

GIOVANNI GAMBINO

ECONOMIE FUORI CONTROLLO
IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING E DELL'INTELLIGENCE
NELLE CRISI FINANZIARIE GLOBALI

Prefazione di
MARIO CALIGIURI



SOCINT SOCIETÀ ITALIANA DI INTELLIGENCE

con la collaborazione
dell'**INTELLIGENCE LAB** UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA

GIOVANNI GAMBINO

ECONOMIE FUORI CONTROLLO
IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING E DELL'INTELLIGENCE
NELLE CRISI FINANZIARIE GLOBALI



© 2021 Giovanni Gambino

Società Italiana di Intelligence
c/o Università della Calabria, Cubo 18-b, 7° piano
via Pietro Bucci
87036 Arcavacata di Rende (CS) – Italia

<https://www.socint.org>

ISBN 979-12-80111-15-9

In collaborazione con IntelligenceLab dell'Università della Calabria
<https://www.intelligencelab.org/>

INTELLIGENCE
LAB

Design di copertina: Ing. Maria Abbate

INDICE

Prefazione di Mario Caligiuri	p. 6
-------------------------------	------

CAPITOLO 1

PRIMETRO DI INDAGINE E LE GRANDI CRISI PRE-2000

1.1 Perimetro di indagine	p. 11
1.2 Bolla dei tulipani	p. 19
1.3 La crisi del '29	p. 21
1.4 La Germania dalla prima guerra mondiale fino alla riunificazione, passando per il London Agreement del 1953: la questione dell'iperinflazione	p. 31
1.5 Attacco alla lira del 1992	p. 36

CAPITOLO 2

LA CRISI DEI MUTUI "SUBPRIME" U.S.A.: UN MODELLO A COMPLESSITÀ ELEVATA E DEREGULATION.

2.1 La deregulation	p. 45
2.2 I mutui subprime	p. 49
2.3 La cartolarizzazione dei mutui (securitized) ed il ruolo dei CDO e dei CDS.	p. 53
2.4 Too big to fail.	p. 59
2.5 Il contagio dell'economia reale.	p. 63

CAPITOLO 3

FINANZA CRITICA

3.1 Il sistema bancario ombra	p. 72
3.2 Economia reale e finanza	p. 78
3.3 Il ruolo delle agenzie di rating	p. 83
3.4 La crisi del debito sovrano italiano del 2011	p. 98
3.5 La lezione di Bernanke e le analisi di contesto	p. 103

CAPITOLO 4

I RUOLI DELLA *PRE*-CRISI E LA FORMULAZIONE DEGLI SCENARI

4.1 I ruoli della <i>pre</i> -crisi e dello scenario	p. 113
4.2 Conclusioni	p. 123
Bibliografia	p. 126
Sitografia	p. 127
Profilo dell'autore	p. 130

PREFAZIONE
di Mario Caligiuri*

La globalizzazione che si è sviluppata dopo la caduta del muro di Berlino è come l'approdo di Colombo nelle Indie occidentali, come l'atterraggio sulla luna nel Mare della tranquillità: ha cambiato la percezione del mondo¹.

E per comprendere occorre prima di tutto interpretare, unendo passato, presente e futuro. In questa logica, è determinante l'approccio di intelligence, che individua le informazioni rilevanti per unire i punti della realtà e avere utili elementi per assumere decisioni sufficienti².

La globalizzazione economica con la realizzazione di un unico grande mercato ha consentito alle persone libertà di movimento, alle imprese di operare lontano dai propri confini nazionali, ai capitali di spostarsi con estrema semplicità.

Specularmente però è un mercato globale che fuoriesce dal controllo dei singoli stati nazionali e che spesso diventa teatro di speculazione pura a causa della mancanza di adeguata, e probabilmente impossibile, regolamentazione³.

La connessione su scala mondiale dei fenomeni rende interdipendenti le attività economiche e finanziarie, favorendo gli interscambi globali, ma anche accentuando le crisi globali, come nel caso evidente della pandemia. E in tale quadro specifico l'intelligence è chiamata a svolgere

¹ Per un approccio filosofico per quanto riguarda l'acutezza dell'analisi del fenomeno ma di meno sulle proposte di soluzione, vedi D. FUSARO, *Globalizzazione, La lotta di classe al tempo del populismo*, Rizzoli, Milano 2019. Tra i primi a capire le trasformazioni provocate dalla globalizzazione, E.N. LUTTWAK, *La dittatura del capitalismo. Dove ci porteranno il liberalismo selvaggio e gli eccessi della globalizzazione*, Mondadori, Milano 1999.

² M. CALIGIURI, *Intelligence*, in "Enciclopedia Italiana", X Appendice, Volume I, A-I, Roma 2020, pp. 791-795.

³ Tra gli altri, N. KLEIN, *No Logo*, Baldini Castoldi Dalai, Milano 2000 e N. CHOMSKY, *Capire il potere*, Marco Tropea Editore, Milano 2002.

un ruolo sempre più importante poiché l'ordine mondiale si sta rapidamente trasformando⁴.

Le crisi finanziarie sono senza confini perché hanno origine nella globalizzazione, pertanto non sono confinate in una limitata area geografica o a specifici settori ma si espandono in tutte le direzioni, intaccando la qualità della vita delle persone.

Lo studio di Giovanni Gambino tende ad osservare il fenomeno delle crisi finanziarie tramite l'analisi dell'intelligence economica, dimostrando che questi fenomeni investano direttamente la sicurezza nazionale.

Il tema viene introdotto analizzando le crisi finanziarie sotto il fondamentale profilo storico, che mostra come diventano sempre più complesse per la crescente finanziarizzazione dei processi economici, dove prevale la logica della speculazione sull'economia reale.

Pertanto le analisi storiche permettono di inquadrare in una logica di lunga durata accadimenti presenti e futuri⁵.

Il compito degli analisti di intelligence economica sarà quello di prevedere i possibili segnali di rischio, consentendo ai decisori di compiere scelte utili a contenerli. Gambino dimostra che non è impossibile prevedere le crisi finanziarie e quindi in linea teorica in ogni caso è utile dotarsi di strumenti di analisi adeguati, che integrino saperi umani pluridisciplinari e algoritmi.

Le crisi finanziarie analizzate in questo studio seguono una linea temporale che parte dalla bolla dei tulipani del 1660, proseguendo per la grande depressione del 1929, l'attacco alla Lira del 1992, la crisi dei mutui sub prime del 2008, arrivando a quella del 2011 in relazione al debito sovrano in Europa ed in Italia in particolare.

Questa impostazione ha consentito di individuare i meccanismi principali, ponendo l'accento sul peso dei derivati in termini percentuali rispetto alla ricchezza globale.

⁴ A. GIANNULI, *Coronavirus: globalizzazione e servizi segreti*, Ponte alle Grazie, Milano 2020.

⁵ G. GALLI, *Storia d'Italia tra imprevisto e previsioni. Dal Risorgimento alla crisi europea (1815-2015)*, Mimesis, Sesto San Giovanni 2014.

Un tema osservato con attenzione è quello del ruolo delle agenzie di rating, che hanno un ruolo centrale nelle crisi finanziarie globali. In tale ambito, si sono dimostrati evidenti conflitti di interessi in relazione alla struttura proprietaria di tali compagnie, che assegnano l'affidabilità finanziaria a società di cui sono espressione⁶.

Sono state inoltre approfondite due vicende finanziarie che hanno riguardato il nostro Paese, distanti nel tempo e di natura non identica ma che hanno lasciato tracce profonde. L'attacco speculativo di tipo valutario contro la lira avvenuto nel 1992 da parte di George Soros⁷ e quello inerente alla crisi del nostro debito sovrano del 2011 che ha portato alle dimissioni del Governo⁸. Anche in questo caso le agenzie di rating hanno svolto un ruolo determinante che è stato oggetto di esame anche da parte della magistratura⁹.

Tali eventi hanno evidenziato con estrema chiarezza quanto sia necessario considerare le crisi finanziarie sotto il profilo della sicurezza nazionale, inquadrandoli in un'ottica di relazioni internazionali, perché la

⁶ G. GALLI, M. CALIGIURI, *Come si comanda il mondo. Teorie, volti, intrecci*, Soveria Mannelli 2017.

⁷ Tra gli altri, P. ARLACCHI, *I padroni della finanza mondiale. Lo strapotere che ci minaccia e i contro movimenti che lo combattono*, Chiarelettere, Milano 2018

⁸ La delegittimazione del premier Silvio Berlusconi, coinvolto in pesanti scandali giudiziari che ne hanno appannato l'immagine, è stata determinante nel cambio di governo del 2011, che è avvenuto, secondo alcune fonti, su precise direttive internazionali. A riguardo, tra gli altri, A. FRIEDMAN, *Ammazziamo il gattopardo*, Rizzoli, Milano 2014. Vanno evidenziati anche F. GEITHNER, *Stress Test. Reflections on Financial Crisis*, Crown Publishing Group, New York 2014; J.L. RODRIGUEZ ZAPATERO, *El dilema. 600 dias de vertigo*, Planeta, Barcelona 2013. Da rilevare che entrambi i volumi non sono stati finora tradotti in italiano.

⁹ "Nella crisi decennale iniziata nel 2007 e che è tuttora in atto, l'anno 2011 ha avuto una fisionomia particolare per il ruolo delle agenzie di rating, le cui valutazioni sulla situazione economica di singole entità nazionali hanno provocato critiche e perplessità. In particolare, per l'Italia, si è parlato di un loro concorso a descrivere una situazione disastrosa, che avrebbe favorito operazioni speculative sulle quali ha poi indagato la procura di Trani". G. GALLI, M. CALIGIURI, *Come si comanda il mondo. Teorie, volti, intrecci*, cit., p. 67.

salvaguardia degli interessi economici nazionali è alla base della coesione nazionale¹⁰.

Le fonti utilizzate nella ricerca provengono tutte dalle fonti aperte, dimostrando la validità dell'affermazione di Sherlock Holmes in un dialogo di qualche anno fa in un film in bianco e nero. L'ispettore dice: "Allora lei conosce segreti?". E il celebre detective risponde "Naturalmente, perché leggo ogni giorno «The Times»".

La realtà è sempre davanti agli occhi di tutti. Ma, a quanto sembra, non interessa quasi a nessuno. E Giovanni Gambino sembra essere uno dei pochi ad affrontare scientificamente il tema.

Soveria Mannelli, 19.1.2021

Mario Caligiuri

* Presidente della Società Italiana di Intelligence, Direttore del Master in Intelligence dell'Università della Calabria.

¹⁰ Ricco di spunti, A. VACCARO, *Lo spionaggio aziendale*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2020.

BIBLIOGRAFIA

- ARLACCHI P., I padroni della finanza mondiale. Lo strapotere che ci minaccia e i contro movimenti che lo combattono, Chiare lettere, Milano 2018.
- CALIGIURI M., Intelligence, in “Enciclopedia Italiana”, X Appendice, Volume I, A-I, Roma 2020.
- CHOMSKY N., Capire il potere, Marco Tropea Editore, Milano 2002.
- FRIEDMAN A., Ammaziamo il gattopardo, Rizzoli, Milano 2014.
- FUSARO D. Globalizzazione. La lotta di classe al tempo del populismo, Rizzoli, Milano 2019.
- GALLI G., CALIGIURI M., Come si comanda il mondo. Teorie, volti, intrecci, Soveria Mannelli 2017.
- GALLI G., Storia d'Italia tra imprevisto e previsioni. Dal Risorgimento alla crisi europea (1815-2015), Mimesis, Sesto San Giovanni 2014.
- GEITHNER F., Stress Test. Reflections on Financial Crises, Crown Publishing Group, New York 2014.
- GIANNULI A., Coronavirus: globalizzazione e servizi segreti, Ponte alle Grazie, Milano 2020.
- KLEIN N., No Logo, Baldini Castoldi Dalai, Milano 2000.
- LUTTWAK E.N., La dittatura del capitalismo. Dove ci porteranno il liberalismo selvaggio e gli eccessi della globalizzazione, Mondadori, Milano 1999.
- RODRIGUEZ ZAPATERO J.L., El dilema. 600 dias de vertigo, Planeta, Barcelona 2013.
- VACCARO A., Lo spionaggio aziendale, Rubbettino, Soveria Mannelli 2020.

CAPITOLO 1

PRIMETRO DI INDAGINE E LE GRANDI CRISI PRE-2000

*Non è ciò che non sai che ti mette nei guai.
È ciò che dai per certo che non lo è.*

Mark Twain

1.1 PERIMETRO DI INDAGINE

In una lettera agli azionisti scritta nel 2002, Warren Buffett, probabilmente uno dei più grandi investitori della storia, ha emesso un avvertimento. C'era un asset finanziario scambiato sui mercati mondiali che lo stava preoccupando, e nel pervenire ad una metafora, non si è trattenuto. I derivati, ha scritto Buffet, sono armi finanziarie di distruzione di massa, che trasportano pericoli che, sebbene ora latenti, sono potenzialmente letali¹¹.

Allorquando Warren Buffett fece tale affermazione, il valore dei derivati esistenti a livello globale era orientativamente circa 142 trilioni di dollari. Negli anni successivi, lo scambio si è intensificato di pari passo con l'ingegneria finanziaria, toccando circa 458 trilioni di dollari.

A circa dodici anni dalla crisi finanziaria del 2008, il sistema dei derivati finanziari non è stato assolutamente ridimensionato, piuttosto ha avuto una notevole crescita. Secondo la Banca dei regolamenti internazionali, il valore nozionale di tutti i derivati in circolazione si attesta a quasi 700 trilioni di dollari, superiore (e non di poco) anche al picco pre-crisi.

Quando il crollo è avvenuto, l'ormai famigerato Collateralised Debt Obligation, un tipo di derivato creditizio, ed il Credit Default Swap, sono

¹¹ <https://www.prospectmagazine.co.uk/economics-and-finance/financial-weapons-of-mass-destruction-brexit-and-the-looming-derivatives>

divenuti la miccia e la benzina che hanno contribuito a far saltare in aria il sistema finanziario globale nel 2008.

In linea teorica, in una società globale consapevole, il virus dovrebbe aver consentito la produzione di relativi anticorpi.

Nessuno aveva ascoltato Buffett. Sui derivati, si è scoperto che aveva sempre avuto ragione, potrebbero essere letali.

E lo sono tutt'ora.

I derivati finanziari sono emanazione di attività prettamente privatistiche (ma di uso anche pubblico quale utente finale). Ed in tal contesto è assolutamente imprescindibile inquadrare l'argomento sotto il duale aspetto privato/pubblico, perché sostanzialmente sono due facce della stessa medaglia. Il privato è imprescindibilmente intersecato alla dimensione pubblica, soprattutto in relazione al potere acquisito dalla "dimensione" finanziaria di determinati soggetti operanti in ambito economico.

Il prosieguo della trattazione mostrerà inevitabilmente che una crisi economico/finanziaria è assolutamente in grado di creare ripercussioni, anche drammatiche, alla sfera pubblica degli Stati.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di inquadrare i rischi derivanti dalle crisi finanziarie globali in ottica di sicurezza nazionale, inquadrando le stesse sotto un'ottica di analisi di intelligence, e riferite alla salvaguardia degli interessi economici nazionali, individuando fatti e possibili conseguenze, in ottica di prevenzione futura.

Perché si sa, spesso la storia si ripete, e l'analisi di fatti storici, anche complessi, potrebbero portare ad inquadrare meglio delle circostanze critiche ripresentabili in futuro, magari consentendo ad analisti e decisori di dotarsi degli strumenti utili ad evitarle.

Alcuni analisti finanziari poco prima dello scoppio della "bolla" finanziaria del 2008 a seguito di accurate analisi di settore riuscirono ad intravedere segnali di crisi.

Questi outsider videro la gigantesca menzogna nel cuore dell'economia facendo quello che nessuno aveva pensato di fare: osservarono¹².

Gli ultimi decenni ci hanno fatto comprendere che il sistema economico globale è sovrastato da complesse forme di finanziarizzazione.

Gli importi dei derivati OTC (over the counter, cioè mercati finanziari la cui negoziazione si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali) sono saliti a \$ 640 trilioni a fine giugno 2019. L'importo è salito da \$ 544 trilioni a fine 2018 ed è il livello più alto dal 2014. Segna una continuazione dell'aumento di tendenza evidente da fine 2016¹³.

Secondo una stima, ma il dato è abbastanza incerto, il valore dei derivati è superiore a circa 33 volte il PIL mondiale, evidenziando che la finanza non è retta da un equivalente sottostante economico reale.

Il sistema appare come un castello di carta sotto l'insostenibile peso di un intero comparto finanziario "drogato" da asset non rappresentati da sottostanti reali, oltre che da politiche monetarie espansionistiche, che spesso non hanno trovato sbocco naturale nell'economia reale.

Moltissime banche hanno all'interno dei bilanci enormi quantità di derivati, citandone una su tutte: Deutsche Bank ha tra i propri asset la cifra monstre di 48.265 miliardi di euro¹⁴.

La banca tedesca è generalmente definita come una banca di sistema in considerazione della sua notevole massa di asset gestiti, pertanto una sua potenziale insolvenza (proveniente eventualmente da perdite in relazione alla svalutazione dei derivati) causerebbe chiaramente shock sistemici quantomeno a livello europeo, più probabile a livello globale.

Lo scollamento tra economia reale e finanza è ormai troppo evidente.

Appare chiaro che quando il sistema finanziario entra in crisi, la recessione su scala globale e su tutti i comparti è quasi impossibile da evitare.

¹² La Grande scommessa, film del 2015 diretto da Adam McKay, tratto dal libro di Michael Lewis Il grande scoperto.

¹³ https://www.bis.org/publ/otc_hy1911.htm

¹⁴ Mediobanca, R&S 2017.

Dopo una breve premessa relativa al tema derivati, si procederà ad inquadrare il tema sotto il profilo normativo nazionale all'ambito dell'analisi di intelligence economica e finanziaria in ottica di sicurezza nazionale.

La legge di riforma dei servizi di informazione n. 124 del 2007 all' art. 6 indica che "l'AISE ha il compito di ricercare ed elaborare nei settori di competenza tutte le informazioni utili alla difesa dell'indipendenza, dell'integrità e della sicurezza della Repubblica, anche in attuazione di accordi internazionali, dalle minacce provenienti dall'estero. Spettano all'AISE inoltre le attività in materia di contro proliferazione concernenti i materiali strategici, nonché le attività di informazione per la sicurezza, che si svolgono al di fuori del territorio nazionale, a protezione degli interessi politici, militari, economici, scientifici e industriali dell'Italia". All'art. 7 viene specificato che "spettano all'AISI le attività di informazione per la sicurezza, che si svolgono all'interno del territorio nazionale, a protezione degli interessi politici, militari, economici, scientifici e industriali dell'Italia".

La normativa in vigore pone l'accento su un tema specifico e fondamentale per la sicurezza della repubblica, ossia quello economico. Emerge con evidenza che in un contesto storico complesso, probabilmente unico come quello attuale, il concetto di sicurezza nazionale in ottica di indipendenza economica assume ora più che mai dimensioni imprescindibili, in quanto un ridimensionamento più o meno marcato di essa, nel prossimo futuro potrà essere di rilevanza necessaria per il concetto stesso di integrità nazionale.

