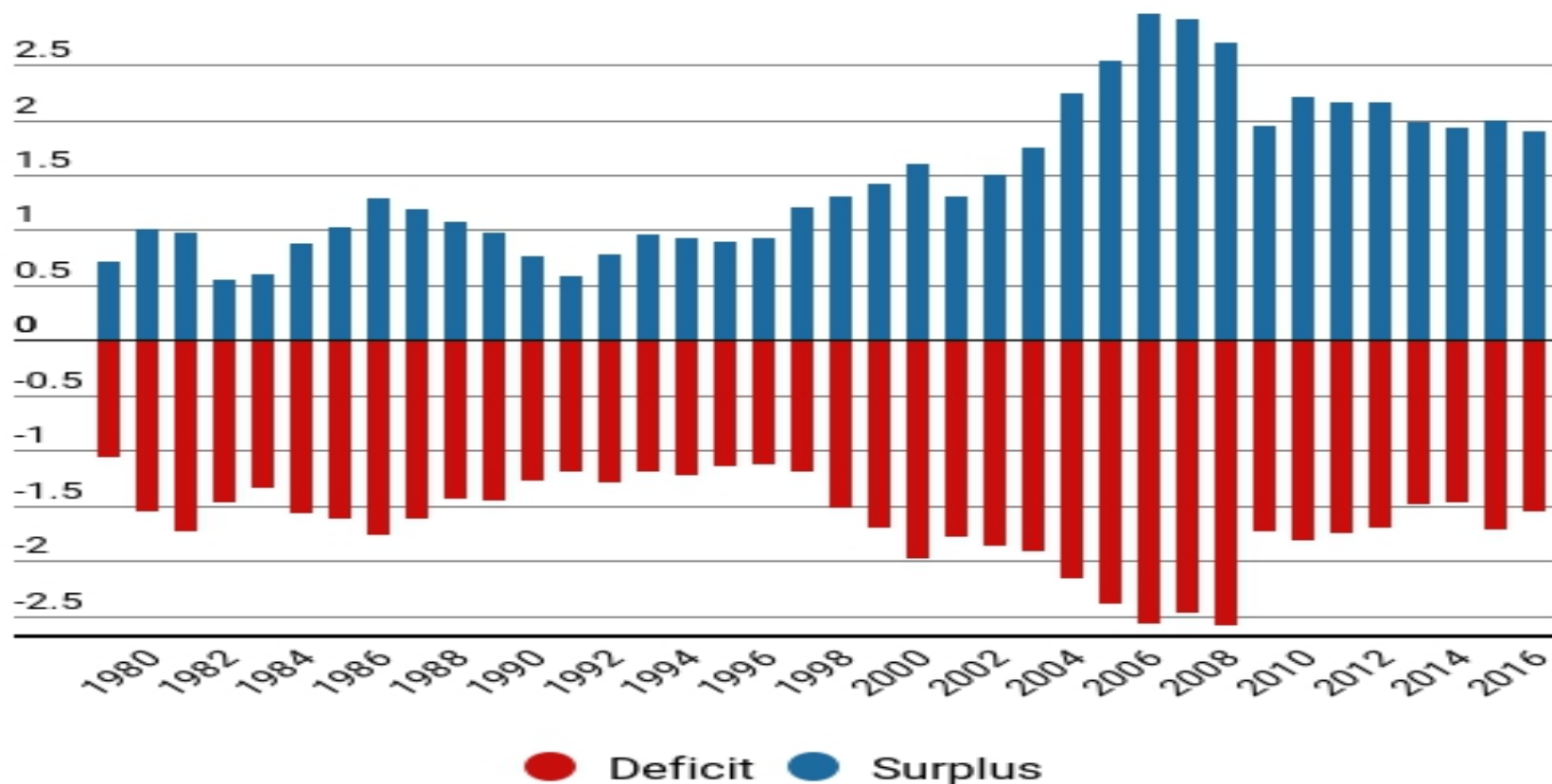
La Cina, i paesi emergenti ed i paesi petroliferi, con elevati surplus commerciali, elevati risparmi interni, bassi consumi, mercati finanziari meno efficienti, hanno convenienza ad investire in attività finanziarie sicure e redditizie (prevalentemente nel mercato americano).

Sia USA che Cina hanno tratto grande convenienza da questi trasferimenti: crescita elevata (nel periodo 1994-2000 USA +3,9%; Cina oltre il 9%) , bassa inflazione.

Signs of trouble

External imbalances peaked before the global financial crisis. The IMF's annual external assessments seek to identify risks early, before imbalances become disruptive.