Lo sviluppo dell'internazionalizzazione dei processi economici ha rivoluzionato in modo evidente il sistema degli interscambi tra gli Stati, ampliando molti operatori il proprio spazio di attività anche fuori dai propri confini statali, quindi attraversando economicamente le frontiere del proprio paese di origine.

Tale sviluppo ha condotto ad una effettiva concretizzazione di un mercato economico globale, divenendo nelle forme ciò che ordinariamente viene definito come fenomeno della globalizzazione.

Nel contesto della globalizzazione l'attività di intelligence economica, gioca un ruolo fondamentale nel sistema delle relazioni, sia in riferimento a player pubblici, sia privati.

La disciplina dell'intelligence economica si può definire come una costola dell'intelligence pubblica, cioè dei Servizi di informazione per la sicurezza dello Stato¹⁵, prefiggendosi di definire un "modello di saperi e delle informazioni", ossia una conoscenza sufficiente per assolvere meglio alle funzioni di gestione delle imprese private e della sicurezza economica degli Stati in un contesto caratterizzato dal processo di globalizzazione. La produzione di conoscenza consiste nell'approntare strumenti per leggere la realtà, prendere decisioni e verificarne gli effetti¹⁶.

Per leggere la realtà, prendere decisioni e verificarne gli effetti appare doveroso ricercare, soprattutto in ambito economico, se nella storia vi sono state similitudini oppure si è innanzi ad un fenomeno nuovo.

Perché vi è necessità di intelligence economica?

L'intelligence è quel processo di raccolta, analisi, interpretazione e successiva disseminazione delle informazioni al decisore privato o pubblico a secondo dei casi, incrementando quindi sia la sicurezza e la competitività dello Stato e delle imprese in merito alla loro sfera economica.

Sicurezza e competitività sono concetti legati all'esistenza stessa di un ecosistema, anche di tipo economico, non ci può essere sviluppo senza queste componenti.

Più intelligence economica potrebbe consentire alle nostre imprese una migliore capacità di resilienza ad eventi imprevisi, un migliore ciclo informativo in ottica di difesa e sviluppo del proprio business. Più intelligence economica potrebbe consentire ai nostri decisori politici una migliore difesa dei nostri interessi nazionali in termini geoeconomici, anche alla luce delle numerose campagne predatorie condotte da aziende estere che presumibilmente nascondono alle loro spalle intenti non

¹⁵ C. Jean, P. Savona, Intelligence economica, ed. Rubbettino, pg. 13.

¹⁶ C. Jean, P. Savona, Intelligence economica, ed. Rubbettino, pg. 14.

solamente economici, ma anche geopolitici, il tutto in un contesto di sicurezza nazionale. La tutela del patrimonio economico nazionale è da analizzare in un contesto di differenziazione (in termini di azioni) delle ostilità tra Stati e tra società predatrici¹⁷.

La ricerca da parte dell'analista di intelligence in ambito economico, dovrà essere mirata al rinvenimento di segnali deboli, provenienti da ambienti nazionali ed esteri, sia pubblici che privati, tentando di ipotizzare scenari che possano condurre ad una gestione ottimale delle crisi.

Analizzare alcuni avvenimenti storici in ambito economico e finanziario non appare certo un esercizio di stile, anche, e soprattutto, in relazione al fenomeno della globalizzazione.

Le turbolenze economico finanziarie innescate nel 2008 dalla crisi dei mutui *subprime* hanno portato in dote delle criticità che a distanza di oltre un decennio non sono assolutamente svanite.

Una crisi nata negli USA si è propagata a macchia d'olio in tutto il mondo, evidenziando che il sistema capitalistico, su cui si reggono le economie globali, ha imperfezioni profonde e chiaramente strutturali.

Già è stato accennato che il nostro legislatore già nel 2007, e quindi poco prima della crisi finanziaria del 2008, ha evidenziato la necessità che i servizi di intelligence dedicassero parte della propria attività sulla dimensione della sicurezza nazionale sotto il profilo economico.

Appare quindi evidente che vi è necessità, ora più che mai, di intelligence economica, e i recenti avvenimenti critici innescati dalla pandemia COVID-19 non fanno che mostrare drammaticamente tale necessità.

A titolo puramente indicativo, e chiaramente non esaustivo, il drammatico crollo dei valori di borsa delle società quotate a Piazza Affari (che ha raggiunto in alcuni momenti circa il 40%), ha reso quanto mai necessario disporre di determinati dispositivi normativi che mirino a salvaguardare il patrimonio aziendale italiano il quale, soprattutto in riferimento al FTSE MIB 30, risulta essere il campione italiano a maggiore capitalizzazione

¹⁷ G. Gambino, Il tessuto economico delle Big Cap in Italia, *Analytica for intelligence and Security Studies*, <https://www.analyticaintelligenceandsecurity.it/ricerca-analisi/il-tessuto-economico-delle-big-cap-in-italia/>

economica, rappresentando in sostanza una buona parte degli asset strategici nazionali.

All'interno del FTSE MIB 30 sono ricomprese aziende come Enel, Eni, Intesa SanPaolo, Unicredit, Generali, Leonardo, Terna, ossia le aziende che rappresentano infrastrutture critiche fondamentali, e quindi appare ovvio che una loro indipendenza da influenze straniere, risulta essere assolutamente imprescindibile in ottica di autonomia ed integrità strategica nazionale.

In passato le guerre venivano combattute in campi di battaglia, con soldati all'interno delle trincee, in attesa di direttive impartite dalle gerarchie militari.

Orbene, già dalla seconda guerra mondiale tale paradigma ha iniziato ad essere affiancato, a condotte che rivestono sì i connotati di guerra, ma sotto un profilo differente, ossia quello del conflitto economico.

Ambiti quali sicurezza nazionale sotto il profilo finanziario ed economico, guerra economica e finanziaria, hanno assunto rilevanza imprescindibile all'interno degli apparati istituzionali.

Esempio eclatante è quello dato “dall'ècole de la guerre économique” francese con sede a Parigi, che dal 1997 ha basato parte dei propri insegnamenti sulla crescita in potenza degli scontri economici, e sull'importanza delle informazioni per la loro risoluzione.

La scuola francese ritiene fondamentale, in chiave di bilanciamento costi/benefici, la realizzazione di campagne di “acquisizioni” strategiche di aziende estere, volte all'aumento della potenza di uno Stato, rammentando che le guerre convenzionali hanno un costo, e non indifferente, in termini economici e di vite umane, e soprattutto, di consenso elettorale. La guerra del Vietnam ci ricorda quanto tale conflitto era impopolare tra i cittadini statunitensi.

Altro concetto di “guerra” asimmetrica non direttamente riconducibile a quella economica, ma che potenzialmente potrebbe assumerne i lineamenti, è quella inerente alla sempre maggiore diffusione delle minacce cyber, capaci di provocare rilevanti danni con costi infinitesimali per l'aggressore.

Nell'era dei big data, dove tutto, o quasi, si tramuta in dati informatici, appare inevitabile porre estrema attenzione al ruolo del ciclo informativo, ponendo estrema attenzione nella ricerca di fonti attendibili, in quanto è arduo comprendere dove stanno le informazioni veritiere in un mondo di “sovrabbondanza cognitiva”.

In tale contesto una corretta attività di intelligence è alla base in relazione ad una corretta formazione dei processi logici e di pensiero in ordine alle scelte da operare in base al contesto operativo, come quello politico ed economico.

Lo scorrere del tempo ci ha catapultati da un'era in cui le informazioni erano scarse nella migliore delle ipotesi, ad un'era in cui troppe informazioni ci vengono fornite in uno strano miscuglio di fake news e notizie veritiere, rendendoci spesso arduo discernere ove si cela la verità. Gli apparati di intelligence economica istituzionale, essendo potenzialmente in grado di ottenere informazioni “coperte”, rappresentano chiaramente una risorsa efficace finalizzata all'esame della complessità dei rapporti di forza concorrenziale tra soggetti pubblici e privati su scala globale, tutto in ottica di tutela del patrimonio economico nazionale.

Di fronte alla costante crescita di rischi di molteplici specie, soprattutto in un mondo “apolare” post crollo URSS, è necessario costruire un sistema informativo di ricerca e di anticipazione dei rischi.

Le minacce del “villaggio globale” (termine usato per la prima volta da Marshall McLuhan, noto studioso delle comunicazioni di massa, nel 1964, nel suo saggio *gli strumenti del comunicare*) ridisegnano in qualche modo il concetto stesso di interesse nazionale. Il tema della cultura della sicurezza, dell'industria della sicurezza, dell'intreccio fra i soggetti che producono sicurezza, sono al centro della difesa dell'interesse nazionale. Non sono più soltanto le basi militari, i porti e gli aeroporti, le centrali elettriche o le reti stradali, autostradali, idriche o di telecomunicazione che devono essere difesi ma anche i canali della grande distribuzione o le reti cibernetiche o la proprietà intellettuale di singoli o imprese operanti nei settori più disparati (dall'agroalimentare alla moda, all'elettronica di

consumo) possono diventare obiettivi sensibili dalla cui sicurezza può dipendere quella di ogni cittadino. Ormai da anni si è affermata la consapevolezza che gli esiti della competizione in ambito economico-finanziario siano rilevanti per la sicurezza nazionale e per la stessa sovranità politica a protezione degli interessi politici, militari, economici, scientifici e industriali del nostro Paese¹⁸.

I nostri apparati di intelligence istituzionale correttamente sostengono che è necessario proteggere gli interessi economici, rilevanti sotto il profilo della sicurezza nazionale, e sotto tale aspetto si innesta l'obiettivo di ricerca del presente lavoro, volto ad indagare (quanto meno sinteticamente) le cause che hanno generato le maggiori crisi finanziarie del mondo contemporaneo.

Il livello di ingegnerizzazione finanziaria attuale ha raggiunto complessità e dimensioni tali che una crisi di tale comparto, e la storia lo insegna, è in grado di riportare danni sufficienti a cancellare interi settori economici su scala globale, innescando una perversa spirale di miseria e dramma soprattutto a carico delle classi sociali più fragili, mettendo quindi a repentaglio la coesione pubblica dei singoli Stati.

1.2 BOLLA DEI TULIPANI

Una delle prime crisi finanziarie della storia è avvenuta in Olanda nella prima metà del 1600.

Il tulipano verso la fine del 1500 divenne un bene ampiamente conosciuto ed esportato, divenendo nei fatti uno “status” per quei tempi, e le varietà meno diffuse furono considerate all'epoca come articolo di lusso. In considerazione di tale popolarità crescente, attorno a questo fiore si innescò una bolla, ma l'aspetto importante sotto il profilo storico, è quello relativo al fatto che il tulipano divenne il sottostante di un primitivo “*future*”, il primo conosciuto nella storia.

¹⁸ <https://www.sicurezza nazionale.gov.it/sisr.nsf/wp-content/uploads/2015/03/Eurispes-Indagine-servizi-sicurezza-2015.pdf>

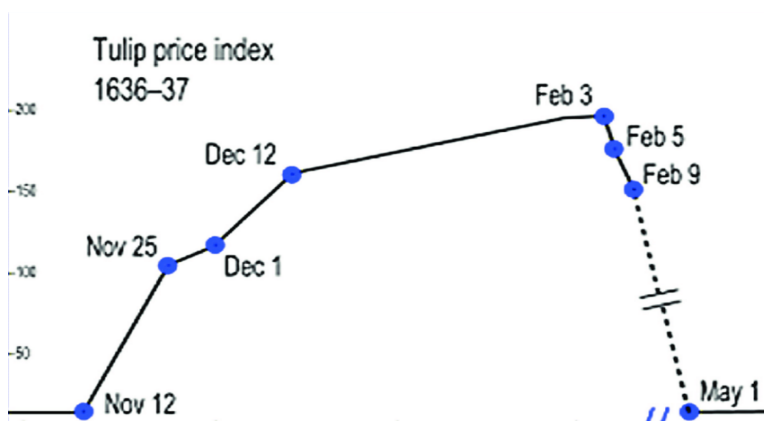
Il *future* è un contratto derivato negoziato su mercati regolamentati mediante il quale acquirente e venditore si impegnano a scambiarsi una determinata quantità di una certa attività finanziaria o reale (detta attività sottostante o underlying asset) a un prezzo prefissato e con liquidazione differita a una data futura prestabilita. È un contratto simmetrico in quanto entrambi i contraenti sono obbligati a effettuare una prestazione a scadenza. L'operatore che acquista il future (che si impegna, cioè, ad acquistare a scadenza il sottostante) assume una posizione lunga (long), mentre l'operatore che vende il future assume una posizione corta (short)¹⁹.

Gli avanzati scambi commerciali che l'Olanda produceva in quel periodo storico certamente sostennero lo sviluppo di questa bolla, infatti i produttori di tulipani iniziarono ad accaparrarsi già prima della fioritura dai contadini i bulbi, fissando al momento della prenotazione un prezzo futuro di acquisto, negoziando di fatto diritti sul bulbo pagando un acconto sul prezzo finale.

Tale sistema si ingigantì al punto tale che i prezzi ben presto ebbero un andamento del tutto slegato dalla realtà. Si arrivò addirittura a vendere immobili per poter acquistare i diritti sui bulbi più grandi e pregiati. La bolla dei tulipani culminò nella famosa asta di Alkmaar del 5 febbraio 1637, in cui centinaia di lotti di bulbi furono venduti per un ammontare monetario di 90.000 fiorini, ossia ciascun bulbo venduto al prezzo medio pari al reddito di oltre un anno e mezzo di un muratore dell'epoca. Nei giorni immediatamente successivi, la febbre dei tulipani si tramutò all'improvviso in panico: fu sufficiente che ad *Haarlem* un'asta di bulbi andasse deserta per provocare il c.d. *panic selling* incontrollato e far precipitare i prezzi di mercato in tutto il paese²⁰.

¹⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/future.html>

²⁰ <http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>



Il grafico precedente mostrato indica chiaramente l’impennata dei prezzi avvenuta nel biennio 1636/37²¹.

Gli investitori subirono notevoli perdite, in considerazione del fatto che il diritto d’acquisto venne acquistato a prezzi elevatissimi per dei bulbi che ormai ne valevano solamente una piccola parte.

Alla base di tale bolla si ebbe un solido meccanismo psicologico di rinforzo, che quasi sempre si ripropone, il quale innesca una falsa percezione inerente a una probabile, quanto mai sbagliata, certezza di una corsa infinita dei mercati.

1.3 LA CRISI DEL 29

Il periodo di sviluppo economico che gli Stati Uniti d’America ebbero subito dopo la prima guerra mondiale sfociò nella grande crisi economica del 1929, divenendo nei fatti la prima crisi a livello globale.

I fattori che contribuirono allo sviluppo pre-crisi furono molteplici.

²¹ E. Reinert, in the anatomy of a Bubble, https://www.researchgate.net/figure/the-anatomy-of-a-Bubble-the-tulip-Bubble-in-1636-37_fig5_254452403

L'avvento della produzione in serie, la pubblicità di quest'ultimo, la possibilità di acquisto con rateizzazione dei beni, tra cui anche le case, consentirono un grande sviluppo industriale.

In questo periodo la Ford con il suo innovativo metodo di produzione in serie consentì un prezzo finale di vendita nettamente inferiore, il quale permise a molte persone l'acquisto di una vettura, tutto a vantaggio dell'avvio di economie di scala attorno all'indotto dell'industria dell'automobile.

Altro aspetto importante ai fini dell'analisi era il contesto storico derivante dalla fine della prima guerra mondiale.

Durante il primo conflitto bellico, comprensibilmente si inceppò la macchina produttiva economica europea, consentendo di fatto agli USA di produrre beni e di esportarli verso l'Europa impegnata a farsi la guerra. Gli USA ne approfittarono, esportando derrate alimentari agricole, durante e subito dopo la fine delle ostilità belliche, innescando un processo di sviluppo agricolo importante, infatti essa divenne tra i più rilevanti fornitori per l'Europa in quel periodo.

Il settore agricolo statunitense venne ammodernato, divenendo di fatto molto produttivo, ma i primi problemi arrivarono con la ripresa economica dell'Europa, creando di fatto una condizione di sovrapproduzione verso la fine degli anni 20.

Durante tale periodo storico si ebbe la prima finanziarizzazione dell'economia reale, infatti si ebbe un importante aumento delle transazioni bancarie, con gli istituti di credito che iniziarono a concedere prestiti sia per l'acquisto di attrezzature per la coltivazione della terra, sia in per l'acquisto dei terreni.

Il sistema economico e produttivo pertanto divenne un volano di benessere, dando la percezione di un crescente sviluppo, innescandosi nuovamente, come la citata bolla dei tulipani, quel generale senso di ottimismo che si tradusse nella costante crescita degli investimenti in borsa, e quindi dei valori nominali delle azioni, ovviamente non agganciati ad equivalenti sottostanti di profitti correlati.

In considerazione di ciò un grosso flusso di risparmio si riversò nei mercati azionari nella speranza che i valori continuassero la precedente inesorabile ascesa.

Il contesto storico di quei anni, unito alla crescente spinta economica globale, interna ed esterna, consentì agli USA di divenire una delle prime potenze economiche mondiali.

La crescita economica statunitense però interrompe la sua ascesa nel 1929, iniziando di fatto in quell'anno quella che venne denominata “grande depressione”.



Il grafico precedente²² mostra chiaramente il drammatico crollo delle quotazioni azionarie, evidenziandosi che in pochi anni il valore creato in sei anni venne distrutto nel giro di due.

La caratteristica peculiare del grande disastro del 1929 era che il peggio continuava a peggiorare²³.

²² https://www.performancetrading.it/Documents/McAnalisi/McA_Crollo_Wall.htm

²³ J. Galbraith, *Il grande crollo*, Ed. BUR (2009), pag. 102.

Il crollo della Borsa fu il primo indicatore dell'arresto della crescita e delle aspettative degli investitori.

Appare importante specificare cosa si intende per depressione e che differenza si ha con la recessione.

Preliminarmente si precisa che tra il mondo accademico non è univoco nel definire le differenze tra i due fenomeni, quindi la seguente definizione per lo scrivente è quella che si ritiene più opportuna (il tutto in modo alquanto sintetico): la depressione è quel fenomeno economico relativo ad un calo del PIL superiore al 10%, invece si è in recessione quando la crisi assume proporzioni meno gravi, e quindi con ribassi inferiori al 10%.

Dopo aver esposto una probabile definizione di depressione e recessione, si andranno ad illustrare le cause che hanno portato a tale grave crisi globale.

Una parte importante nello sviluppo economico statunitense in quegli anni era data dalle esportazioni agricole verso il vecchio continente ma, il successivo rilancio economico dell'Europa dopo la prima guerra mondiale andò a creare nel sistema dell'export USA elementi di sovrapproduzione importante, i quali erano in buona parte assorbiti dalle necessità europee.

Ne conseguì che il mercato interno statunitense non era in grado di assorbire il surplus produttivo generato, dando origine ad enormi rimanenze all'interno dei magazzini degli agricoltori, che di fatto rimanevano invendute. L'incepimento di tale settore di fatto creò in primis una situazione una situazione di ristagno, successivamente si ebbe una interruzione del flusso monetario derivante dagli scambi del settore agricolo, pertanto la quantità di moneta in circolazione diminuì, determinando in sostanza una crisi di liquidità.

Specularmente, gli istituti finanziari che finanziarono in buona parte il notevole sviluppo degli agricoltori in relazione all'acquisto dei terreni ed alla meccanizzazione dei sistemi produttivi, entrarono in crisi in quanto i coltivatori non erano più in grado di ripagare i debiti.

Relativamente alla meccanizzazione agricola statunitense di quel periodo appare opportuno fare una precisazione, in quanto tale specifica modernizzazione del settore aveva causato un netto calo dell'impiego di braccianti agricoli, causando a sua volta un aumento del tasso di disoccupazione.

In questi anni l'eccessivo sfruttamento dei terreni per scopi agricoli mostrò in tutta la sua interezza i danni ambientali che l'uomo stava causando all'ecosistema, infatti a causa della notevole richiesta di prodotti agricoli da destinare alle esportazioni, vennero coltivate anche delle zone poco adatte alle colture, causandone la desertificazione. In alcune zone delle grandi pianure statunitensi si formò un'area desertica, la tristemente famosa Dust Bowl, oppure conca della polvere.

La depressione economica del 1929 investì anche il comparto dei consumi di beni durevoli, soprattutto per la saturazione del mercato, anche perché la crisi del comparto agricolo iniziava a produrre i suoi effetti in termini di contagio. Il circolo vizioso era stato innescato.

Martedì 29 ottobre del 1929 irrompe nei mercati finanziari uno dei giorni simbolo delle borse mondiali, il famoso Black Tuesday: uno dei peggiori crolli borsistici di tutti i tempi.

Sintetizzando, la Grande Depressione del 1929 portò un lungo periodo di crisi dove il valore azionario perse gran parte del suo valore, producendo drammi finanziari per investitori istituzionali, aziende e risparmiatori. Il comparto agricolo come si è osservato riportò gravi perdite, unitamente al danno ambientale causato.

A seguire gli istituti finanziari che avevano finanziato la prosperità economica del ventennio si ritrovarono nella condizione disastrosa di perdita dei propri asset finanziati, causandone il fallimento (si stima più del 30%).

La crisi del sistema creditizio si evidenziò con il peggioramento della liquidità circolante, innescando a sua volta la crisi produttiva industriale derivante dal mancato finanziamento delle attività imprenditoriali, decretando sostanzialmente la chiusura di migliaia di industrie.

Uno dei risultati (tra i tanti) della grande depressione fu il grave crollo del tasso di occupazione, il quale ebbe un'impennata significativa, da poco meno del 10% si arrivò al 25% (fonte San Josè University), come mostra il grafico successivo²⁴.



Ovviamente anche il PIL statunitense ebbe un drammatico crollo verticale, infatti nel quadriennio 1929/1933 si registrò un decremento di più del 26%²⁵.

La globalizzazione inizialmente innescò una rapida crescita economica negli Stati Uniti ma, proprio a causa di questa, successivamente si ebbe una globalizzazione anche in termini di crisi, che di fatto portò molti Stati ad attuare politiche in termini di protezionismo.

Quest'ultimo è uno strumento economico adottato dagli Stati nella speranza di proteggere i propri mercati dalla concorrenza estera, sostenendo (in linea teorica) la catena produttiva interna. La crisi a livello globale si aggravò drammaticamente a causa di tali politiche.

²⁴ <https://www.sjsu.edu/faculty/watkins/dep1929.htm>

²⁵ *idem*

Durante la crisi del '29, il governo USA non intraprese politiche di stimolo finanziario, decidendo di non attivarsi nel salvataggio degli istituti finanziari in crisi. La politica di non interventismo finanziario adottata dall'allora presidente USA Hoover (un fervente repubblicano conservatore e ultraliberista) derivava dal convincimento della bontà del paradigma del laissez-faire privato in ambito economico.

Il "non" interventismo pubblico causò una lenta agonia a tutto il comparto economico finanziario, il quale sprofondò in una grave crisi di liquidità monetaria. Nei fatti gli istituti creditizi (quelli che non fallirono) non prestavano più danaro.

La depressione economica americana si propagò in tutte le economie che avevano rapporti con gli USA, tra cui i paesi del sud America ed ovviamente le economie del Vecchio continente, tra cui anche l'Italia.

Gli effetti depressivi sostanzialmente furono analoghi in tutte queste economie, crolli generalizzati delle borse valori, fallimenti di interi settori industriali, aumenti consistenti dei tassi di disoccupazione.

La grande depressione a livello globale chiaramente ebbe anche riflessi anche a livello politico, infatti in alcuni Stati si radicò maggiormente il sentimento in merito alla necessità di uno Stato forte quale antidoto alla crisi. In alcuni paesi attraversati dalla crisi economica crebbe il consenso a favore dei regimi totalitari, come in Italia.

Franklin Delano Roosevelt nel 1932 vinse le elezioni presidenziali negli USA, entrando in carica nel 1933. Egli mutò radicalmente la politica statunitense, passando dalla politica del laissez faire di Hoover a quella dell'interventismo pubblico nell'economia, con l'ormai famoso "New Deal" di Roosevelt, il quale adottò le idee dell'economista Keynes in riferimento all'importanza determinante dello Stato nell'economia.

Uno dei punti salienti del pensiero Keynesiano era la critica della legge chiave del modello capitalistico imperante in quel periodo, ovvero la legge di Say secondo la quale il mercato, in periodi di crisi, doveva esser lasciato libero in quanto capace di autoregolarsi, escludendo l'intervento dello Stato in termini di politica economica.

Keynes sostenne che la condizione tipica realizzata dal sistema economico in generale non è l'equilibrio, ma la sottoccupazione, quindi le risorse utilizzabili e la relativa domanda hanno livelli inferiori rispetto all'offerta, e questo accade in quanto, all'aumentare del reddito i consumi lievitano in maniera meno che proporzionale.

Da ciò ne deriva che per poter conservare, o meglio, consentire, un utile volume di occupazione è indispensabile che si realizzino investimenti sufficienti all'assorbimento della differenza tra la produzione totale e i consumi.

Per tale motivo Keynes riteneva essenziale l'intervento statale, quindi la spesa pubblica, che determina un aumento del livello occupazionale, e conseguentemente, una espansione dei redditi disponibili dei consumatori.

A seguito di tale meccanismo, il sistema produttivo, e quindi le imprese, a seguito di una maggiore domanda, aumenterebbero conseguentemente la produzione realizzando nuovi posti di lavoro e attivando un meccanismo di ripresa economica.

Inoltre, Keynes affermava che, il meccanismo di aumento del risparmio può essere nocivo per un'economia in recessione.

Un piccolo appunto extra contesto crisi del 1929: quanto sostenuto da Keynes è in netta contrapposizione con le politiche di austerità utilizzate durante le recentissime crisi del debito sovrano in Europa.

Keynes sosteneva inoltre che in periodi di crisi lo Stato dovrebbe salariare i lavoratori disoccupati per scavare buche, e poi assumerne altri per riempirle.

Tale concezione però ha portato alle classiche estremizzazioni umane, le quali spesso sono portatrici di disastri, anche ambientali purtroppo.

Un esempio da manuale del pensiero keynesiano è stata la realizzazione del progetto "Hoover Dam", una colossale diga sul fiume Colorado in Arizona, realizzata in piena crisi economica tra il 1931 ed il 1936.

La realizzazione di tale progetto ha consentito l'impegno di una grossa quantità di addetti, oltre al fatto che ha permesso l'approvvigionamento energetico di un vasto territorio.

Lo sbarramento del fiume Colorado ha formato un lago artificiale enorme, circa 640 chilometri quadrati, un'estensione quasi doppia del lago di Garda.

Purtroppo gli effetti sull'ambiente ineluttabilmente si manifestarono, infatti l'esecuzione di un'opera di tali dimensioni ha avuto rilevanti ripercussioni in riferimento a tutti gli ecosistemi ambientali del fiume Colorado. Il drastico crollo della portata del fiume causato dallo sbarramento della diga, fece aumentare notevolmente la salinità dell'acqua alla foce del Colorado, considerato che per quasi sei lunghi anni l'acqua per riempire il lago non arrivò a valle; nei fatti, dopo la diga il fiume per un lungo periodo non scorre più, causando un disastro ambientale dovuto alla radicale riduzione delle specie autoctone che vivevano lungo il corso del fiume ed a valle.

Sotto il profilo prettamente finanziario, il programma politico-economico del presidente Roosevelt ha evidentemente aumentato il deficit di bilancio finalizzato alle spese produttive, finanziato tramite l'immissione nei mercati finanziari di obbligazioni che vennero acquistate sia dai cittadini in possesso di risparmio privato, sia da istituti finanziari.

L'ordine esecutivo 6102 prevede una rilevante svalutazione del dollaro onde favorire le esportazioni, benché a livello globale si stava per entrare in un periodo di protezionismo.

Nello specifico il citato ordine esecutivo, congiunto al Gold Reserve Act, firmato il 30 gennaio del 1934, dispose l'acquisizione forzata dell'oro per un controvalore di circa \$20,67 per oncia, e pertanto, considerato che a livello internazionale il valore dell'oro era assicurato in \$35 per oncia, nei fatti si procedé ad una svalutazione del dollaro.

Sul versante fiscale con il "new deal" si aumentarono le aliquote ai redditi più elevati; tale azione fu contestata presso la Corte Suprema degli USA (a maggioranza composta da Giudici di nomina conservatrice), la quale annullò alcuni dei provvedimenti disciplinanti la riformulazione delle aliquote²⁶.

²⁶ <https://www.smithsonianmag.com/history/when-franklin-roosevelt-clashed-with-the-supreme-court-and-lost-78497994/>

Alla luce delle riforme di politica economica introdotte con il “new deal” è difficile affermare se effettivamente hanno svolto un ruolo fondamentale nel risveglio economico statunitense, anche perché la seconda guerra mondiale ha innescato un grande processo produttivo derivante dal notevole sviluppo dell’industria bellica.

Appare però certo che il sistema delle infrastrutture è stato sviluppato con forte impulso in quel periodo, il sistema di welfare negli USA è stato migliorato notevolmente, finanche i diritti sindacali sono stati riconosciuti.

L’attuale prima potenza mondiale di certo ha avuto una forte base in quel periodo di “rinascita”, facendola diventare la prima della classe in moltissimi ambiti delle scienze umane.

Durante tale periodo sono state approvate norme che hanno di fatto messo un freno a possibili crisi finanziarie globali, tra cui il “Glass Steagal Act” che verrà trattato successivamente.

Basti pensare che, nel momento in cui tale impianto normativo venne “demolito”, irruppe a livello globale, quella che probabilmente è stata la seconda crisi economica per importanza, dopo la grande depressione del 1929.

A quanto pare la storia non insegna molto al genere umano, almeno fino a quando non ne perde il ricordo, ed a quanto pare la memoria è di breve durata.

Quando l’economia va bene, oppure in periodi di deterioramento delle dinamiche economiche, il ruolo fondamentale della costante ricerca delle informazioni, delle analisi di queste, e soprattutto il prevedere scenari sulla base delle risultanze informative, potrebbe rappresentare la chiave di volta nel prevedere le crisi, oppure nel trovare metodi ottimali per uscirne.

E la grande depressione potrebbe averci mostrato quanto sia importante ricercare, verificare e pianificare strategie.

Se vi fosse stata adeguata ricerca informativa di tipo economico in relazione allo stato di salute del vecchio continente da parte degli USA, probabilmente si sarebbero potute compiere scelte diverse in relazione

alle eccedenze agricole statunitensi, le quali probabilmente hanno rappresentato una delle cause alla base della crisi del 1929.

Sintetizzando al limite, la crisi depressiva del 1929 ha seguito uno schema che spesso si ripresenta con le crisi economiche finanziarie, ossia quello inerente al fatto che “la speculazione è uno sforzo, con molte probabilità di fallire, di trasformare poco denaro in molto denaro. L’investimento è uno sforzo, con molte probabilità di successo, per evitare che molto denaro diventi poco denaro”²⁷.

Si riporta dal sito della Consob un estratto che espone in modo efficace la sequenza alla base delle bolle speculative²⁸: come ogni altra crisi generata da una bolla speculativa, la crisi del Dot.com si è sviluppata attraverso la classica sequenza:

- estrema fiducia da parte degli investitori nelle potenzialità di un prodotto/azienda
- crescita rapida del prezzo del prodotto
- evento che fa vacillare le aspettative di importanti guadagni
- elevati flussi di vendite
- crollo finale del prezzo del prodotto.

Le ricorrenti crisi finanziarie derivanti da bolle speculative spesso seguono, e mantengono, lo schema riportato, appare pertanto essenziale attivare risorse informative, e quindi di intelligence economica, sia istituzionale, sia aziendale, volte alla ricerca di indicatori utili alla prevenzione e risoluzione eventuale delle crisi, che a questo punto apparirà più che evidente rivestono elementi di sicurezza nazionale.

1.4 LA GERMANIA DALLA PRIMA GUERRA MONDIALE FINO ALLA RIUNIFICAZIONE. PASSANDO PER IL LONDON AGREEMENT DEL 1953.

Subito dopo la fine del primo conflitto mondiale venne siglato il trattato di Versailles del 1919, il quale prevedeva l’imposizione da parte degli

²⁷ E. Chancellor, *Devil Take The Hindmost*, ed. Penguin.

²⁸ <http://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>

Stati vincitori il conflitto (Stati Uniti, Gran Bretagna, Francia e le altre nazioni alleate) di misure molto afflittive nei confronti della Germania, sia in riferimento ai territori, sia in riferimento a profili di tipo economico e militare (l'area del Reno divenne demilitarizzata).

La Germania sulla base di quel trattato dovette cedere più del 10% della propria superficie territoriale, ed in conseguenza di ciò una parte della sua popolazione si ritrovò a risiedere in aree non più appartenenti al controllo tedesco. All'esterno dell'Europa la Germania perse tutte le sue colonie. In Europa vennero restituite alla Francia l'Alsazia e la Lorena, al Belgio i territori di Eupen e Malmoedy.

La regione industriale della Saar venne posta sotto tutela della Lega delle Nazioni per molti anni, e la Danimarca prese la parte occidentale dello Schleswig.

La Polonia ebbe una porzione della Prussia Occidentale e della Slesia, la Cecoslovacchia acquisì la zona di Hultschin; la città di Danzica passò sotto la gestione della Lega delle Nazioni.

Oltre alle già pesanti condizioni riportate, i paesi vincitori aggiunsero i danni di guerra causati dalla Germania.

Quando il trattato di Versailles venne concluso, alla Germania fu imposto il pagamento agli stati dell'Intesa di una indennità di guerra per una cifra di 132 miliardi di marchi.

In termini di confronto, 33 dollari nel 1919 alla data attuale equivarrebbero a circa 493\$, quindi 16.269 miliardi di dollari attuali.

Oggi gli USA hanno un PIL di poco superiore ai 20.000 miliardi di dollari. Quindi appare più che ovvio concludere che il debito di guerra della Germania era assolutamente impossibile da restituire.

Il contesto delineato venne visto per il popolo tedesco come eccessivamente punitivo e umiliante.

Per la Germania il disastro provocato dalla prima guerra mondiale non era terminato.

Dopo la sconfitta tedesca al termine della prima guerra mondiale, tra il 1919 ed il 1933, in Germania si ebbe quella che comunemente viene denominata Repubblica di Weimar.

Essa fa riferimento alla “parentesi politica” istituita in Germania in quel periodo, e richiama il nome della città di Weimar in cui, successivamente alla sconfitta della nazione tedesca al termine del primo conflitto mondiale, si ebbe un’assemblea per realizzare una nuova Costituzione.

La Repubblica di Weimar sperimentò una condizione economica che rimase impressa, e che probabilmente ancora condiziona le scelte economiche tedesche: l’iperinflazione del 1922/1923.

La fine della guerra, con tutti gli annessi, le pesanti condizioni imposte dai paesi vincitori, il debito di guerra, l’economia in ginocchio, diedero avvio ad un periodo drammatico.

Le entrate ordinarie tedesche in quei anni riuscivano a malapena a coprire le rate del pagamento del debito di guerra.

Iniziò quindi un periodo di “grande espansione” monetaria di nuova formazione, con il risultato che il tasso di inflazione divenne fuori controllo, con ricadute assolutamente drammatiche per lo Stato tedesco e per i propri cittadini.

In termini di paragone, nel 1914 con 4 marchi si potevano acquistare 4 dollari. Nel dicembre 1923 ne servivano 4.200.000.000.

Non è un errore, ne servivano 4,2 miliardi per un dollaro.

Questo è forse stato il sub strato all’avvento di Hitler e del nazismo, infatti nel 1933 ha fine la Repubblica di Weimar, che crolla a favore del terzo Reich nazista. Quest’ultimo sospese i rimborsi per i danni derivanti dalla seconda guerra mondiale.

Pochi anni dopo la Germania è stata ancora forza attiva, nuovamente, di un altro conflitto mondiale. Ed ancora, essa perse anche questo conflitto, ed anche in questo caso sono stati imposti debiti di guerra ed espropriazioni, legittimamente recriminati dai vincitori, anche in relazione al *modus operandi* tenuto dalla Germania.

Uno degli aspetti interessanti per l’analisi che si propone, è quello inerente alla verifica in merito al fatto se la Germania abbia avuto, o meno, una riduzione dei suoi debiti di guerra o meno, al netto delle espropriazioni finanziarie e personali (milioni di tedeschi hanno lavorato forzatamente per i vincitori ma, “ndr” il dato è difficile da definire nelle dimensioni).

Una analisi della Yale University a firma di T. Guinnane sul testo dell'accordo del 1953 appare estremamente interessante: "L'accordo sul debito di Londra del 1953 fissò i debiti della Germania del periodo tra le due guerre mondiali e ha permesso al paese di ristabilire il suo ruolo nei mercati dei capitali internazionali. L'accordo ha ridotto il debito complessivo di circa il 50 per cento, ed ha concesso ai debitori un periodo molto più lungo per rimborsare, vincolando i pagamenti alle eccedenze di esportazione ed alla capacità di rimborso della Germania. L'accordo ha anche consentito alla Germania di posticipare alcuni pagamenti fino alla riunificazione. L'accordo rifletteva una comprensione sottile e responsabile dei problemi associati alle riparazioni e alle crisi del debito degli anni 20 e 30²⁹.

Gli aspetti da valutare in relazione alla riduzione del debito di guerra tedesco sono quindi molteplici:

- Il debito è stato "almeno" in parte ristrutturato;
- La scadenza di pagamento del debito è stata allungata;
- Si è cercato di far ripartire l'economia (non deprimendo come fatto subito dopo la prima guerra mondiale, ma favorendo il surplus commerciale) onde consentire il pagamento del debito;
- Qualora l'economia tedesca non fosse stata in grado di ripartire velocemente, si limitavano le importazioni, favorendo quindi le esportazioni, conseguentemente stimolando il surplus tedesco.
- L'articolo 34 dell'accordo prevedeva delle consultazioni in caso di difficoltà di pagamento del debito, formula vaga ma che comunque poteva avere delle implicazioni su eventuali riduzioni o sospensioni in determinati casi.

La formula utilizzata con il sistema adottato con il London Agreement del 1953 è stata con evidenza vincente. Non si è depressa l'economia tedesca, come invece fatto con l'accordo di Versailles dopo la prima guerra mondiale, ma si è proceduto con una reale volontà di tutela dell'economia tedesca.

²⁹ http://www.econ.yale.edu/growth_pdf/cdp880.pdf

Ultimo aspetto è quello inerente alla riunificazione della Germania avvenuta nel 1990.