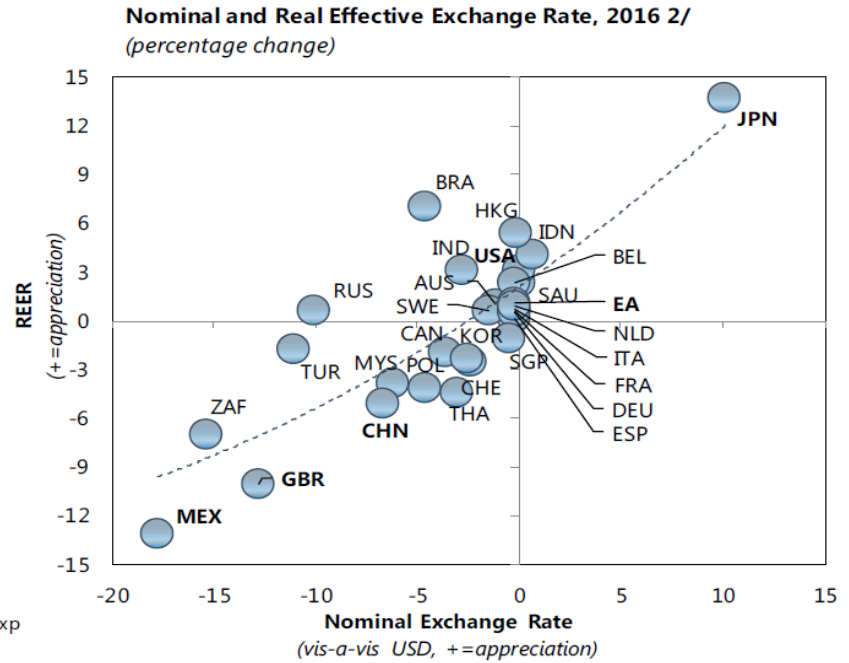
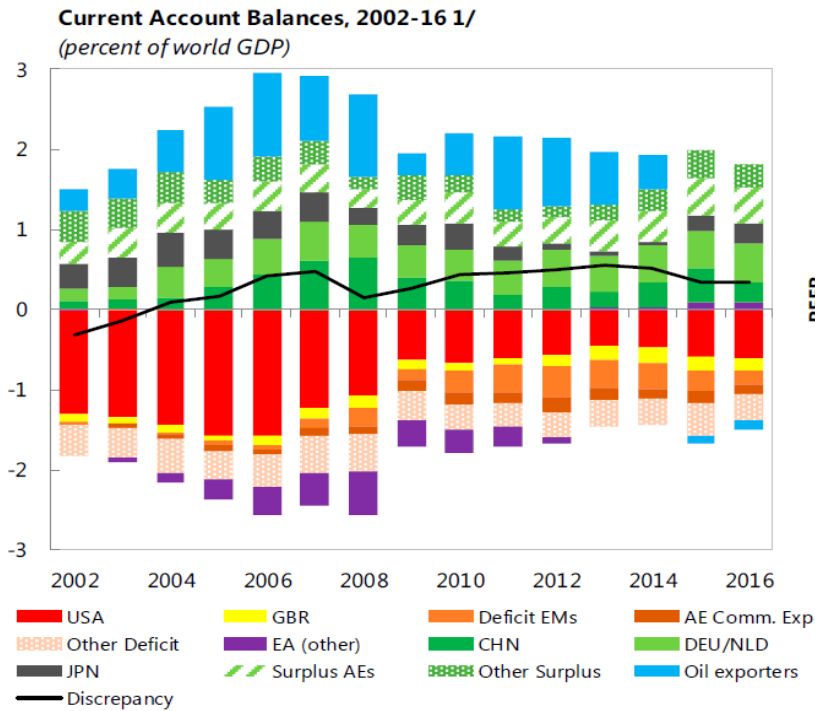
(percent of global GDP)



Source: IMF, World Economic Outlook; and IMF staff calculations.

Note: The aggregate surplus and deficit can differ slightly due to statistical discrepancies.

Figure 1. Evolution of Global Current Account Balances and Exchange Rates, 2002-16



Sources: World Economic Outlook, *International Financial Statistics*, Global Statistics Database and IMF staff calculations.

1/Surplus AEs: Hong Kong SAR, Korea, Singapore, Sweden, Switzerland, Taiwan POC; AE Commodity Exporters: Australia, Canada, New Zealand; Deficit EMs: Brazil, India, Indonesia, Mexico, South Africa, Turkey; Oil Exporters: WEO definition plus Norway.

2/ 2016 average relative to 2015 average.

Nel periodo che va dal 1999 al 2007 il disavanzo cumulato di parte corrente degli Stati Uniti ha raggiunto l'impressionante cifra di \$ 4,6 trilioni mentre il debito estero lordo, sempre nello stesso periodo, è quadruplicato raggiungendo i \$ 13,4 trilioni.

La Cina, a sua volta, ha accumulato avanzi pari al 10 per cento del Pil, il paese con il più elevato livello di riserve ufficiali al mondo (oltre 2.800 dollari nel 2010, oltre 4.000 alla fine del 2014, 3.162 nel 2017), con la più elevata propensione al risparmio (mediamente pari al 50 per cento del Pil) e che detiene la maggiore parte del debito pubblico americano.

Questi squilibri non si sono ripercossi sul tasso di cambio (forte svalutazione del \$ ed elevata rivalutazione del renminbi)

L'aver ignorato per troppo tempo i rischi derivanti da questi squilibri ha creato le condizioni perché si realizzassero ulteriori e più drammatiche situazioni di crisi.