Il London Agreement del 1953 prevedeva che, il 50% del “debito” di guerra, al netto delle agevolazioni già ricevute dalla Germania, sarebbe stato saldato con la riunificazione territoriale e politica dello Stato tedesco.

Appare chiaro che il pagamento di questa seconda tranche avrebbe costretto la Germania al pagamento di consistenti somme per ulteriori decenni, causando alla stessa evidenti difficoltà.

In considerazione di ciò, l'allora Cancelliere Elmuth Kohl si oppose alla prosecuzione del pagamento del debito stabilito con il London Agreement del 1953, avanzando giustificazioni, forse fondate, sui rilevanti costi di unificazione delle due “Germanie” separate per molto tempo.

Tale rifiuto venne avallato e suggellato da numerosi Stati, tra cui l'Italia e finanche la Grecia.

Ai fini dell'esposizione, la Germania saldò definitivamente nel 2010 l'ultima rata del debito di “guerra” nel 2010 con una rata dell'ammontare di circa un centinaio di milioni di euro.

Nominalmente pertanto la Germania ha visto una chiara ristrutturazione del debito di “guerra” derivante dalle due guerre mondiali che ha promosso (e perso), ma sarebbe da verificare se, tutto ciò che avvenne immediatamente dopo la fine dei conflitti abbia ripagato o meno quanto stabilito nei vari accordi.

Ai fini della presente brevemente si rammenta che milioni di tedeschi furono obbligati a lavorare nei vari paesi vincitori del conflitto onde provvedere ad una riparazione dei danni causati.

Negli anni successivi alla seconda guerra mondiale, un gran numero di civili tedeschi e soldati catturati furono costretti a lavorare dalle forze alleate. L'argomento è insidioso, ed è complicato raggiungere stime affidabili con fonti aperte.

La storia la scrive chi la vince (la guerra).

Un argomento non irrilevante è quello inerente allo smantellamento delle industrie tedesche, le quali vennero trasferite nei territori dei paesi

vincitori. Il patrimonio scientifico tedesco venne in larga parte “acquisito” dagli alleati, soprattutto statunitensi, sia sotto il profilo umano (gli scienziati), sia sotto il profilo tecnico.

Non indifferente anche l’area di influenza imposta dagli alleati e dall’URSS, che di fatto per decenni ha limitato l’autonomia tedesca.

L’argomento è interessante e spinoso, ed è tutto da inquadrare sul presunto contesto derivante dal cosiddetto “mancato pagamento dei debiti di guerra tedeschi”.

Appare palese che da una parte, il debito di guerra nominalmente non è stato ripagato con l’avallo degli stati creditori (tranne l’URSS), il quale di fatto ha consentito alla Germania di ritornare agli antichi “fasti”.

Dall’altra abbiamo osservato che ci sono stati elementi i quali, almeno in parte hanno contribuito al pagamento dell’obbligo. Pertanto, nei fatti, la Germania dopo la seconda guerra mondiale è stata destinataria di una solidarietà comune reale e non fittizia.

E lo stesso trattamento quest’ultima potrebbe, o forse dovrebbe, ritornarlo a Stati in difficoltà.

Il *casus* Grecia durante la crisi dei debiti sovrani europei avrebbe potuto essere il banco di prova. Ma non lo è stato.

La storia ci insegna (soprattutto con la Germania), che tensioni economico/sociali possono preparare un terreno fertile ai populismi più spinti.

1.5 ATTACCO ALLA LIRA DEL 1992

Nel mondo odierno, tuttavia, è pericoloso mostrarsi assetati di potere, scoprire le proprie mosse. Occorre invece apparire corretti e per bene. Ciò significa essere abili, amabili ma al tempo stesso astuti, democratici e tuttavia subdoli³⁰.

Il mondo multipolare odierno formatosi dopo la caduta del muro di Berlino è multiforme, e potenzialmente più pericoloso.

³⁰ R. Greene, *Le 48 leggi del potere*, ed. Baldini – Castoldi, 2018.

Sapersi districare tra amici che forse lo sono solamente all'apparenza, oppure tra nemici che potrebbero divenire amici in base ai rapporti nazionali ed internazionali è aspetto dirimente.

Non sarà esercizio di stile ipotizzare che l'amico di oggi potrebbe divenire il nemico di domani, oppure, quando l'amico di oggi arreca danni, forse inconsapevolmente, e non contribuisce a risolverli per rendite di posizione, diviene un amico pericoloso, che in ottica di relazioni internazionali nemico non lo può divenire.

La controversia è semplice, ognuno fa i propri interessi, anche perché prima forse vi era un tema unificatore, ossia l'ideologia politica che sostanzialmente divideva il mondo in due blocchi contrapposti.

Oggi non è più così. Appare più che evidente. Lo scontro globale non è più di tipo ideologico, ma sta virando sempre più verso ambiti di tipo finanziario e/o economico e tecnologico.

Anziché ricorrere alla coercizione o alla slealtà vera e propria, egli (il cortigiano) raggiungeva i suoi scopi con la seduzione, il fascino, l'inganno e una strategia sottile, pianificando in anticipo tutta una serie di mosse. La vita a corte era un gioco infinito che richiedeva una vigilanza costante e una forma mentis di tipo tattico. Era una guerra in guanti bianchi³¹.

Il passo citato fa immaginare immediatamente una costante ricerca di informazioni, anche atteggiamenti volti anche a carpire i segreti altrui, ad anticiparne le mosse, a pianificare strategie future, in sostanza un processo di intelligence.

La crescente finanziarizzazione delle economie per molti aspetti rappresenta una via d'accesso a condotte che nei fatti possono assumere l'aspetto di guerre finanziarie, sia che siano effettuate da Stati sovrani, sia da privati.

Il mercoledì nero del 16 settembre 1992 ne è un perfetto esempio.

In tale data sia la lira italiana che la sterlina inglese furono fatte oggetto di un attacco speculativo condotto dal finanziere George Soros, il quale

³¹ idem

con operazioni di vendita allo scoperto di valute riuscì a causare enormi danni alle economie di quei paesi.

In tal sede si osserverà il contesto italiano, iniziando con una premessa dello stesso finanziere in un intervento pubblico a Udine del 2013³²: “L’attacco speculativo contro la lira fu una legittima operazione finanziaria. Mi ero basato sulle dichiarazioni della Bundesbank, che dicevano che la banca tedesca non avrebbe sostenuto la valuta italiana. Bastava saperle leggere”.

Ai fini di una corretta ricostruzione della vicenda appare appropriato inquadrare il contesto normativo entro il quale avvennero le circostanze. Lo SME era il sistema monetario europeo in vigore dal 1979 fino al 1998, e sottoscritto dagli Stati membri della Comunità Europea, esclusa la Gran Bretagna, la quale è successivamente entrata nel 1990.

Vi era un accordo volto all’istituzione di un sistema monetario europeo tra i paesi aderenti con lo scopo del mantenimento di una parità di cambio prefissata, con possibilità di oscillazione entro un range del +/- 2,25%, e con un range del +/- 6% per Italia, Gran Bretagna, Spagna e Portogallo.

In tal modo si mirava alla creazione di uno spazio entro il quale veniva fissato un tasso di cambio rigido volto a garantire una stabilità dei cambi valutari.

Tale rigidità però era solo di tipo nominale, in quanto il tasso reale, quello legato all’inflazione, risultava avere profondi squilibri tra i paesi aderenti, rendendo di fatto impossibile impiegare politiche monetarie espansive, come ad esempio la svalutazione valutaria.

Il patto in seno allo SME imponeva che qualora vi fosse una eccedente rivalutazione o svalutazione di una valuta rispetto alle altre, il governo nazionale doveva adoperarsi nel ristabilire l’equilibrio di cambio entro la banda di oscillazione prevista.

Generalmente la crisi della Lira del 1992 è stata associata all’attacco speculativo condotto da Soros, ma le ragioni qui sinteticamente esposte, erano più profonde.

³² https://www.huffingtonpost.it/2013/05/12/george-soros-lo-speculato_n_3262351.html

La relazione annuale della Banca d'Italia del 1992³³ indicava che nei principali paesi industriali, eccetto la Germania, è proseguita anche nel 1992 la tendenza alla decelerazione degli aggregati monetari.

La forte espansione della moneta in Germania ha riflesso spostamenti nei portafogli in favore delle attività a breve termine e la elevata domanda di credito nelle regioni orientali; in autunno essa è stata altresì sostenuta da massicci afflussi valutari.

La Germania in quel periodo venne da poco riunita, con evidentissimi squilibri tra le due componenti. La zona ovest era molto sviluppata, mentre la ex DDR viveva in una condizione di depressione fin dalla divisione, a causa delle politiche messe in atto dall'URSS.

Un quadro evidentemente compromesso sotto il profilo dello squilibrio economico tra le due "Germanie", fece iniziare un processo di sostanziale ricostruzione della parte est, con conseguente necessità di impiego di consistenti flussi finanziari.

Tale elevata necessità, e quindi impiego, di liquidità fece innalzare il tasso di inflazione e per tale motivo la Bundesbank mantenne i tassi di interesse alti.

Inoltre, sempre la stessa relazione³⁴ della nostra Banca Centrale riferiva che fattori di origine interna e internazionale hanno concorso a minare l'efficacia della politica monetaria nella difesa del cambio. La divergenza fra l'andamento dei conti pubblici nel 1992 e gli obiettivi fissati dalla legge finanziaria (concordati con la Comunità europea), e soprattutto, le incertezze sulle misure di bilancio per il 1993 hanno eroso la fiducia degli investitori sulla possibilità di sostenere il cambio con la sola politica monetaria.

A influenzare negativamente i mercati, soprattutto all'estero, hanno contribuito anche il declassamento del debito pubblico italiano da parte di un'agenzia di rating e le reazioni negative alle modalità annunciate in agosto per la liquidazione dell'EFIM.

³³ https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/1992/rel92_tot.pdf

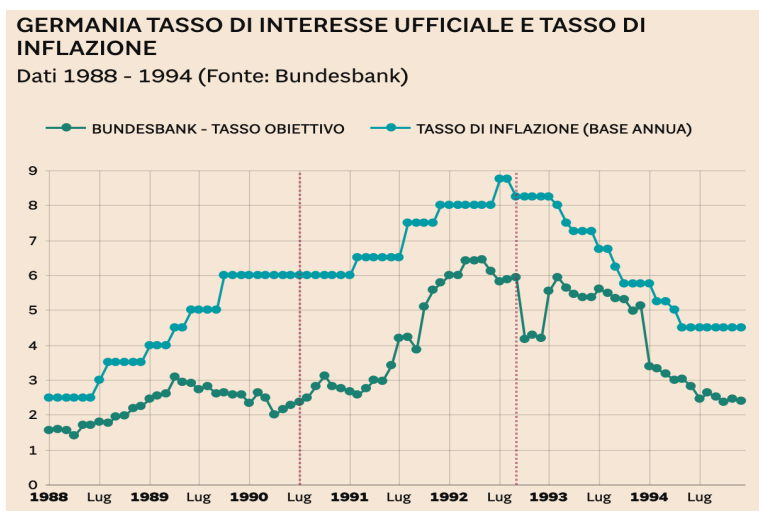
³⁴ idem

Cruciale nel creare tensioni negli accordi europei di cambio si è rivelata la scadenza del referendum francese sul Trattato di Maastricht che, generando aspettative di revisione delle parità a brevissimo termine, favoriva l'apertura di posizioni in marchi anche in presenza di differenziali di tassi d'interesse elevati tra i vari paesi.

Infine, i segnali provenienti dalla Bundesbank, che fino ai giorni precedenti il riallineamento del 13 settembre continuava a intervenire sul mercato aperto a rendimenti invariati, ne indicavano l'indisponibilità a deviare dai propri obiettivi interni per agevolare la tenuta degli Accordi stessi. L'agenzia di rating alla quale fa riferimento la Banca d'Italia nella relazione è Moody's, infatti essa nel 1992 abbassò il rating del nostro paese di ben due punti in relazione al debito pubblico.

La politica economica della Bundesbank con la restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari, era finalizzata al drenaggio di moneta nei mercati finanziari.

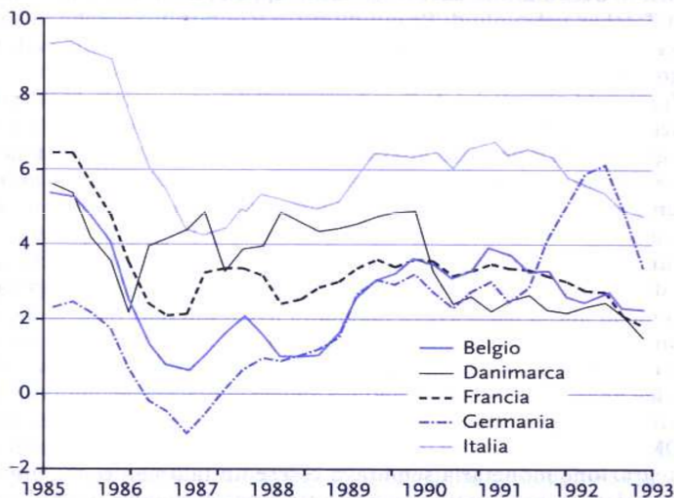
Il grafico successivo³⁵ mostra l'impennata inflazionistica tedesca.



³⁵ https://www.ilsole24ore.com/art/quando-bundesbank-dominava-l-europa-choc-riunificazione-monetaria-tedesca-ACziRPw?refresh_ce=1

Mentre il successivo farà il paragone tra alcune economie europee (fonte FMI – Univ. Di Bari).

I tassi di inflazione (1° T. 1985-4° T. 1992)



Fonte: FMI

In considerazione di ciò, la Banca d'Italia dovette anch'essa alzare tassi, i quali chiaramente fecero aumentare il costo di finanziamento del nostro debito pubblico, che già in quel periodo aveva dimensioni significative, facendolo espandere come un perverso meccanismo di auto avveramento, Inoltre, il Governatore della Banca d'Italia di quel tempo Ciampi, nel tentativo di evitare la svalutazione della lira (uscendo dallo SME), ha utilizzato enormi riserve valutarie difficili da quantificare, ma generalmente si propende per importi di circa 15000 miliardi di Lire. Una cifra non indifferente per quei tempi.

In considerazione di tale processo il nostro paese dovette varare pesanti manovre finanziarie, tra cui il famoso prelievo forzoso del 6 per mille sui conti correnti bancari, l'applicazione dell'ICI sugli immobili, fine dell'equo-canone nei contratti di locazione, aumento dell'età pensionabile a 65 anni con rivalutazione agganciata solo all'inflazione, oltre alla

vendita di importantissimi asset italiani, i famosi gioielli di famiglia vennero fatto oggetto di privatizzazioni.

Fabrizio Saccomanni, ex d.g. della Banca d'Italia ed ex Ministro dell'economia, riferisce nel libro "Il fascino discreto del cammino dalla lira da Bretton Woods all'Euro"³⁶: dopo il no dei danesi al Trattato di Maastricht e a pochi mesi dal referendum in Francia, i mercati finanziari innescano un'ondata speculativa che investe innanzitutto le valute del Sistema monetario europeo (Sme) le cui economie presentano maggiori criticità sul fronte dei fattori fondamentali, rendendo le parità poco credibili e la lira è una delle vittime più colpite. La Banca d'Italia è costretta a intraprendere una massiccia attività d'intervento in vendita di marchi per assicurare la permanenza della lira nella banda di oscillazione. Nel solo mese di giugno, le riserve valutarie italiane diminuiscono di un controvalore pari a 7.800 miliardi di lire. A fronte dell'aggravarsi delle tensioni, che non riguardano solo la lira ma ormai l'intero Sme le posizioni dei principali Paesi, anziché convergere verso una soluzione concordata, si irrigidiscono: in Francia si vogliono assolutamente evitare riallineamenti prima del referendum; in Germania si ritiene che manchino i presupposti per una riduzione dei tassi ufficiali; la Banca d'Inghilterra pensa di disporre dei mezzi necessari per gestire tensioni che si ritengono temporanee. Ma il mercato ritiene inevitabile un riallineamento generale delle parità monetaria e di ciò si aveva conferma dalla presenza di controparti non tradizionali, provenienti da mercati geograficamente remoti e operanti su strategie speculative con ampie vendite di lire allo scoperto.

Nella parte finale del racconto di Saccomanni: "negoziati febbrili si svolgono nel weekend del 12-13 settembre: l'Italia dà la sua disponibilità a una svalutazione della lira, ma sostiene che un riallineamento della sola lira non sarebbe credibile, specialmente se non accompagnato da un allentamento della restrizione monetaria in Germania. Con questa poco lusinghiera performance, lo Sme si presenta sui mercati lunedì 14

³⁶ S. Carrubba, *Il fascino discreto del cammino dalla lira da Bretton Woods all'Euro*, ed. Atic Forex, 2007.

settembre. All'apertura delle contrattazioni la lira sale subito al margine superiore della nuova banda. La Banca d'Italia interviene in acquisto di marchi, mentre forti vendite investono la sterlina e la peseta spagnola. Il giorno successivo la speculazione attacca nuovamente la lira e le altre monete dello Sme, con particolare accanimento sulla sterlina. Il 16 settembre, la Gran Bretagna annuncia la sospensione della partecipazione della sterlina agli Accordi europei di cambio (Aec); la peseta svaluta del 5 per cento, l'Italia dichiara di astenersi temporaneamente dagli interventi obbligatori, il che implica nella sostanza la fuoriuscita della nostra moneta dagli Aec. Pochi giorni dopo, l'esito positivo del referendum francese non attenua le pressioni; anzi, le tensioni sul franco si acuiscono proprio all'indomani della consultazione popolare che, con una esigua maggioranza di sì mostra un Paese assai diviso sulla strategia delle autorità monetarie”.

In quel periodo Presidente del Consiglio era Giuliano Amato, il quale in una intervista al Corriere della Sera in riferimento a quei drammatici giorni ricorda: «Era il primo pomeriggio di venerdì 11 settembre, ero nel mio ufficio con Ciampi e Barucci. Si affaccia Francesco Alfonso, allora suo collaboratore, e ci disse che il presidente della Bundesbank Helmut Schlesinger aspettava in linea. Ciampi andò a parlargli al tavolo della mia segreteria e quando tornò era verde in volto. Schlesinger gli aveva detto che la Bundesbank da lunedì non sarebbe più intervenuta per difendere la lira».

Sempre nella stessa intervista, in risposta all'affermazione s'iniziò allargando la fascia di fluttuazione del 7% e presto la svalutazione fu del 25%. Lei la chiamò una «sospensione» degli accordi (dello SME): «Tale per noi era. Ingiusto fu quanto accadde al franco. Il Sì passò al referendum francese per un soffio e il giorno dopo durante un vertice del Fondo monetario a Washington Jean-Claude Trichet (all'epoca direttore del Tesoro di Parigi, ndr) chiese una riunione all'ambasciata d'Italia. Presiedeva Ciampi. I francesi erano allo stremo. Ma Kohl e Mitterrand si erano già messi d'accordo: la Francia non doveva essere messa in

difficoltà e decisero un allargamento delle oscillazioni dello Sme del 15% verso l'alto o il basso. L'avessimo avuta noi, ci avrebbe salvato».