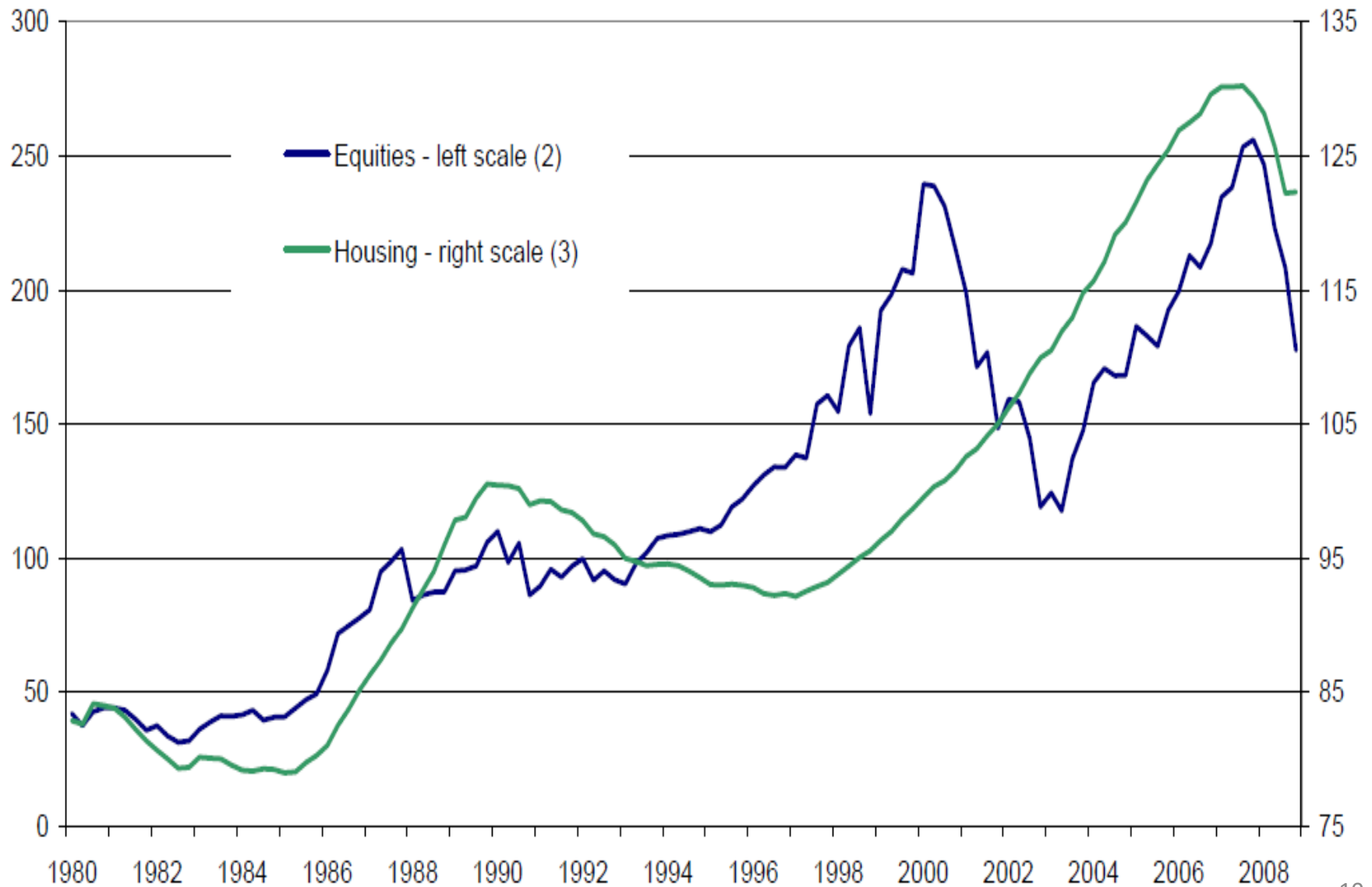
Le politiche monetarie accomodanti

Negli anni '90 si affermano politiche monetarie espansive che unitamente a bassi tassi di interesse e bassa inflazione forniscono la liquidità ai mercati per la crescita degli investimenti e di nuove attività finanziarie con rendimenti e profili di rischi più elevati.

L'insieme di queste circostanze spiega il forte rialzo osservato in questo periodo negli indici dei prezzi dei mercati azionari e titoli immobiliari.

I prezzi delle abitazioni sono cresciuti negli Stati Uniti, nel Regno Unito ed in altri paesi europei, di oltre il 30% fra il 2003 ed il 2007, mentre il valore dei titoli azionari, sempre nello stesso periodo, è aumentato di oltre il 90%.

Prezzi degli asset in termini reali (indici 1990=100, dati trimestrali)



Questo periodo vede:

- lo sviluppo delle economie avanzate ed emergenti tornare a crescere dopo l'attentato alla Torri Gemelli (2001)
- l'avvio di politiche monetarie accomodanti perseguite dalla *Federal Reserve System* e dalle principali banche centrali
- una crescita molto contenuta nell'evoluzione dei prezzi

lasciando intravedere, nei primi anni del nuovo secolo, il raggiungimento di una condizione di crescita macroeconomica sostenuta e sufficientemente esente da dinamiche di oscillazioni indesiderate dei prezzi.

Alcuni osservatori hanno interpretato la positiva evoluzione dell'economia mondiale verificatasi in tale periodo (assenza di inflazione e riduzione della volatilità del ciclo economico) con il termine di “**Grande Moderazione**”, intendendo con questa espressione fare riferimento ad una fase economica caratterizzata dall'impiego di “buone politiche”

Altri sostengono che il ruolo maggiore è da attribuire alla *good-luck*, cioè all'assenza negli ultimi due decenni di ripetute e violente variazioni del ciclo economico (shocks), come quelle avvenute negli anni Settanta

Le nuove caratteristiche dei flussi di capitale

La finanza moderna è cresciuta rapidamente all'interno di un sistema normativo ed istituzionale profondamente mutato e non adeguato alla complessità delle innovazioni introdotte

- con un utilizzo eccessivo della leva finanziaria (rapporto tra capitale proprio e capitale di rischio)
- l'abolizione voluta da Clinton nel 1999 della separazione tra banche commerciali e banche d'investimento
- l'assenza di efficaci strutture di sorveglianza degli istituti finanziari.

Le banche, le società di assicurazione, i fondi d'investimento, hanno sviluppato operazioni finanziarie di indebitamento a breve termine che hanno fruttato grandi profitti ma anche esposto queste istituzioni a grandi rischi non sufficientemente coperti da capitale proprio e ha reso i sistemi economici più fragili e vulnerabili.

L'innovazione finanziaria

L'innovazione finanziaria non è, di per sé, un fattore negativo.

Al contrario, nella misura in cui crea nuovi strumenti d'investimento, nuove opportunità di finanziamento per gli operatori e nuove risorse per i paesi che necessitano di prestiti, o nuove forme di copertura dei rischi, svolge una funzione vitale per lo sviluppo dei mercati e la crescita economica.

I fattori che hanno maggiormente contribuito alla diffusione dei nuovi prodotti finanziari sono:

- ✓ l'aumento degli strumenti a disposizione degli investitori
(diversificazione finanziaria e maggiori opportunità di scelta)
- ✓ la riduzione dei costi di negoziazione dei titoli (crescita del mercato dei derivati e dell'azionariato)
- ✓ la disponibilità di strumenti sofisticati di copertura del rischio (con conseguente riduzione dei premi di rischio).

Nel sistema bancario si passa da un modello operativo

- “***originate and hold***”, in cui chi eroga il credito lo tiene in bilancio a suo rischio
- “***originate and distribute***, cioè un meccanismo di distribuzione e trasferimento dei rischi sul compratore attraverso il ricorso a strutture finanziarie intermedie collegate alle banche stesse (VIS, *Special Investment Vehicles*).