Nel 1992 i tassi di finanziamento del debito pubblico italiano schizzarono verso l'alto, infatti, il tasso medio ponderato dei BTP a 3 anni era del 14,63%³⁷.

Tali politiche di finanza pubblica chiaramente fecero deprimere il paese sotto il profilo economico e della competitività (ripresa questa solo dopo la successiva svalutazione), quindi la lira ovviamente si indebolì, e Soros ne trasse le conseguenze ed iniziò le sue manovre speculative.

Sostanzialmente le cause della grave crisi della lira, che costò manovre finanziarie pesantissime ed una svalutazione significativa della lira, sono da ricercare sicuramente in altri contesti.

Mr. Soros ha fiutato, e sfruttato, le fragilità di un sistema evidentemente basato su meccanismi rigidi e su politiche che tutt'altro avevano fondamento su elementi di solidarietà condivisa.

Bisogna chiaramente evitare che politiche si salvaguardia nazionale camuffate da finta solidarietà possano condurre in zone grigie, soprattutto in un sistema di evidenti rigidità di protocollo su cui l'Unione Europea è costruita.

La storia ancora una volta dovrebbe essere il nostro faro, ma spesso le condizioni mutano e gli attori cambiano, cambiando il contesto generale. Ma gli interessi nazionali sono sempre gli stessi.

³⁷http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Principali_tassi_di_interesse_1992.pdf

CAPITOLO 2
LA CRISI DEI MUTUI “SUBPRIME” U.S.A.
UN MODELLO A COMPLESSITÀ ELEVATA E DEREGULATION.

*“Con il talento si vincono le partite, ma è con il lavoro
di squadra e l’intelligenza che si vincono i campionati”.*

Michael Jordan

2.1 LA DEREGULATION

Le radici della crisi finanziaria del 2008 è da osservare alla luce delle modifiche della regolamentazione della struttura bancaria negli Stati Uniti d’America.

Dopo la grande crisi degli anni Trenta gli USA approvarono una normativa di settore che ha consentito un certo tipo di stabilità finanziaria. Uno dei pilastri di tale normativa era lo “Glass Steagal Act” venne emanato nel 1933, e si prefiggeva di circoscrivere le speculazioni finanziarie degli operatori economici che avevano almeno in parte contribuito a far esplodere la grande depressione del 1929³⁸.

Una delle misure fondamentali della normativa fu quella inerente all’istituzione della Federal Deposit Insurance Corporation, finalizzata alla garanzia dei depositi dei risparmiatori (non investitori).

Altro pilastro di tale riforma fu quello inerente alla separazione delle attività bancarie tipiche delle banche commerciali e l’attività di banche di investimento.

La *ratio* di tale norma era quella di evitare che il fallimento del “mediatore investitore” implicasse il default della banca tradizionale, arrestando il processo economico di finanziamento e tutela del risparmio alla base dell’economia reale, andando quindi a proteggere quest’ultima dal rischio di eventi critici originati da investimenti speculativi.

³⁸ J. Maues, Federal Reserve Bank of St. Louis,
<https://www.federalreservehistory.org/essays/glass-steagal>

Il processo di Deregulation della normativa di settore avviato nel 1999 negli USA, e culminato nel 2004, invece ha creato tutti i presupposti che lo “Glass Steagal Act” si prefiggeva, tra cui la tutela del risparmio dei cittadini a seguito dei default/perdite delle banche d’investimento collegate ora alle banche tradizionali.

Durante la Presidenza Clinton, nel 1999 fu promulgato il “Gramm-Leach-Bliley Act”, il quale abolì definitivamente la separazione tra i due tipi di attività bancaria.

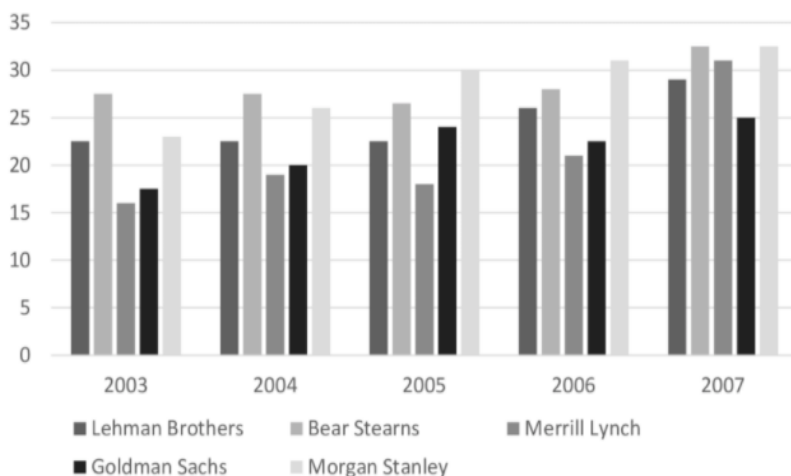
Ai fini della ricostruzione dei fatti, il processo di unificazione delle banche d’investimento e delle banche tradizionali è avvenuto, oltre che negli USA, in molti altri Stati, consentendo nella sostanza una sostanziale uniformità di tutto il sistema finanziario mondiale.

Altro cardine della Deregulation USA è quello inerente al Consolidated Supervised Entity (CSE). Nell’anno 2004 la SEC ed il CSE hanno dato la possibilità alle grandi banche di investimento ammesse alla procedura di non rispettare il regime di capitalizzazione (un basso rapporto di leverage o indebitamento) applicato alle banche non ammesse.

Si potrebbe presumere, ma questa è solo una supposizione, che la SEC si prefiggeva il monitoraggio del capitale delle banche di investimento ammesse al regolamento CSE, che di fatto non è avvenuto.

La deregulation del 2004 ha permesso alle grandi investment bank statunitensi di espandere notevolmente il loro rapporto di leverage (debito/capitale successivamente indicato con D/C), ampliando conseguentemente l’esposizione al rischio. Sinteticamente, un D/C di 1 a 20 sta a significare che per ogni dollaro di capitale vi è un debito di 20.

Figura 1



La figura 1³⁹ ci mostra chiaramente che Morgan Stanley nel 2007 aveva un rapporto D/B di 33, Goldmann Sachs di 26, Merrill Lynch 32, Bear Stearns 33, Lehman Brother 29. Le cinque banche di investimento citate sono tutte entrate nel programma di CSE, precisando che Bears Stearns è stata la prima a crollare durante la crisi finanziaria del 2008, rendendosi necessaria una fusione con JP Morgan, mentre Lehman Brother è stata effettivamente la prima a fallire richiedendo il Chapter 11 (la legge fallimentare USA).

La speculazione finanziaria non è correlata dall'investimento nell'economia reale, e come si osserverà più avanti, crea più tensioni che opportunità, quantomeno nel medio/lungo termine, pregiudicando in caso di crisi la crescita globale, che dovrebbe essere condivisa tra investitori/mediatori e risparmiatori.

Eccesso speculativo ed estremizzazione dei processi finanziari portano ad una crescita incontrollata della finanza “pura” senza un sottostante

³⁹ Winston Chang, 2011, https://www.researchgate.net/figure/The-leverage-ratio-of-major-investment-banks-from-2003-to-2007-Winston-Chang-2011_fig1_319486471

processo economico reale: in un dato momento l'economia reale non sarà più nelle condizioni di avvalorare le attese di rendimento del gigantesco volume di finanza speculativa, causando conseguentemente la disintegrazione di una buona parte dell'economia reale e prodotta. Le argomentazioni che indicano che la finanziarizzazione dell'economia ha una capacità di innovazione rapidissima, come vedremo, sono solide, e spesso gli enti regolatori sono in ritardo e non riescono ad adeguarsi in tempo utile alla rapida evoluzione dei tempi. Altro aspetto spinoso è quello inerente alle retribuzioni del management. Spesso la gestione delle somme degli investitori e dei risparmi di comuni cittadini è affidata ad un determinato tipo di management retribuito con guadagni correlati alle performance. Questo aspetto potrebbe creare una evidente ricaduta a favore delle performance di breve termine a danno di quelle a medio/lungo termine. Un articolo congiunto pubblicato su Le Figaro in data 04 settembre 2009⁴⁰ è stato affronta lo spinoso tema della retribuzione del management delle banche fatto oggetto di sostegno pubblico: “non scegliamo di depositare i soldi pubblici nelle banche, dobbiamo. Le banche sono una parte essenziale del nostro sistema economico; dobbiamo quindi garantire che obbediscano alle regole e che non possano mai più mettere a repentaglio l'intero sistema. I rischi connessi ai sistemi di remunerazione devono essere attentamente monitorati. Il pericolo è troppo grande quando è probabile che gli errori di pochi si ripercuotano su tutte le nostre popolazioni. Questo è il motivo per cui difenderemo, nella riunione dei ministri delle finanze del G20 questo venerdì a Londra, un quadro rigoroso per la remunerazione. I bonus garantiti superiori a un anno dovrebbero essere vietati. La corresponsione dei bonus deve essere ripartita su più anni ed i bonus

⁴⁰ Christine Lagarde, ministro dell'economia, dell'industria e dell'occupazione francese, Anders Borg, ministro delle finanze svedese, Wouter Bos, ministro delle finanze olandese, Jean-Claude Juncker, ministro delle finanze lussemburghese, Elena Salgado Mendez, ministro delle finanze spagnolo, Peer Steinbrück, ministro delle finanze tedesco, e Giulio Tremonti, ministro delle finanze italiano.

erogati devono corrispondere all'effettivo rendimento dei soggetti interessati e all'attività della banca in tale periodo”⁴¹.

I presupposti evocati dai sei ministri europei sono stati totalmente disconosciuti negli USA. I grandi manager statunitensi non hanno sostanzialmente avuto ripercussioni economiche per loro stessi. Uno dei mali che ha originato la crisi del 2008, ossia l'avidità, non è stato curato.

2.2 I MUTUI SUBPRIME.

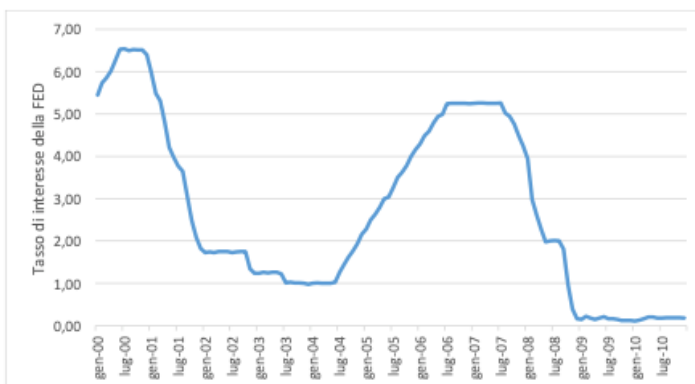
La crisi finanziaria del 2008 è stata certamente la drammatica rappresentazione di una eccessiva speculazione finanziaria, derivante da un effetto a catena innescato da una gigantesca bolla immobiliare iniziata negli Usa. Nei fatti la crisi non è esplosa nel 2008, in quanto solamente in quell'anno è diventata evidente anche ai non addetti ai lavori. Il termine *subprime* è riferito a prestiti ad alto rischio finanziario, erogato da parte di istituzioni di credito in favore di determinati clienti, i quali possiedono basso merito creditizio oppure, esplicito con termini differenti, a forte rischio di insolvenza. L'erogazione di mutui *sub prime* ha innescato negli anni una crescita incontrollata di una bolla immobiliare, che a partire dall'anno 2007 si è evidenziata in tutta la sua drammatica e dirompente criticità.

In pochissimo tempo la caduta dei prezzi immobiliari è stata verticale, trascinandosi dietro interi comparti economici, causando drammi sotto il profilo occupazionale, prima negli Usa, e successivamente a livello globale. Appare opportuno ricordare che l'economia Statunitense era, ed è ancora, la prima potenza economico-finanziaria al mondo, quindi una sua caduta sarà probabilmente causa di rallentamento o recessione globale. Uno degli elementi della globalizzazione è l'elevato effetto contagio su scala generale. Lo schema alla base della bolla immobiliare è il seguente: aumentando la domanda immobiliare, data una certa offerta, il prezzo dell'offerta tende a salire. Fino ad un dato momento il sistema

⁴¹ <https://www.lefigaro.fr/debats/2009/09/04/01005-20090904ARTFIG00372-bonus-il-nous-faut-des-regles-.php>

risulta essere sostenibile, tendendo presente che il valore del bene continua a salire. La domanda era sostenuta dall'ampia concessione di mutui. Il collo di bottiglia si ebbe nel momento in cui gli acquirenti iniziarono ad entrare in difficoltà nel momento in cui i tassi di interesse iniziarono a salire, infatti la caratteristica saliente di tali tipi di mutui era quella inerente alla composizione temporale dei tassi di interesse, considerato che nei primi anni il tasso era fisso, poi diveniva variabile.

Figura 2



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, Effective Federal Funds Rate

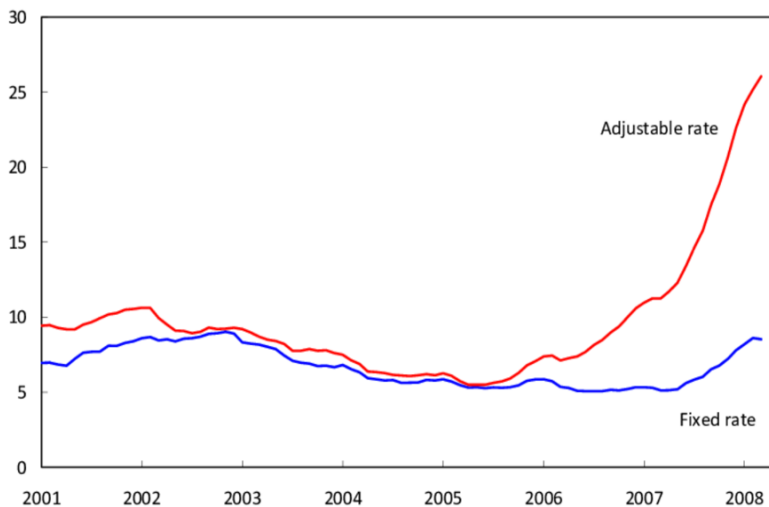
Il passaggio da tasso fisso a variabile dei mutui *subprime* in concomitanza dell'aumento del tasso di interesse fissato dalla FED nel luglio 2004, ha causato evidentemente una impennata delle rate in pagamento dei mutuatari sempre più onerosa, spesso insostenibile, fino a quando il tasso di insolvenza divenne molto più alto rispetto ai valori storici medi, un valore dell'8% nel 2006 (destinato a crescere).

Il grafico successivo mostra il tasso di insolvenza dei mutui erogati a partire dal 2006, soprattutto in relazione a quello con tasso variabile (adjustable).

Figura 3

Subprime Default Rates Have Soared To Record Levels

Percent of loans 90+ days overdue or in foreclosure

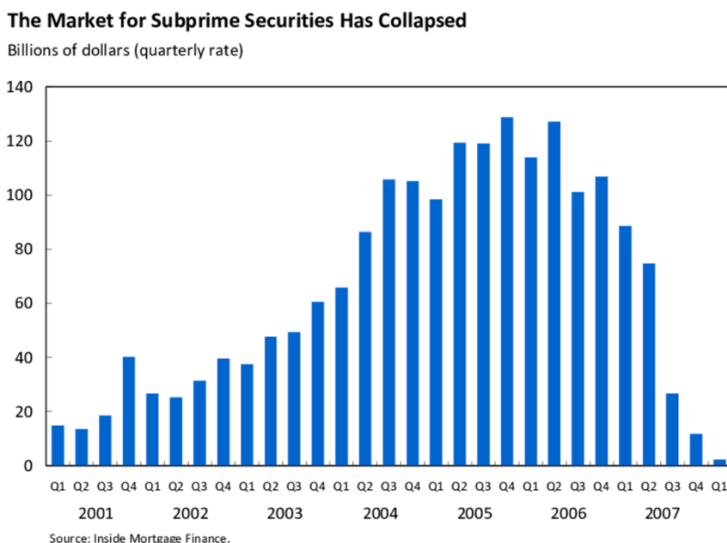


Source: First American LoanPerformance.

Tale crescente tasso di insolvenza ha dato il via a quello che di fatto viene comunemente denominato “scoppio della bolla”, immobiliare in questo caso, andandosi poi a propagare verso tutto il comparto finanziario statunitense prima, ed a quello globale finanziario ed economico successivamente. La globalizzazione è chiaramente anche un fenomeno finanziario, nel bene e nel male. Tra gli anni 2000 e fino a parte del 2006, negli USA la dinamica economico-finanziaria dell'accrescimento dei prezzi immobiliari era facilitata anche dalle manovre espansive da parte della FED, la quale tenne il tasso di interesse su valori minimi (come abbiamo visto con la figura 2), il tutto anche dovuto alla precedente e recente bolla (ancora) dei titoli tecnologici. Nel dettaglio, per definire un mutuo come subprime il sistema americano si basa su un punteggio di credito che classifica tutti i debitori in una scala compresa tra 300 e 850 punti. Negli Stati Uniti tutti coloro che hanno un punteggio di credito inferiore a 620 rientrano nella categoria subprime. La storia creditizia di

coloro che rientrano nella categoria subprime, generalmente presenta delle peculiarità tipiche come due o più pagamenti effettuati oltre 30 giorni dopo la scadenza nell'anno precedente la richiesta del prestito, oppure l'insolvenza di un mutuo negli ultimi due anni o la dichiarazione di bancarotta negli ultimi cinque⁴². Sostanzialmente con i mutui *subprime* il sistema creditizio statunitense andava a finanziare un soggetto potenzialmente insolvente, spesso con punteggio intorno a 500, che si accingeva ad acquistare un immobile il quale prezzo risultava nel contempo sopravvalutato, a causa della “bolla immobiliare”. Qualche dato: nel 2006 i mutui subprime raccoglievano, soltanto nel mercato statunitense, circa 600 miliardi di dollari giungendo così a coprire circa il 20% del mercato dei mutui del Paese. Nel Global Financial Stability Report il Fondo monetario internazionale ha stimato in 200 miliardi di dollari le perdite registrate dal settore dei mutui subprime fra il febbraio e il settembre del 2007⁴³.

Figura 4



⁴² <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

⁴³ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

Le cifre sopra indicate sono importanti, ben superiori al PIL di alcuni Stati di medie dimensioni, e tra le pieghe dei numeri, ci vengono mostrati chiaramente degli aspetti non trascurabili in relazione alle percentuali (20%) di mutui ad alto tasso di insolvenza concessi, che necessitano di una seria riflessione.

La FED nel 2004 iniziò a elevare i tassi di interesse in considerazione della ripresa economica degli USA. I mutui pertanto, con tassi di interesse più alti, divennero più onerosi, conseguentemente aumentarono i casi di insolvenze delle famiglie rese nei fatti impossibilitate a restituire rate sempre più costose a causa del lievitare delle rate. Tutto ciò si tradusse nel medio/breve termine in una riduzione della domanda degli immobili che di fatto rimasero invenduti, causando lo scoppio della bolla immobiliare, e conseguentemente la drastica riduzione del valore delle ipoteche prestate a garanzia dei mutui erogati.

Ma quanto riportato fin ad ora è solamente una parte dei meccanismi d'azione che hanno causato la crisi del 2008.

2.3 LA CARTOLARIZZAZIONE DEI MUTUI (SECURITIZED) ED IL RUOLO DEI CDS.

Prima dell'avvento della deregulation, le attività finanziarie connesse all'erogazione dei mutui derivavano da un procedimento molto semplice e noto anche ai non addetti ai lavori.

Il classico procedimento prevedeva la richiesta, da parte di un'acquirente di un immobile, di un mutuo ipotecario alla banca con relativo successivo pagamento delle rate.

Tale semplice processo aveva il grande pregio di obbligare il finanziatore alla concessione di prestiti in maniera accurata soprattutto in termini di merito creditizio, ed ovviamente con le dovute garanzie sottostanti.

Tale sequenza procedimentale avvenne fino alla deregulation, in quanto successivamente i big player finanziari ha fatto largo uso dell'ingegneria finanziaria, la quale ha amplificato notevolmente il grado di complessità

delle operazioni, tutte finalizzate all'aumento della redditività, ma a svantaggio della tenuta globale del sistema nel medio e lungo termine.

Gli istituti finanziari che erogavano prestiti ipotecari iniziarono ad utilizzare un ingegnoso metodo di sviluppo delle proprie attività di breve termine.

Esse vendevano il credito derivante dal mutuo finanziato ad un soggetto terzo (SVP), il quale componeva in un pacchetto finanziario i mutui ipotecari con altri crediti di diverso tipo, come prestiti classici (debiti per comperare autoveicoli, debiti derivanti da carte di debito o credito, ed i classici debiti accesi per il finanziamento universitario), il tutto allo scopo di creare un nuovo strumento finanziario, molto più complesso e difficile da analizzare (o spacchettare in gergo).

Tale strumento finanziario “derivato” è denominato CDO, ovvero “collateralized debt obligation.

Tali CDO a loro volta erano venduti agli investitori, i quali potevano comprarli in riferimento al profilo di rischio desiderato, stabilito che questi dispositivi finanziari venivano valutati dalle agenzie di rating. Altro aspetto che aumenta il livello di complessità era quello inerente “all’impacchettamento” di debiti finanziari all’interno del CDO con rating diversi, esasperando ulteriormente il grado di difficoltà qualora un soggetto avrebbe desiderato analizzare nel dettaglio lo strumento finanziario.

Il tutto prende il nome di cartolarizzazione (securitized).

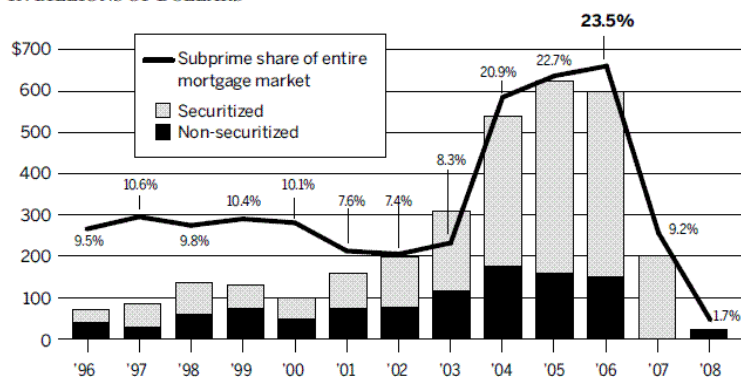
I dati mostrano chiaramente che le banche concedevano sempre più prestiti immobiliari dopo aver iniziato ad utilizzare il metodo descritto, con una percentuale rilevante del comparto subprime e securitized (figura 5).

Figura 5

Subprime Mortgage Originations

In 2006, \$600 billion of subprime loans were originated, most of which were securitized. That year, subprime lending accounted for 23.5% of all mortgage originations.

IN BILLIONS OF DOLLARS



NOTE: Percent securitized is defined as subprime securities issued divided by originations in a given year. In 2007, securities issued exceeded originations.

SOURCE: Inside Mortgage Finance

Appare pertanto evidente che il fenomeno della crisi dei mutui subprime non è imputabile solamente ai tassi di interesse accomodanti precedenti alla bolla immobiliare ed al merito creditizio inesistente, ma anche al notevole impiego delle operazioni di cartolarizzazione e leva finanziaria, creando una pericolosa relazione tra economia reale e finanza in caso di crisi.

Purtroppo il grado di complessità finanziaria era destinato a salire ulteriormente in quanto i CDO vennero utilizzati per “impacchettare”, e quindi emettere, altri strumenti finanziari i quali, avevano sempre come sottostante finanziamenti rischiosi.

Il sito della Consob italiana riesce a spiegare in modo estremamente semplice quanto avvenne: “i già citati CDO sono divenuti il sottostante delle cosiddette CDO-squared (che possono essere considerate delle vere

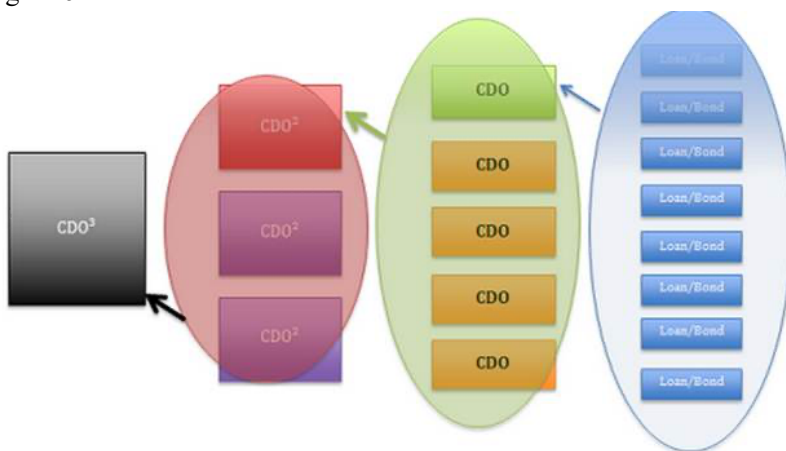
e proprie CDO "al quadrato" o CDO sintetiche). Al posto di avere come sottostante un portafoglio di obbligazioni, prestiti e altri titoli di credito, le CDO-squared sono quindi supportate da emissioni di CDO.

In pratica, le CDO-squared consentono alle banche di "impacchettare" il rischio di credito di cui si sono fatte carico detenendo delle CDO. Le SPV con le CDO-squared "impacchettano" delle CDO che poi verranno divise in tranches e vendute agli investitori sui mercati finanziari.

Sulla scia di questi prodotti finanziari sono stati creati anche i cosiddetti CDO-cubed, il cui sottostante è rappresentato da titoli di CDO-squared.

Nei fatti, la proliferazione di questi strumenti sempre più complessi ha consentito una moltiplicazione delle emissioni e un trasferimento dei rischi delle attività originarie sottostanti senza più controllo⁴⁴.

Figura 6



Appare evidente che se qualora uno dei sottostanti dovesse andare in sofferenza (mancato pagamento dei prestiti) tutto il castello di sabbia, perché di questo si discute, crollerebbe inesorabilmente.

⁴⁴ <http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->

Purtroppo il grado di complessità di tale sistema è riuscito a lievitare ulteriormente, in quanto i derivati non vennero solamente utilizzati unicamente per “impacchettare” i mutui e rivenderli ad altri investitori. Il sistema finanziario concepì ulteriormente dei titoli derivati chiamati “credit default swap” (CDS). Tale strumento è sostanzialmente di tipo assicurativo, infatti vennero venduti, fra i tanti, dall’AIG (American International Group). I CDS operavano (ed operano) come uno strumento assicurativo per gli investitori che possedevano i citati CDO.

Altro aspetto, intrinsecamente fuorviante, è quello inerente al pagamento a seguito dell’avveramento della condizione indicata nel contratto assicurativo, infatti in difformità rispetto ai normali strumenti assicurativi che liquidano solamente il proprietario, si consentiva ad altri investitori di acquistare i CDS su CDO che non possedevano. AIG ha venduto intensivamente tale strumento finanziario.

Uno strumento assicurativo diveniva una pura forma di scommessa, nulla di sostanzialmente diverso.

Tale atteggiamento “imprenditoriale” tenuto da AIG probabilmente risiedeva nella supposizione rivelatasi poi errata, che il mercato immobiliare non sarebbe mai crollato, andando quindi a commerciare dei derivati (CDS) a degli investitori che volevano puntare esclusivamente sul crollo dello stesso mercato.

Il contratto CDS obbligava l’assicuratore a pagare non soltanto il premio ai titolari dei CDO che avevano sottoscritto i CDS per tutelarsi dal rischio di insolvenza, ma anche gli investitori che li avevano acquistati esclusivamente a fini speculativi.

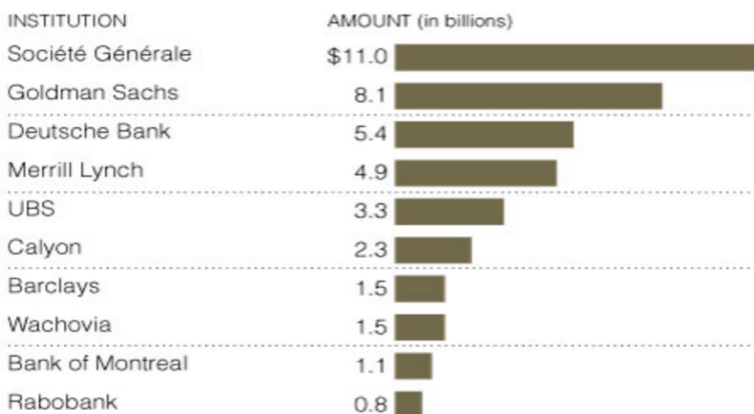
Purtroppo, se fosse stato analizzato efficacemente il rischio intrinseco di tale tipo di attività, cioè il verificarsi della condizione per cui venivano sottoscritti i CDS, cioè il crollo del mercato immobiliare derivante dal mancato pagamento da parte dei mutuatari delle rate del prestito erogato, l’AIG non si sarebbe esposta fino a tal punto. Alla luce di quanto sopra esposto, ora appare chiaro che qualora il mercato immobiliare fosse andato in default, tutto il sistema finanziario, e quindi creditizio, avrebbe subito relevantissimi danni strutturali. Assolutamente doveroso riferire

che le controparti di AIG non erano solo statunitensi, a sorpresa abbiamo una banca francese molto esposta e con importi consistenti.

Figura 7

The Biggest A.I.G. Counterparties

Between the billions of dollars the government used to save the American International Group and billions more that the Federal Reserve used to wipe away the worst of the company's credit default swaps, nearly \$40 billion was passed on to just 10 financial institutions who had been counterparties.



Largest institutions to be made whole from Sept. 19 to Dec. 31, 2008.

Source: A.I.G.

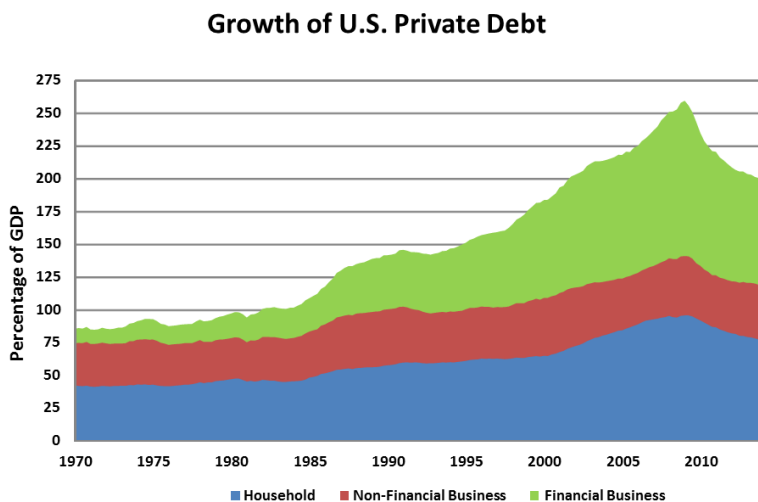
THE NEW YORK TIMES

Aspetto importantissimo nelle emissioni dei CDS è il seguente: non erano regolamentati. In conseguenza di ciò, AIG non accantonava le perdite derivanti dal pagamento dei premi al verificarsi delle condizioni, quindi la voragine di bilancio che via via si stava aprendo ben presto divenne troppo grande da gestire, infatti la società venne fatta oggetto di “iniezioni di liquidità” da parte del tesoro USA.

2.4 TOO BIG TO FAIL.

Per comprendere le reali dimensioni della crisi innescata dai mutui sub prime sarà utile mostrare le grandezze monstre del debito privato degli Stati Uniti d'America, con la sua relativa crescita al tempo della crisi.

Figura 8



Source Data: Federal Reserve Economic Database (FRED)

La figura 8 ci mostra che a partire dalla deregulation avvenuta nel 1999 l'industria finanziaria è cresciuta vertiginosamente, aumentando parallelamente (3 volte) il tasso di crescita relativo al comparto immobiliare. Quanto sostenuto in merito alla bolla immobiliare con annessa ingegnerizzazione finanziaria del sovrastante sistema è chiaramente mostrato dal dato FED.

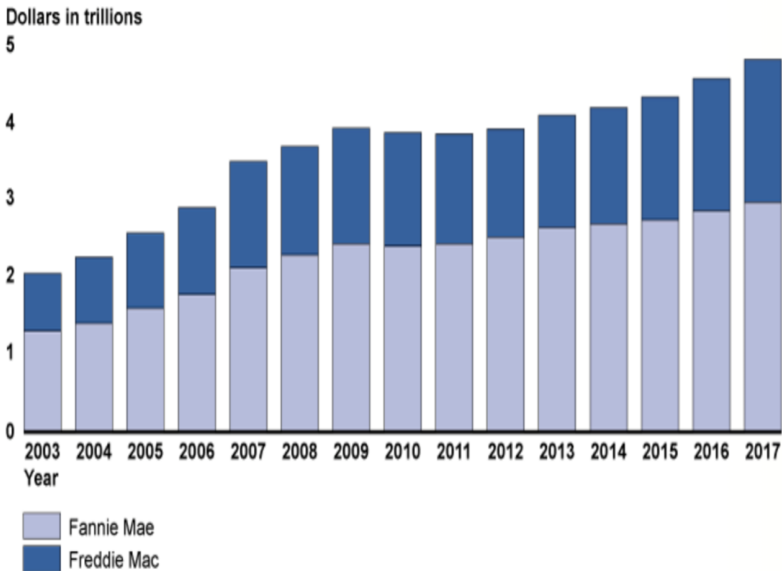
Formalmente la crisi ha avuto avvio con il "quasi" default di società come Freddie Mac e Fannie Mae. Esse sostanzialmente nel 2008 si trovavano in una condizione di default, e solamente l'intervento del governo USA con l'operazione di nazionalizzazione nel settembre 2008 evitò la

definitiva crisi. Tale necessario intervento, in uno Stato a forte matrice liberista, ha evidenziando tutte le criticità insite nel mercato dei mutui subprime che aveva contraddistinto quegli anni.

Le dimensioni degli asset derivanti dai mutui MBS (mortgage backed securities) negli USA erano impressionanti, trilioni di dollari in asset ipotecari detenuti da Fannie Mae e Freddie Mac nel 2008 raggiungevano quasi 4.000 miliardi di dollari (Figura 9), lievitando ulteriormente negli anni. Si evince dal grafico che in 4 anni, tra il 2004 ed il 2008, i mutui totali erogati si sono raddoppiati, facendo denotare il chiaro rischio della presenza di una criticità nel sistema immobiliare.

Figura 9

The federal government guaranteed \$5 trillion in Fannie Mae and Freddie Mac mortgage-backed securities in 2017



Source: GAO analysis of Federal Housing Finance Agency data. | GAO-19-239

Il sistema fondiario in quel periodo appariva molto solido, quindi il meccanismo psicologico alla base delle bolle era in perfetta fase di realizzazione.

Il premio Nobel Robert J. Shiller nel 2013 definì una bolla speculativa come una situazione in cui la notizia di un incremento di prezzo stimola l'entusiasmo degli investitori, che si diffonde per contagio psicologico di persona in persona, ingigantendo storie capaci di giustificare l'incremento di prezzo.

Tutto questo attira un ventaglio sempre più ampio di investitori che pur nutrendo dubbi sul valore reale dell'investimento ci si lanciano ugualmente, in parte per invidia del successo di altri e in parte per il brivido dell'azzardo.

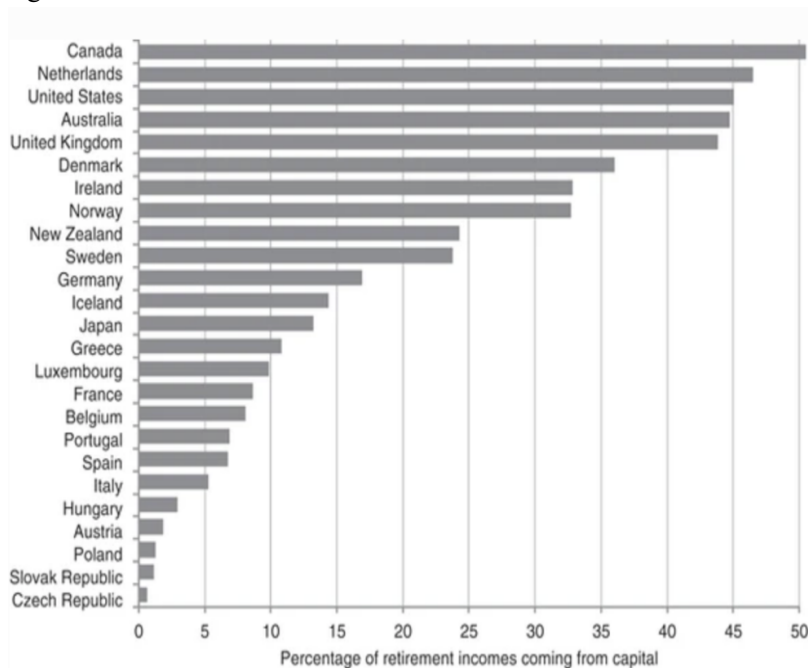
La bolla dei tulipani e la crisi del 1929 non hanno insegnato nulla. Il meccanismo psicologico della bolla, unito all'ingegnerizzazione finanziaria prima descritta ha dato delle "certezze" ad AIG in merito all'assoluta sicurezza e solidità del mercato immobiliare statunitense.

Tali "certezze" avrebbero avuto necessità di sostegno decisionale fornito sia in riferimento ad un monitoraggio del comparto economico di riferimento in relazione a ciò che assicuravano, sia in relazione al tasso di default, e quindi insolvenza, che si stava verificando negli USA in riferimento ai mutui erogati.

Un corretto processo di intelligence aziendale quale sistema di prevenzione e tutela dei rischi, soprattutto in un sistema dove tutto si regge se vi è fiducia, è quanto meno necessario. E la fiducia nel 2008 nel sistema finanziario è crollata, e molti si sono fatti trovare impreparati. Simultaneamente vi fu una corsa agli sportelli da parte di correntisti oltre al ritiro di ampie percentuali di quote dei fondi pensione, causando al sistema l'implosione.

Il dato inerente al ritiro dai fondi pensione in termini percentuali post "sub prime crisis" alla figura 8 (fonte OECD), mostra che la fiducia in quel periodo stava crollando.