Le banche, in sostanza, erogano prestiti alle imprese, alle famiglie per l’acquisto della casa (con relativa accensione di un mutuo) o crediti per finanziare i consumi che a loro volta vengono trasformati in altri prodotti finanziari e collocati sui mercati finanziari per essere acquistati dagli operatori di tutto il mondo.

L'erogazione di tali mutui è stata resa possibile da una pratica finanziaria che ha radice antiche: la cartolarizzazione.

Le banche che erogano prestiti, ad esempio alle imprese e alle famiglie per l'acquisto della casa (con relativa accensione di un mutuo) o acquisiscono prestiti da altri intermediari finanziari, possono trasferire questi titoli a società veicolo che a loro volta, attraverso la cartolarizzazione degli attivi ceduti dalle banche, emettono altri prodotti finanziari a breve termine che vengono collocati direttamente (o indirettamente attraverso intermediari fiduciari) sui mercati finanziari.

Questi titoli, di natura e qualità diversa (ABS, MBS, CDO, CLO), vengono a loro volta “impacchettati” e successivamente “spezzettati” in altri blocchi di prodotti finanziari di diverso rischio ed utilizzati per fornire garanzie ad ulteriori attività di investimento.

Lo sviluppo da parte delle banche di questi mercati dei prodotti derivati ha accentuato situazioni di *azzardo morale e conflitti di interesse* che, anche a causa dell’opacità e della scarsa informazione su questi prodotti, hanno portato ad una crescita e ad una diffusione del rischio sistemico che si rileverà un fattore esplosivo di innesto della crisi finanziaria.

- il volume dei derivati CDS (*credit default swaps*) è passato dal 2000 al 2007 da 2.000 a 55.000 miliardi di dollari
- l'ammontare complessivo dei derivati, relativamente alle sole grandi banche americane, nel 2008 ha raggiunto i 200.000 miliardi di dollari, 14 volte il Pil degli USA
- la grande parte dei prodotti derivati viene trattata in un mercato parallelo «fuori borsa» (OTC).

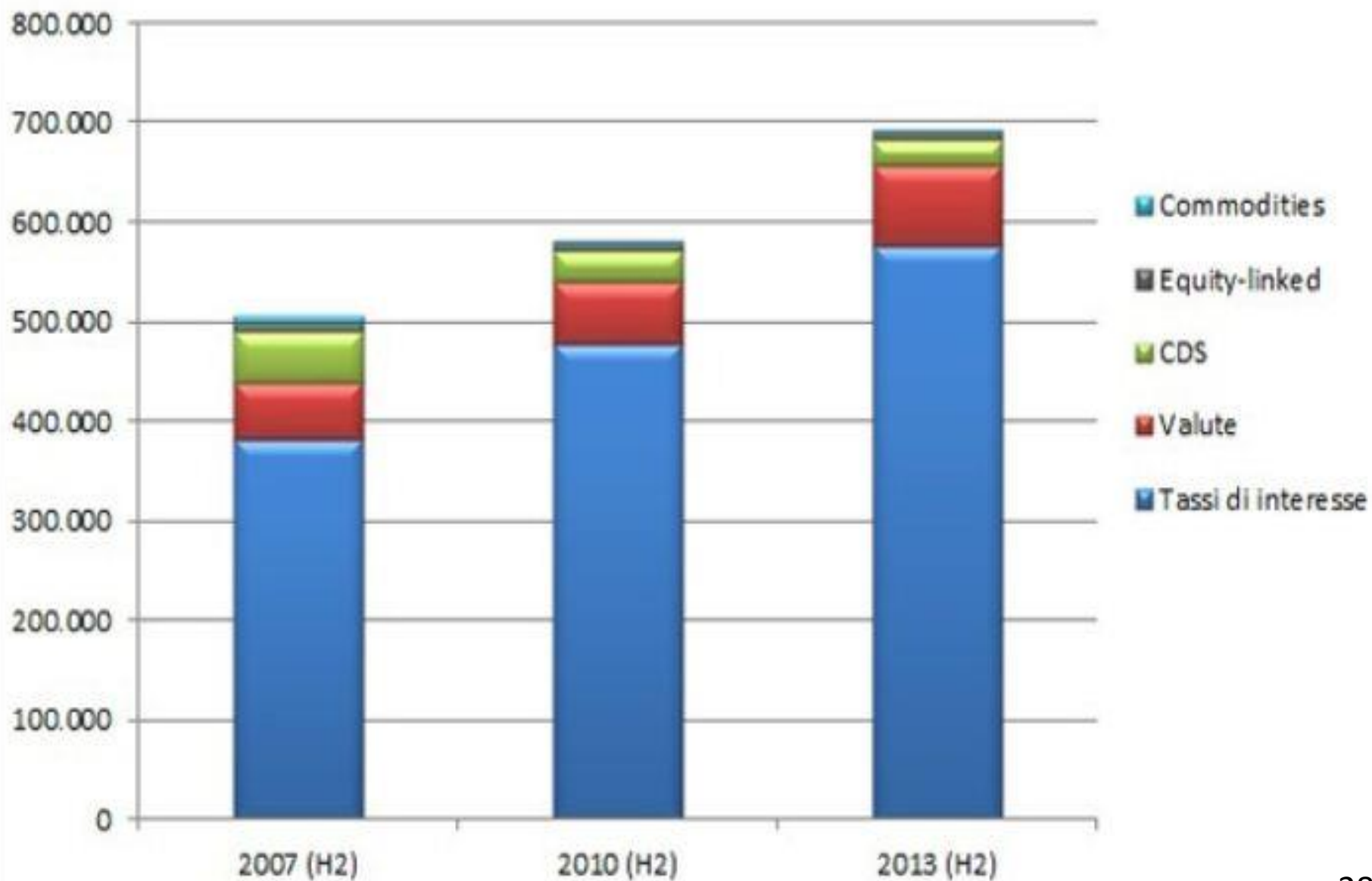
Le operazioni finanziarie

L'ammontare complessivo dei prodotti derivati trattati fuori borsa (OTC) ha raggiunto i 500 trilioni di dollari nel 2007, i 700 nel 2013 per poi tornare nel 2017 sui valori pre-crisi (500 trilioni).