Figura 8



A New York, il 15 settembre 2008, poco prima dell'una del mattino, Lehman Brothers ha comunicato l'intenzione di ricorrere al Chapter 11. Potrebbe essere apparso alquanto incongruo da parte del Tesoro USA non sostenere finanziariamente Lehman Brothers lasciandola fallire, e procedere ad iniezioni di liquidità procedendo al "salvataggio" di AIG. I motivi stanno alla base di alcune determinanti, in quanto AIG risultava essere al centro di un complesso sistema finanziario/creditizio, il quale in caso di insolvenza rischiava di irrompere come uno tsunami, trascinando a sé le maggiori istituzioni finanziarie e creditizie statunitensi. Non solo, un numero gigantesco di fondi comuni di investimento, di fondi pensione ed hedge fund avevano investito in AIG oppure da essa assicurati, o entrambi.

L'*affaire* AIG ha introdotto nella scena economica il concetto di “troppo grande per fallire” (too big to fail), e per tale motivo il Tesoro USA fu costretto ad intervenire procedendo al “salvataggio” di essa data la sua estrema importanza e dimensione all'interno del sistema strutturale finanziario ed assicurativo in un contesto non più solamente nazionale ma globale.

In particolare, le banche di investimento che avevano CDS su CDO assicurati da AIG avevano il serio rischio di rimetterci miliardi di dollari. Milioni di cittadini avrebbero perso la pensione e risparmi, in quanto essi basarono la loro scelta sulla solidità di AIG. Anche i fondi di investimento agganciati al mercato monetario, generalmente considerati investimenti sicuri per il singolo investitore, erano a forte rischio poiché molti avevano investito in obbligazioni AIG.

In termini numerici, la FED ha emesso un prestito ad AIG in cambio del 79,9% del patrimonio netto della società. L'importo totale era originariamente riferito a \$ 85 miliardi e doveva essere rimborsato con gli interessi. Più tardi, i termini dell'accordo furono rielaborati e il debito aumentò. La Federal Reserve e il Dipartimento del Tesoro hanno versato ancora più denaro in AIG, portando il totale a circa \$ 150 miliardi.

Successivamente l'exit da parte del Tesoro USA in AIG ha consentito un guadagno netto per il governo statunitense di 22,7 miliardi di \$ di interessi sull'accordo⁴⁵.

2.5 IL CONTAGIO DELL'ECONOMIA REALE.

Il mercato interbancario durante la crisi dei mutui subprime fu messo duramente alla prova, in quanto le banche non avevano più fiducia le une delle altre.

Altro aspetto estremamente importante per comprendere le dimensioni del fenomeno critico era quello inerente al forte ridimensionamento delle attività di concessione dei finanziamenti al sistema economico

⁴⁵ <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/american-investment-group-aig-bailout.asp>

“tradizionale” oltre un sostanziale abbandono delle esposizioni ritenute a “rischio default”.

La stretta creditizia che ha investito il sistema bancario durante la crisi del 2008 è da inquadrare alla luce di due aspetti tipici del funzionamento delle istituzioni bancarie:

- 1) il meccanismo della riserva frazionaria
- 2) il rifinanziamento presso la banca centrale

La banca è un intermediario finanziario che rastrella denaro dai soggetti che ne hanno in avanzo per prestarlo a coloro i quali lo richiedono.

Il moderno sistema bancario commerciale si basa sulla constatazione che il denaro è un bene fungibile e che le probabilità che tutti i depositanti procedano al prelievo contemporaneo dei loro fondi è bassa.

Sulla base di tale premessa, gli istituti bancari ritengono in cassa solo una parte dei fondi lasciati in deposito dalla clientela e a prestare ad altri la parte rimanente. La riserva frazionaria è quindi la porzione della raccolta bancaria che viene mantenuta liquida onde far fronte alle normali operazioni di rimborso.

Uno degli aspetti da sottoporre all’attenzione è quello inerente alla fase iniziale della crisi di liquidità.

Se le richieste di ritiro dei depositanti, che a causa della crisi economica e finanziaria utilizzano i risparmi per sostenere le spese correnti, crescono oltre la capacità di rimborso sostenibile dalla riserva frazionaria, gli istituti bancari non saranno più in grado di far fronte ad esso, causandola smobilitazione dei loro impieghi.

Se questi ultimi avranno scadenza a lungo termine tale operazione sarà necessariamente problematica e nelle migliori ipotesi decisamente onerosa, andando anche in questo caso a causare sofferenza patrimoniale all’istituto bancario.

Nell’ipotesi che tali impieghi siano di breve termine, i quali sostanzialmente sono più remunerativi ma più rischiosi, sarà necessario alleggerire l’attivo “a rischio” implementando una politica di ridimensionamento degli impegni “a breve e lungo termine” (la famosa

“stretta creditizia”) andando ad imporre nei confronti dei finanziati (anche a soggetti con rating creditizi elevati) un piano di rientro delle esposizioni. Quanto riferito è il punto di avvio (sinteticamente) della carenza di liquidità, che andrà ad innescare altre problematiche, in quanto a fronte di necessità di pagamento nel breve termine, e di una raccolta sempre più instabile, gli attivi sono impiegati in prestiti a scadenza medio/lunga oppure in titoli che hanno perso valore a causa dei ribassi di mercato (che sarà causa di una riduzione del patrimonio netto).

A queste problematiche si andrà ad innescare la problematica del prestito interbancario, in quanto le banche, per rifornirsi di liquidità monetaria talvolta fanno ricorso ad altri istituti i quali, in tali contesti di crisi negheranno il finanziamento.

Il precedente elemento critico potrebbe essere limitato dall'intervento delle banche centrali (nel nostro caso la BCE), le quali potrebbero sopperire alla carenza di liquidità con prestiti, ma solamente con l'esistenza di garanzie che vengono concesse sotto forma di titoli, a cui sarà applicato uno scarto prudenziale al loro valore di mercato. In riferimento al sistema finanziario europeo durante la crisi del debito sovrano del 2011, il mercato dei titoli obbligazionari è andato abbondantemente sotto pressione, deteriorando significativamente il valore dei bond i quali, se dati in garanzia per l'erogazione di un finanziamento, hanno limitato il valore patrimoniale su cui far affidamento, causando criteri per la concessione di prestiti da parte della BCE più stringenti.

Quanto riferito va a delineare un livello di complicazione notevole in quanto il mercato interbancario è sostanzialmente ingessato in considerazione del fatto che le banche “non fidandosi le une delle altre” non si finanziano vicendevolmente.

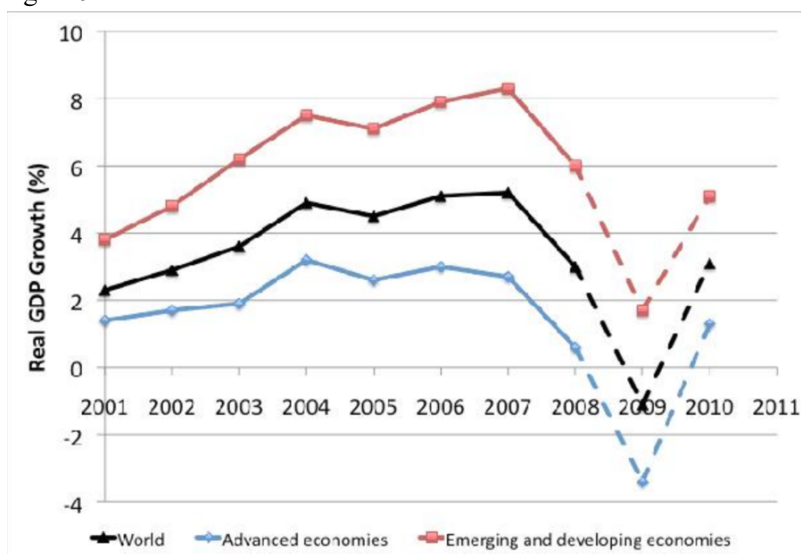
Se qualora in un contesto di crisi vi sono istituti provvisti di liquidità, essi andranno in cerca di depositi tutelati, preferendo lasciare la propria liquidità in deposito presso la BCE, e quindi non facendolo confluire nel circuito del mercato interbancario.

La crisi di finanziaria e di liquidità del sistema finanziario statunitense si è propagata a livello globale, minando quell'aspetto fondamentale su cui si basa il sistema bancario mondiale, senza il quale il sistema non è sostenibile, ossia la fiducia.

Tale effetto domino generale si è mostrato nella sua più chiara manifestazione, infatti da una crisi esclusivamente finanziaria statunitense, sono stati duramente danneggiati interi settori economici, quindi produttivi e commerciali a livello internazionale.

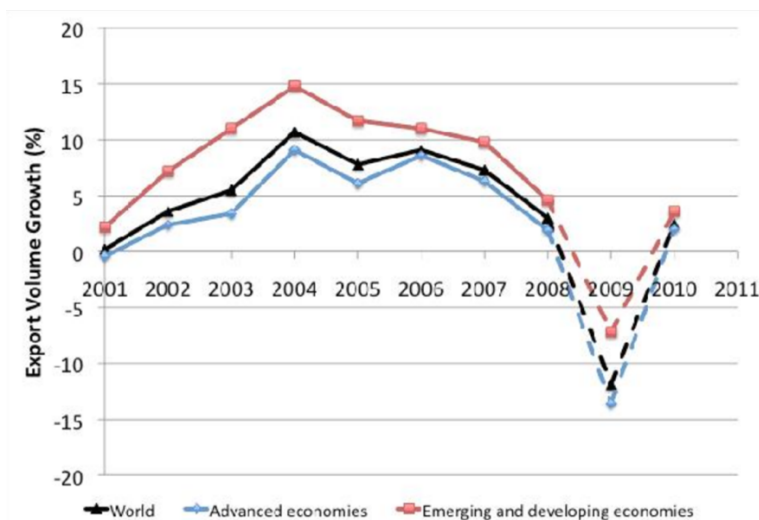
La figura 9 (fonte FMI) ci mostra chiaramente il crollo verticale del GDP (gross domestic product), il quale ci indica che il PIL globale è sceso tra il 2008 ed il 2009 del 5% circa.

Figura 9



La figura 10 (fonte FMI) ci mostra il dato inerente allo scambio merci internazionali, il quale ha avuto un drastico ridimensionamento del 6% circa durante gli anni della crisi.

Figura 10

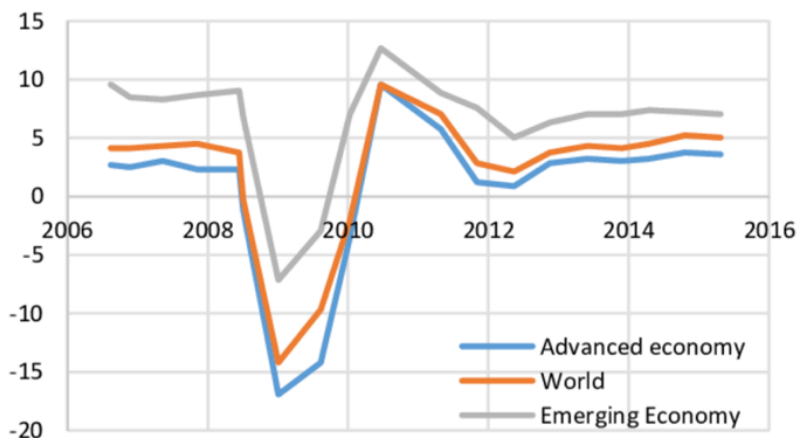


La figura 11 (fonte FMI) ci mostra chiaramente che anche il settore industriale ha avuto notevoli problematiche, ed il crollo subito ne è la chiara evidenza.

Il settore industriale ha necessità finanziarie per garantire la continuità produttiva.

Tutti i suoi processi sono basati su delicati rapporti di flussi di cassa, i quali se interrotti in entrata dalla crisi della domanda dei prodotti ed anche dalla crisi dell'approvvigionamento finanziario porterà ad un blocco della produzione in prima istanza, e successivamente al default dell'attività.

Figura 11



global industrial production growth %

La figura 12 ci mostra un interessante dato, ossia quello inerente al crollo della produzione industriale tra grandi aree/Stati.

Il dato interessante è quello inerente all'immunità dal contagio derivante dalla crisi dei mutui subprime da parte di alcuni Stati. Si evince chiaramente che i sistemi "paese" Cina ed India sono rimasti sostanzialmente estranei alle problematiche finanziarie dei paesi occidentali.

Figura 12



In precedenza è stato osservato che uno dei fattori che ha innescato il contagio dalla crisi finanziaria verso l'economia reale è stato il problema della liquidità. Le imprese commerciali ed industriali in un dato momento, durante la crisi dei mutui subprime, hanno avuto enormi difficoltà ad approvvigionarsi di denaro per mantenere il ciclo economico in relazione all'acquisto delle materie prime poi finalizzate alla produzione ed all'interscambio con il consumatore finale.

Il problema di liquidità successivamente è stato attenuato grazie a provvidenziali interventi degli Stati e delle banche centrali con le ormai "famoso immissioni di liquidità nel sistema".

Un case study è quello dato da General Electric.

Correva l'anno 1878 quando Thomas Edison fondò la Edison Electric Light Company (GE – General Electric), e già l'anno seguente già celebrava un prodotto rivoluzionario: la lampadina elettrica a filamento incandescente, la quale successivamente venne brevettata nel gennaio 1880.

La storia di GE parla chiaro, essa è stata per molto tempo la più capitalizzata a livello mondiale, operando in moltissimi settori quali l'industria, tra cui la produzione di locomotive a motori aeronautici, motori elettrici, plastica, materiale sanitario, turbine a gas, turbine eoliche, tecnologia militare, reattori nucleari. Negli anni il management di GE ha creato la sezione finanziaria, la GE Capital.

Purtroppo con l'avvento della crisi dei subprime, anche GE Capital è crollata, contagiando anche la controllante casa madre GE, la quale si è trovata al centro di un colossale problema derivante sia dall'effetto trasmissione derivante da GE Capital in termini patrimoniali, sia dal problema relativo alla mancanza di credito derivante dalla "chiusura dei rubinetti" da parte degli istituti finanziari in piena crisi subprime. Alla fine, GE Capital ha ottenuto un enorme salvataggio di \$ 139 miliardi dal governo federale⁴⁶.

La crisi del 2008 coglie GE di sorpresa, l'ingegneria finanziaria svela la sua natura oscura e rischiosa e presenta il conto, pertanto il colosso industriale GE è stato soccorso dal governo federale onde evitare il default.

Altro aspetto critico della crisi del 2008 è stato il crollo dei posti di lavoro, infatti durante la crisi innescata dai mutui subprime il tasso di disoccupazione lievitò notevolmente a livello mondiale.

Relativamente agli USA, nonostante gli enormi aiuti governativi la disoccupazione statunitense aumentò fino al 10%.

Nel vecchio continente le percentuali non furono distanti.

La figura 13 (fonte Eurostat) ci mostra chiaramente l'esplosione dei tassi di disoccupazione a livello mondiale.

⁴⁶ <https://dealbook.nytimes.com/2008/11/12/fdic-to-back-139-billion-in-ge-capital-debt/>

Figura 13



La perdita del lavoro, appare più che evidente, innesca numerosi effetti a catena, tra cui la crisi della coesione sociale, e conseguentemente, il rischio di tenuta dei sistemi democratici.

La globalizzazione ha fatto il suo percorso, consegnandoci economie che nei fatti sono tutte collegate tra loro, ed è stato proprio questo il presupposto del contagio globale di siffatta crisi, che non ha risparmiato quasi nessuno, quanto meno nelle economie di tipo occidentale.

Il modello elevato di complessità raggiunto dal sistema basato sui mutui subprime è stato frutto di una unione di competenze trasversali, che avevano consentito un livello di difficoltà analitica arduo comprendere.

CAPITOLO 3 FINANZA CRITICA

3.1 IL SISTEMA BANCARIO OMBRA

Il sistema bancario ombra, con termine anglosassone shadow banking system, negli ultimi anni ha raggiunto dimensioni rilevanti, viaggiando talora parallelamente, talora intersecandosi, con il sistema finanziario tradizionale, accrescendo sempre più quel processo di finanziarizzazione e complessità dell'economia, facendo scaturire di fatto una prevalenza della finanza sull'economia reale.

Il sistema bancario sistema ombra ha raggiunto a livello globale la dimensione di circa 52 mila miliardi di dollari⁴⁷.

Il sistema bancario ombra (SBO) è riferito all'insieme degli enti finanziari non appartenenti al circuito bancario standard, e che quindi operano al di fuori dei sistemi classici regolamentati.

Nel capitolo precedente si è già osservata l'importanza, o per meglio dire la criticità, dell'SBO, infatti esso ha giocato un ruolo fondamentale nella crisi economico-finanziaria del 2008.

Purtroppo la storia, benché drammatica in termini economici e finanziari, e soprattutto in termini di tenuta della coesione sociale, non ha lasciato molti insegnamenti, ed i numeri evidenziati dal grafico successivo con la figura 14, lo mostrano con chiarezza (fonte SUERF – the european money and finance forum).

Appare comunque doveroso precisare che non soltanto gli USA hanno utilizzato abbondantemente lo SBO, anche in Europa il comparto è cresciuto rapidamente.

Tale tipo di struttura finanziaria potrebbe contenere enormi rischi e debolezze di sistema, che potrebbero influenzare con estrema evidenza la stabilità finanziaria generale ed il finanziamento dell'economia reale in maniera significativa, appare quindi necessario quantomeno sviluppare

⁴⁷ <https://finance.yahoo.com/news/shadow-banking-now-52-trillion>

una visione a livello globale onde garantire che il settore finanziario non bancario rimanga una fonte stabile di finanziamento e non una fonte di incertezza strutturale in momenti di crisi.

Il Financial Stability indica⁴⁸ che le funzioni economiche fornite dall'SBO si concretizzano nella:

- 1) gestione di veicoli di investimento collettivo del risparmio, caratterizzati da una elevata leva finanziaria ed esposti al rischio legato alla trasformazione – e quindi all'eventuale disallineamento – delle scadenze;
- 2) concessione di prestiti che dipendono dalla raccolta a breve termine;
- 3) intermediazione di attività di mercato che dipende da finanziamenti a breve termine o da finanziamenti garantiti dagli asset dei clienti;
- 4) concessione di garanzie che facilitano l'erogazione del credito;
- 5) intermediazione creditizia basata sull'attività di cartolarizzazione e finanziamento di entità finanziarie.

Stiamo assistendo a profondi cambiamenti nella struttura e nel funzionamento dei mercati finanziari anche nell'area dell'euro. Le attività totali nell'area detenute dal settore finanziario non bancario sono quasi raddoppiate negli ultimi dieci anni, passando da 23 trilioni di euro nel 2008 a 42 trilioni di euro nel 2018 e rappresentano il 55% delle attività totali del settore finanziario. Più specificamente, il settore dei fondi di investimento nell'area dell'euro si è espanso rapidamente dalla grande crisi globale del 2008: le sue attività totali sono passate da 4,5 trilioni di euro alla fine del 2008 a 12,2 trilioni di euro alla fine del 2018⁴⁹.

Le attività indicate al punto 1 sono le più rilevanti, in quanto inglobano più della metà degli asset dello shadow banking system (\$36,7miliardi, nel 2017).