Il significato delle operazioni “fuori borsa” è il seguente.

I grandi istituti finanziari, ma anche parte degli intermediari non bancari, sempre allo scopo di espandere la loro leva finanziaria oltre i limiti imposti dalla dotazione di capitale proprio, hanno fatto sempre più spesso ricorso ad operazioni non regolamentate, definite “*over the counter*”, attivate cioè in un mercato parallelo a quello borsistico e non soggetto ad alcuna supervisione da parte degli enti regolatori.

Valore nozionale dei contratti derivati OTC: confronto dal 2007 al 2013. Dati in miliardi di dollari. Fonte: Bank for International Settlements

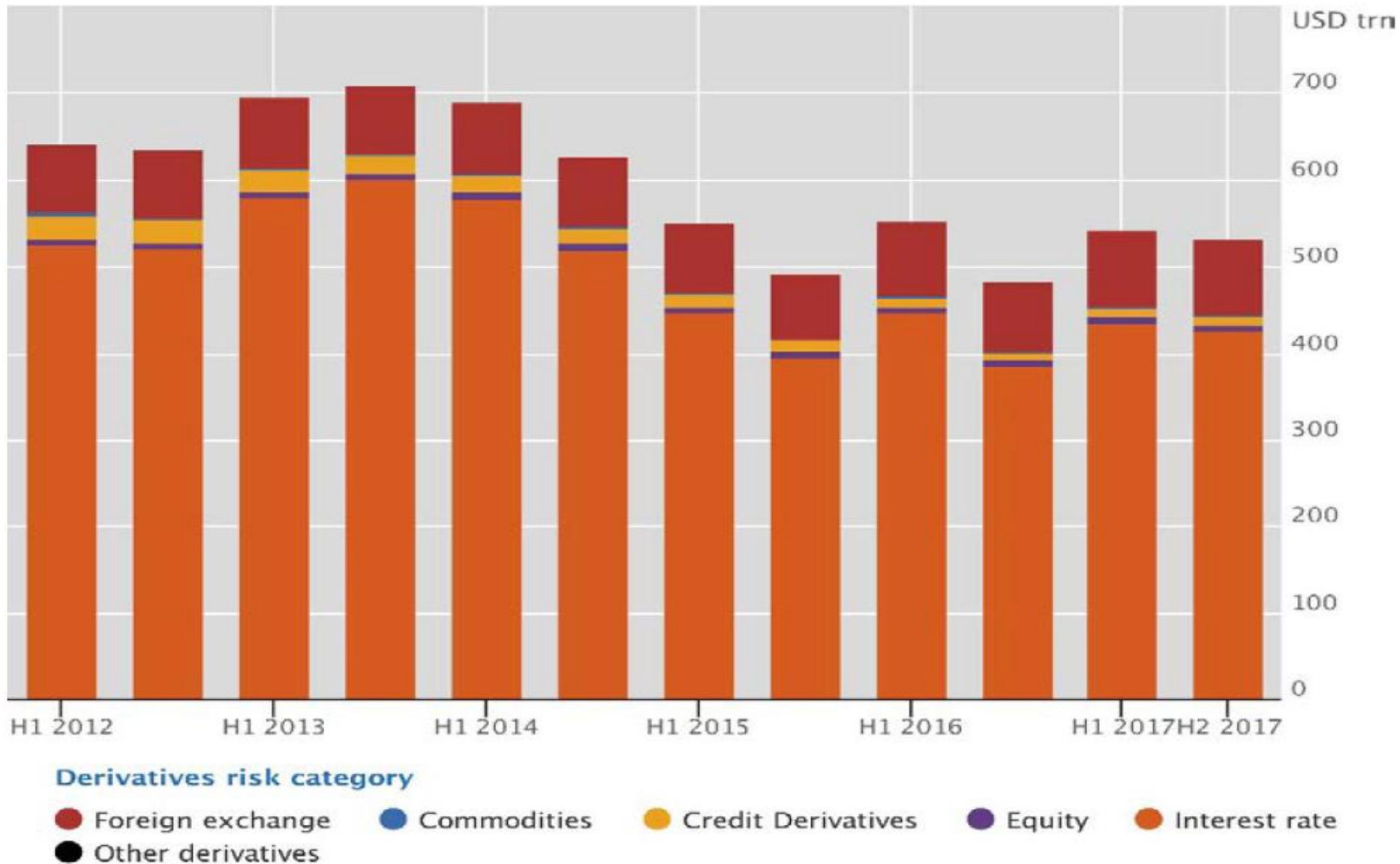


La crescita del volume dei contratti è dovuta essenzialmente al mercato dei derivati sui tassi di interesse e sulle valute.

Le imprese e le società finanziarie si coprono con questi contratti rispettivamente dal rischio di variazioni dei tassi di remunerazione del capitale preso a prestito, e dei tassi di cambio sulle valute estere.

Ma possono anche effettuare operazioni finanziari speculative tese a scommettere sulla loro variabilità nel corso del tempo.

Notional amount of OTC derivatives little changed in H2 2017



Source: BIS

La complessità di questi prodotti ha, di fatto, ridotto la possibilità, anche per gli operatori più sofisticati, come accaduto con le Agenzie di *rating*, di valutare con attenzione i rischi connessi all'impiego di questi fondi.

Le sole preoccupazioni per le banche erano, dunque, quelle di ottimizzare il proprio capitale al fine di produrre elevati ritorni per gli azionisti e lautii *bonus* per i manager.

Per ridurre i rischi finanziari le banche sono ricorse ai CDS, strumenti assimilabili a polizze assicurative che coprono eventuali insolvenze e perdite di valore dei titoli in loro possesso.

L'innovazione tecnologica ha, senza dubbio, consentito alle banche, alle società finanziarie e agli altri intermediari finanziari di migliorare, sia nella forma di più veloci e sofisticati metodi di elaborazione dati, sia di più precisi modelli di analisi del rischio e di valutazione del prezzo degli *asset*, la propria capacità di gestione dei rischi.

Tuttavia, nonostante questi progressi, la complessità degli strumenti finanziari offerti per la copertura del rischio è stata tale da impedire, anche agli operatori più esperti, una corretta valutazione sul merito di credito di questi titoli (prestiti ed obbligazioni).

L'espansione della finanza strutturata assicurata dalle nuove tecnologie e dai nuovi modelli di intermediazione finanziaria è stata accompagnata da una forte sottostima dei rischi connessi a tali operazioni creando le premesse per il drammatico collasso finanziario che non tarderà ad arrivare.

Aspetti positivi: l'innovazione finanziaria ha contribuito ad avvicinare al credito molti nuovi operatori ed imprese che difficilmente avrebbero potuto accedere a tali risorse (per l'acquisto di case, per il finanziamento di progetti d'investimento rischiosi ecc.).

Aspetti negativi: il sistema, che sembrava soddisfare tutte le esigenze degli operatori, presentava, tuttavia, numerose disfunzioni e criticità che sono state sottovalutate o semplicemente ignorate per l'assenza di poteri di accertamento delle responsabilità e di sanzione nei riguardi delle istituzioni eccessivamente indebitate in prodotti strutturati ad elevato rischio.

Limitata sorveglianza sui mercati finanziari

Ogni sistema finanziario è soggetto, per garantire la difesa degli interessi e la sicurezza di tutti gli utenti e le istituzioni che vi operano, a forme di controllo finalizzate ad assicurarne il corretto comportamento (vigilanza microprudenziale), e a garantire la stabilità finanziaria complessiva del paese (vigilanza macroprudenziale).

Entrambe queste forme di vigilanza, strettamente interrelate tra di loro, non hanno funzionato in modo adeguato dal momento che per nessuno degli squilibri a cui si è fatto riferimento, squilibri macroeconomici, squilibri monetari e finanziari, eccesso di liquidità, rischiosità degli investimenti, uso eccessivo della leva finanziaria, sono stati avviati interventi correttivi utili ad evitare il sopraggiungere della crisi.

A livello nazionale, il sistema di regolamentazione e vigilanza, costituito da un numero rilevante di autorità nazionali con giurisdizioni, procedure e funzioni di controllo sulla vigilanza bancaria molto diverse tra di loro, ha funzionato poco e male:

- per l'estrema opacità delle operazioni finanziarie
- per la sottovalutazione dei rischi
- per l'inadeguatezza degli accordi in materia di requisiti patrimoniali (Basilea 1 e 2)
- per l'insufficiente coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionali

Le stesse Agenzie di rating, chiamate a certificare la validità e rischiosità dei prodotti finanziari, si sono trovate in grande difficoltà sia per complessità dei prodotti sia per il conflitto di interessi che si è venuto a creare dovendo giudicare titoli di società che risultano essere anche i loro principali finanziatori.

Anche il sistema di vigilanza multilaterale, rappresentato dal G7, dal FMI e dal *Financial Stability Forum (FSF)*, costituito quest'ultimo nel 1999 dai principali paesi industrializzati e dagli organismi economici internazionali allo scopo di promuovere la stabilità finanziaria internazionale e la riduzione dei rischi del sistema finanziario, non ha funzionato in modo adeguato.

Gli interventi di sostegno del FMI sono stati rivolti ai paesi con gravi squilibri economici ma nessuna azione di portata più ampia è stata concretamente avviata per la correzione degli squilibri sistemici.

Comportamenti altrettanto poco efficaci e limitati nella portata sono stati presi in ambito G7 per il ripristino di condizioni più stabili nel sistema economico e finanziario internazionale.

Il sistema di regolamentazione e vigilanza delle attività finanziarie è risultato *“troppo indulgente e, nel caso di alcune attività, troppo facile da eludere”* (BRI,2010).

6. La recente crisi finanziaria e il suo impatto sull'economia globale

Lo scoppio della crisi, partita nell'estate del 2007 negli USA, viene generalmente imputato all'andamento dei mutui ipotecari concessi dagli intermediari ad operatori con basso merito di credito (*subprime*) ma garantiti dall'aspettativa di una continua crescita del prezzo degli immobili.

In realtà, le condizioni per il propagarsi di questi avvenimenti si erano già accumulate nel tempo a causa di politiche monetarie accondiscendenti e dello sviluppo di nuove tecnologie nel settore delle informazioni e comunicazioni che hanno dato luogo, attraverso la cartolarizzazione delle attività delle banche, alla crescita di nuovi strumenti finanziari (cosiddetti strutturati) la cui valutazione è risultata assai complessa.

Con la modifica della politica monetaria americana iniziata da Bernanke (2006-2013), meno accomodante rispetto a quella seguita da Greenspan (1987-2006), ed il conseguente aumento dei tassi di interesse indotto da aspettative di crescita dell'inflazione, le famiglie non sono state in grado di ripagare i mutui contratti per l'acquisto delle case.

Di qui la caduta del prezzo degli immobili, tensioni e panico sul mercato dei titoli immobiliari, il venire meno delle garanzie date alle banche per ottenere crediti, il pignoramento delle case con ulteriore riduzione del loro prezzo, il fallimento delle compagnie di assicurazione che avevano emesso strumenti di protezione del rischio.

La crisi finanziaria, per effetto della trasmissione dei contagi tra mercati fortemente integrati, finisce per estendersi rapidamente anche ad altri titoli bancari e ad altri *asset* alimentando, in tal modo, l'incertezza degli investitori sull'entità delle perdite e la sfiducia nelle istituzioni finanziarie.

La crisi immobiliare si trasformata in crisi di fiducia e di liquidità. Una volta innestata la crisi tende ad autoalimentarsi.

Nel giro di pochi mesi si assiste ad un vero e proprio sconvolgimento del sistema finanziario americano, ed in particolare delle cinque grandi banche d'investimento (**JPMorgan Chase, Citibank, Goldman Sachs, Bank Of America, Morgan Stanley**) e delle principali agenzie assicurative.

I governi devono intervenire:

- negli USA viene salvata la banca d'affari *Bear Stearns* ma viene fatta fallire una delle più grandi banche d'affari, la *Lehman Brothers*
- Interventi finanziari altrettanto costosi vengono attuati in Inghilterra, Irlanda, Islanda, Germania e Belgio.

Con la riduzione degli attivi bancari (che hanno in portafoglio grandi quantità di titoli tossici) e il rafforzamento delle norme prudenziali (richiesti dagli accordi di Basilea) le banche sono costrette a limitare il credito alle imprese ed il sistema economico entra definitivamente in recessione non solo negli USA ma anche nei paesi europei.

Il contagio dalla crisi finanziaria all'economia reale si è sviluppato con repentinità, intensità e simultaneità, dando luogo a una recessione economica mondiale alimentata da tutti i canali di trasmissione tradizionalmente individuati dalla letteratura economica, da quello monetario a quello del commercio estero, all'effetto ricchezza, solo per citarne alcuni per la spiegazione dei fenomeni recessivi.

Gli interventi varati a seguito della crisi sono stati, quindi, tempestivi, mirati e di una ampiezza senza precedenti.

Le banche centrali hanno ridotto drasticamente i tassi ufficiali, immesso un consistente volume di liquidità sul mercato interbancario, garantito le passività bancarie e accettato come garanzia i titoli tossici posseduti dagli intermediari finanziari.

I governi nazionali hanno ampliato la dimensione degli interventi già introdotti e disposto consistenti manovre di stimolo fiscale.

Negli Stati Uniti, a distanza di pochi mesi, venivano presentati due distinti piani di sostegno all'economia, mentre l'Unione europea varava un piano di ripresa *ad hoc* in grado di accompagnare le singole politiche nazionali di rilancio dell'economia reale.

La crescita del debito pubblico

I piani anti-crisi varati dagli Stati, il rincorrersi delle misure fiscali di stimolo all'economia, i rapporti deficit/Pil cresciuti a dismisura, i salvataggi delle banche decotte e gli interventi di sostegno ai sistemi bancari finanziati con denaro pubblico (*bad Banks*, ricapitalizzazioni, garanzie statali) hanno contribuito ad un incremento massiccio delle emissioni lordo e netto di titoli di Stato e, conseguentemente, all'aumento dello stock di debito pubblico.

Il rallentamento della crescita

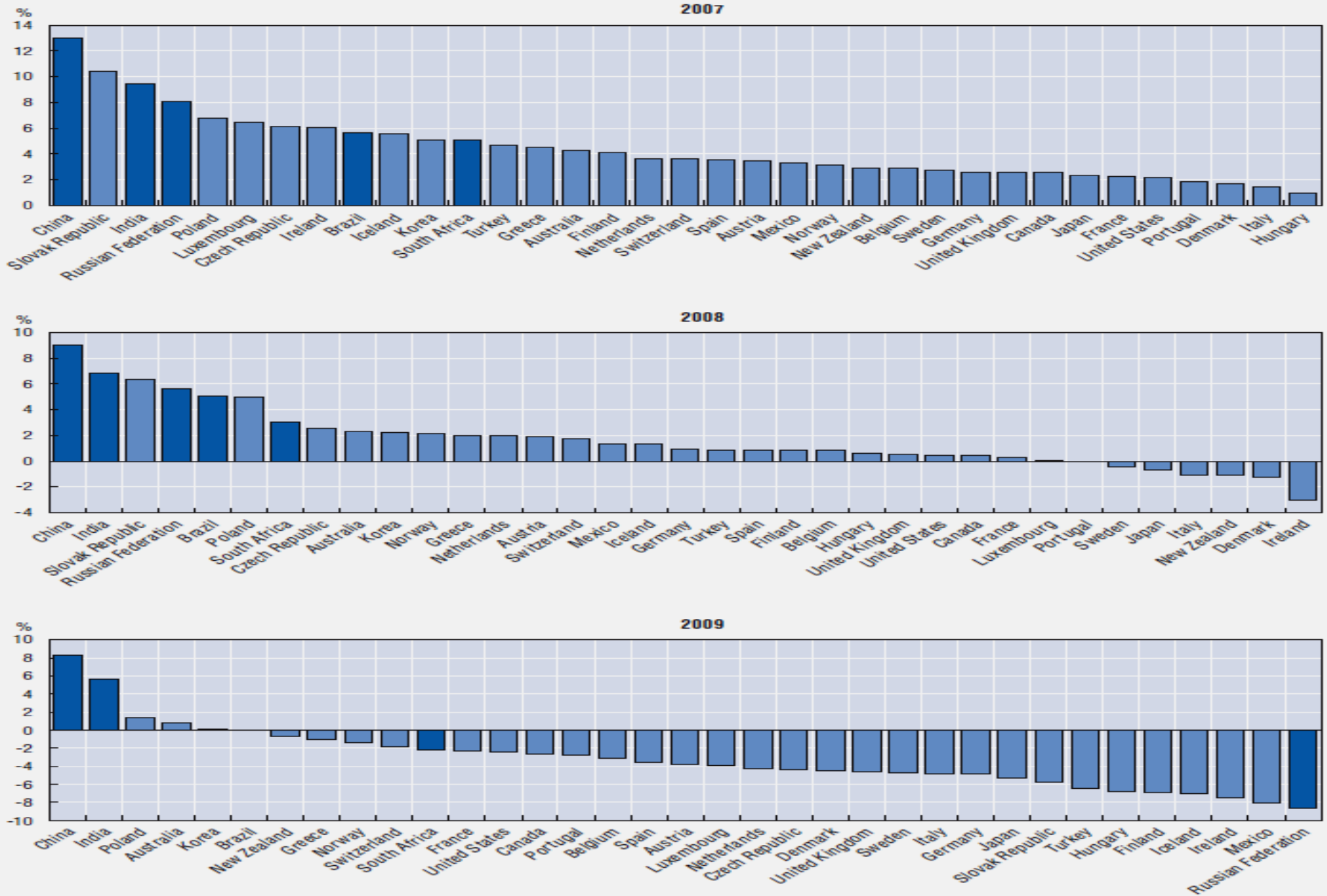
La crisi finanziaria ha impattato sull'economia reale riducendo i consumi, gli investimenti, l'occupazione, la produzione e quindi la crescita a livello globale. La ripresa sarà più lenta e fortemente differenziata.

Il debito pubblico dei Paesi OCSE (% del PIL)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Euro area	71,6	78,0	88,8	93,9	95,9	104,4	106,7	107,7	106,9
Austria		68,7	74,3	78,8	80,6	86,0	83,4	90,0	89,5
Belgium	88,1	92,6	101,0	100,9	104,1	106,4	106,7	106,8	105,4
France	72,3	79,3	91,4	95,7	99,3	109,3	112,6	115,1	116,1
Germany	65,3	69,9	77,5	86,2	85,8	88,5	85,9	83,9	79,8
Greece	112,9	122,5	138,3	157,3	179,9	167,5	186,0	188,7	188,2
Ireland	28,8	50,1	71,1	88,5	103,9	127,8	134,6	133,1	132,0
Italy	112,8	118,9	132,4	131,1	124,0	142,2	145,5	147,2	147,4
Japan	167,0	171,1	188,7	193,3	209,5	216,5	224,6	229,6	232,5
Netherlads	51,5	64,8	67,6	71,9	76,1	82,7	86,2	87,5	87,7
Portugal	75,4	80,8	94,0	104,0	118,4	134,6	139,4	141,3	142,2
Spain	42,1	48,0	63,3	68,4	78,8	92,6	104,0	108,5	111,5
United Kingdom	47,2	57,3	72,1	81,7	97,1	101,6	99,3	101,7	103,1
United S.	62,0	72,6	85,8	94,6	98,8	102,1	104,3	106,2	106,5
OECD	73,1	79,9	91,2	97,5	102,1	107,1	109,5	111,1	111,2

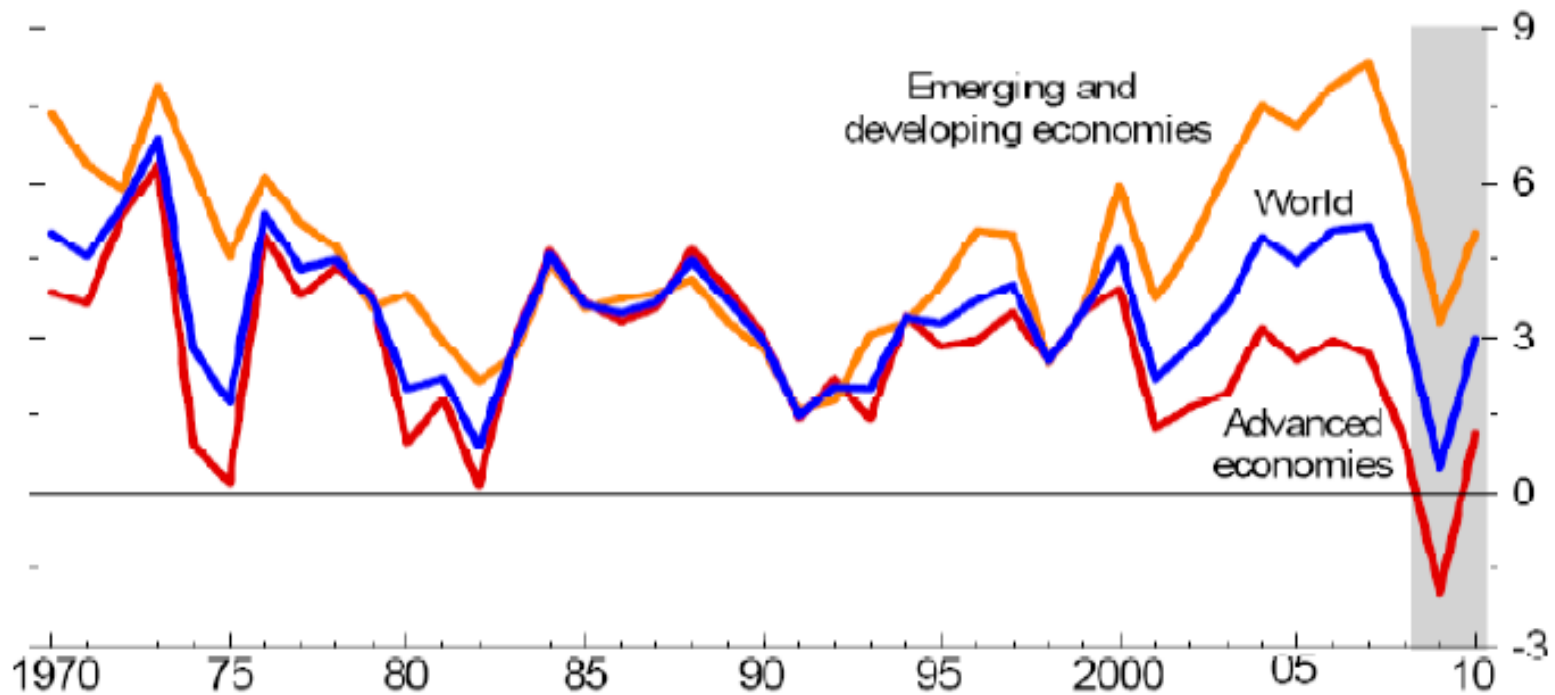
Un'evidenza empirica: l'Impatto della crisi finanziaria sul GDP reale

Figure A.4.2. Real GDP growth



The Impact of Financial Crisis in World Economy

Figure 1. GDP Growth
(Percent change)



Source: IMF staff estimates.

Lecture Consigliate

Evoluzione della finanza globale

- **Jordi Guillamòn, Cosa sono le crisi finanziarie 2024.**