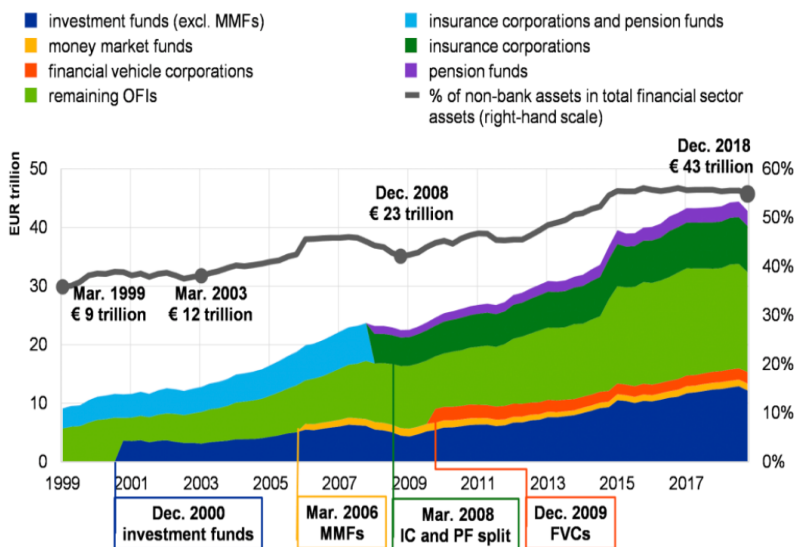
In tali attività sono ricompresi i veicoli di investimento collettivo come fondi a reddito fisso (29% degli asset EF1), fondi misti (19%), hedge

⁴⁸ <https://www.suerf.org/policynotes/8061/non-banks-in-the-eu-ensuring-a-smooth-transition-to-a-capital-markets-union>

⁴⁹ <https://www.suerf.org/policynotes/8061/non-banks-in-the-eu-ensuring-a-smooth-transition-to-a-capital-markets-union>

funds (13%), fondi immobiliari che operano attraverso la leva finanziaria, fondi fiduciari e fondi del mercato monetario (16%).

Figura 14



Sostanzialmente le “banche ombra” sono un prodotto spontaneo del mercato dei capitali, esse hanno dato canali diversi ad esso per il finanziamento del sistema economico.

Orbene, Tobias Adrian del Fondo Monetario Internazionale definisce, in termini concettuali, che il sistema bancario ombra sia come qualsiasi altra forma di intermediazione finanziaria, una risposta ai bisogni insoddisfatti e alle preferenze di mutuatari e prestatori disposti. Esso contribuisce a completare i mercati, ad esempio offrendo agli emittenti nuovi sbocchi per la raccolta di capitali, oppure quando il prestito bancario non è disponibile, concede più strade per la diversificazione del credito oppure

portafoglio mobiliare, il sistema bancario ombra potrebbe produrre maggiori efficienze e capacità di condivisione del rischio⁵⁰.

Il contesto di operatività “extra-bancario” del SBO non è sottoposto a determinate regolamentazioni di settore, come ad esempio in termini di leva finanziaria. Appare evidente che il sistema possiede intrinsecamente luci ed ombre.

Il Consiglio per la stabilità finanziaria è un organismo internazionale con il compito di monitorare il sistema finanziario mondiale istituito per valutare le tendenze e i rischi globali nell'intermediazione finanziaria non bancaria (il sistema bancario ombra), il Financial Stability Board (FSB) conduce un esercizio di monitoraggio annuale dal 2011 che confluisce in un rapporto. Copre i dati fino alla fine del 2018 da 29 Stati, che insieme rappresentano oltre l'80% del PIL globale. Gli aggregati di monitoraggio utilizzati nel Rapporto sono: MUNFI (monitoraggio dell'universo dell'intermediazione finanziaria non bancaria), AIF (altri intermediari finanziari) e la misura ristretta di NBFi (intermediari finanziari non bancari). Le principali osservazioni del rapporto 2018 ci indicano che le attività MUNFI sono leggermente diminuite a \$ 183,7 trilioni nel 2018 rispetto all'anno precedente. Questa riduzione, la prima dal 2008, è stata trainata da un calo delle attività degli AIF (dallo 0,4% a 114,3 trilioni di dollari) associato alle diminuzioni del mercato azionario verso la fine del 2018 e, in misura minore, con deflussi da alcuni AIF. Questi ribassi del mercato azionario hanno ridotto il valore delle attività finanziarie detenute dai fondi di investimento (in particolare i fondi azionari), anche se da allora il mercato è rimbalzato, in genere invertendo questa tendenza (figura 15 – fonte FSB)⁵¹.

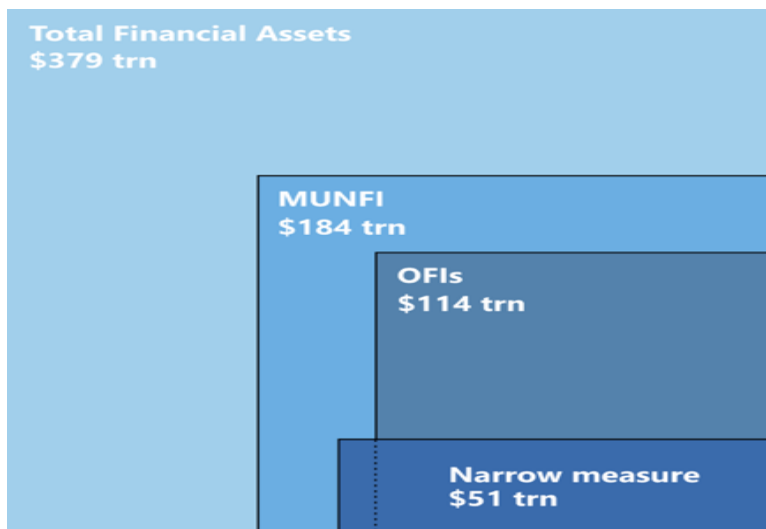
Appare evidente che i dati ci mostrano come la “finanziarizzazione” globale non è più quella tradizionale, spostando l'asse centrale dei flussi finanziari verso sistemi che allo stato attuale non sono regolamentati,

⁵⁰ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/13/sp091417-shadow-banking-and-market-based-finance>

⁵¹ <https://www.fsb.org/2020/01/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2019/>

divenendo fulcro di potenziali ed enormi zone grigie del sistema. Il rapporto FSB ci evidenzia che il comparto “ombra” è quasi il 50% degli asset finanziari globali.

Figura 15



Il sistema bancario ombra è simile al sistema bancario in quanto procura credito come le banche tradizionali, ma a differenza del sistema ordinario, non viene accettato il deposito, quindi per svolgere la propria attività si affida a prestiti all'ingrosso oppure a pronti contro termine.

Inoltre, considerato che tali “istituzioni finanziarie” non hanno accesso al sistema interbancario e quindi un sistema di sicurezza formale e alle riserve delle banche centrali, esse concedono finanziamenti solo in cambio di garanzie.

Alcune delle più importanti attività poste in essere dal sistema bancario ombra sono quelle inerenti alla cartolarizzazione ed alla intermediazione delle garanzie.

La cartolarizzazione è già stata illustrata, mentre l'intermediazione delle garanzie è un processo finalizzato a "sostenere le operazioni basate su garanzie reali all'interno del sistema finanziario, cosa che coinvolge l'intensivo riutilizzo di garanzie scarse" (Claessens et al., 2012, pp. 7, 14)⁵².

In che modo la cartolarizzazione influisce sull'espansione del credito e sul ciclo economico?

Il primo effetto della cartolarizzazione è trasferire il rischio di credito dei prestiti dai bilanci delle banche agli investitori attraverso titoli garantiti da asset (Gertchev, 2009). Questo "arbitraggio regolamentare" consente agli istituti di eludere i requisiti di riserva e di adeguatezza patrimoniale e, di conseguenza, di rafforzare la loro espansione del credito. Questo perché le banche devono detenere un livello minimo di capitale in relazione agli asset (ponderazione per il rischio). Quando le banche vendono pacchetti di prestiti rischiosi ad entità terze, diminuiscono la quantità di asset rischiosi e migliorano il loro rapporto di adeguatezza patrimoniale. In tal modo il trasferimento di prestiti aumenta il potenziale delle banche di creare ulteriori prestiti senza raccogliere capitali⁵³.

Sostanzialmente aumenta a dismisura la leva finanziaria.

Come spiegano Singh e Stella⁵⁴: "Le garanzie che sostengono un prestito possono a loro volta essere utilizzate come garanzie per ulteriori prestiti, quindi lo stesso asset finisce per garantire prestiti che valgono multipli del suo valore. In altre parole, grazie alla re-hypothecation, che significa riutilizzare la garanzia promessa dalla controparte per il proprio uso, le garanzie possono essere riutilizzate più volte (Andolfatto⁵⁵)"⁵⁶.

⁵² <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1212.pdf>

⁵³ A. Sieron, Il ruolo del sistema bancario ombra nel ciclo economico, www.francescosimoncelli.com/2019/08/il-ruolo-del-sistema-bancario-ombra

⁵⁴ Singh, Manmohan and Peter Stella. 2012a. "Money and Collateral," IMF Working Paper, No. WP/12/95.

⁵⁵ Andolfatto, David, Fernando Martin, and Shengxing Zhang. 2015. "Rehypothecation and Liquidity," Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper, No. 2015-003B, May.

⁵⁶ A. Sieron, Il ruolo del sistema bancario ombra nel ciclo economico, www.francescosimoncelli.com/2019/08/il-ruolo-del-sistema-bancario-ombra

Appare evidente che la crisi finanziaria relativa ai mutui subprime iniziata negli USA nel 2008, e successivamente propagatasi a livello globale ed a quasi tutti i comparti economici, è una perfetta espressione del sistema bancario ombra globale.

Sarebbe quindi necessario intensificare le operazioni di osservazione ed analisi di tale sistema bancario ombra da parte delle autorità predisposte, al fine di organizzare le adeguate contromisure ai rischi connessi e derivanti da tale sistema.

3.2 ECONOMIA REALE E FINANZA

Il campo economico, come già ampiamente evidenziato in precedenza, non è riferibile ad un unico comparto, ma è suddivisibile in aree distinte, ma che tuttavia si intersecano e influenzano reciprocamente. La crisi sostanzialmente finanziaria relativa ai mutui subprime, ha portato alla ribalta la distinzione fra economia reale ed economia finanziaria.

Relativamente all'economia reale, si ascrive ad essa generalmente il mondo del settore produttivo, oppure quello della distribuzione di beni e servizi, ed anche quello delle proprietà.

Generalmente dunque per economia reale si intende quella sfera della vita economica chiaramente collegata alla produzione e alla distribuzione di beni e servizi.

In relazione all'economia finanziaria, è sostenuta l'affermazione per cui essa non produce nulla, ma sembra essere diventata fondamentale per il reperimento dei capitali indispensabili al buon funzionamento di un'attività economica reale.

L'economia finanziaria rappresenta l'altra faccia del settore economico reale, consentendo a quest'ultima, sotto certi aspetti e condizioni, di disporre di strumenti chiaramente utili e spesso necessari, come ad esempio il sistema delle azioni e delle obbligazioni, ma anche dei mutui e finanziamenti, oppure quello dei derivati e delle polizze assicurative.

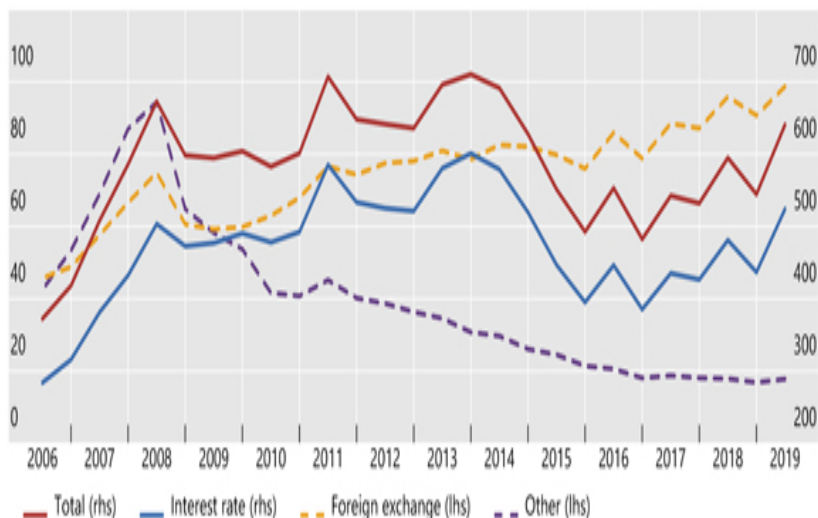
La finanziarizzazione dell'economia ha raggiunto dimensioni impressionanti, infatti uno studio pubblicato su BIS⁵⁷ (agenzia di consulenza e centro studi internazionale) mostra elementi interessanti per l'analisi: "i valori raggiunti sul mercato OTC (Over the counter - Mercato mobiliare non soggetto ad alcuna regolamentazione specifica relativa all'organizzazione e al funzionamento del mercato stesso) sono aumentati in modo significativo a \$ 640 trilioni a fine giugno 2019 (grafico 16, linea rossa). Parte di questo aumento riflette uno schema stagionale evidente nei dati dal 2016. In particolare, gli importi hanno teso a diminuire nella seconda metà dell'anno, seguiti da un rimbalzo nel primo, generando lo schema a dente di sega visto nel Grafico 16. I derivati su tassi di interesse hanno rappresentato la maggior parte degli importi nozionali OTC in essere alla fine di giugno 2019 (\$ 524 trilioni o 82%) e hanno guidato la tendenza al rialzo evidente dal 2016 (grafico 16, linea blu). Questa tendenza al rialzo contrasta con la significativa contrazione osservata nel 2014 e 2015. Gli importi nozionali in circolazione per i derivati su cambi, che non avevano subito una simile correzione al ribasso nei primi anni del 2010, negli ultimi anni hanno anche registrato una tendenza al rialzo (grafico 16, linea tratteggiata gialla); i loro importi ammontavano a \$ 99 trilioni a fine giugno 2019.

Al contrario, gli importi di altri derivati hanno seguito un calo tendenziale dalla crisi finanziaria del 2007-2009 (grafico 16, linea tratteggiata viola). Questa tendenza è stata guidata quasi interamente da derivati di credito, di cui il 93% erano credit default swap a fine giugno 2019".

Ogni linea continua o tratteggiata rappresenta un valore, da sommare con gli altri: 2.000 trilioni di \$.

⁵⁷ https://www.bis.org/publ/otc_hy1911.htm

Figura 16

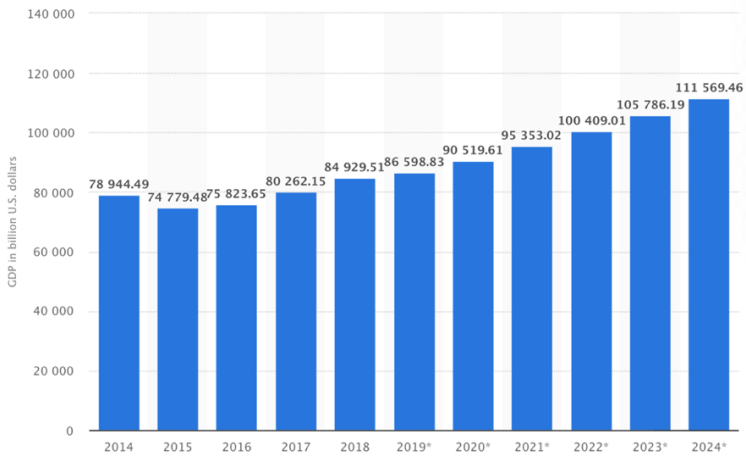


Uno studio⁵⁸ di H. Plecher mostra il prodotto interno lordo (PIL) globale dal 2014 al 2018, con proiezioni fino al 2024 (figura 17 fonte statista.com). Nel 2018, il PIL globale è stato di circa 84,93 trilioni di dollari.

Abbiamo un total value di derivati di 2.000 trilioni di \$.

Siamo innanzi ad un confronto di valori sbalorditivo, il PIL mondiale (economia reale) rappresenta il 5% dei derivati in circolazione, la finanziarizzazione dell'economia ha raggiunto proporzioni che devono far riflettere. La figura 17 (fonte Statista.com) esprime il concetto.

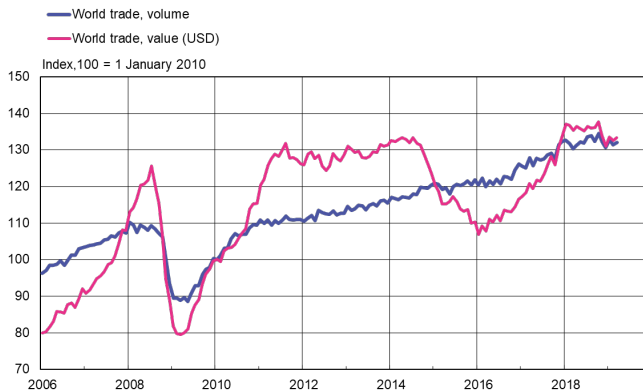
⁵⁸ <https://www.statista.com/statistics/268750/global-gross-domestic-product-gdp/>



© Statista 2020

Un altro indicatore che mostra e conferma quanto già evidenziato è quello inerente al valore degli scambi commerciali globali, i quali si assestano nell'anno 2018 a quasi 140 trilioni di \$. Ancora qui il rapporto con i derivati è impietoso (grafico 18 fonte Bank of Finland).

Volume of world trade dipped at the turn of the year



Sources: CPB and calculations by the Bank of Finland.

11.5.2019
eurostat@us.fi
37081@matimantikauppa

Alla base di tale sviluppo dei derivati generati dal sistema bancario e/o finanziario, vi è una tendenza tangibile connessa con il processo di globalizzazione ed unita allo sviluppo tecnologico in corso.

La globalizzazione dei mercati consente un aumento robusto degli scambi commerciali anche tra Stati lontani geograficamente, quindi fattori come la produzione ed il successivo scambio mondiale consentono di conseguenza una finanziarizzazione di tutti i processi che ruotano attorno a tali contesti.

Prima che la “finanziarizzazione” dell’economia diventasse il modello principale (considerati gli asset investiti), i modelli di business delle imprese ed i rischi correlati erano parte integrante del “rischio di impresa”, riferite alle capacità industriali, organizzative, di vision dell’imprenditore o del management, oltre che ovviamente al capitale investito. La finanza era sostanzialmente un mezzo di sviluppo dell’impresa. In questo momento storico, come dimostrato dai dati, il paradigma è stato invertito.

La finanza non è più collaterale dell’economia reale, ma è diventata il perno su cui tutto il sistema economico poggia, esponendo nei fatti tutto l’insieme ai rischi derivanti dalle eventuali (probabili) crisi, come quella dei mutui subprime.

Il concetto di rischio di impresa, e quindi di capitale di rischio, ora viene ad assumere un significato diverso nell’era dell’ingegneria finanziaria.

Non appare superfluo ricordare il CDS (credit default swap) separato da una attività imprenditoriale, facendo assurgere il default di una azienda a mera scommessa su cui puntare oppure, investire nei rischi di mercato, trasferendo questi ultimi a terzi.

E sovente tali soggetti terzi ricomprendono anche piccoli risparmiatori oppure famiglie a medio/basso reddito, oppure fondi pensionistici.

Sembra evidente che tale trasferimento di rischio in momenti di crisi potrebbe comportare distruzione di valore accumulato nel tempo da parte di soggetti deboli oppure poco tutelati.

Ad esempio, alcuni sistemi pensionistici privatistici sono di tipo index linked, i quali di fatto più che classici prodotti previdenziali, appaiono sempre più simili a dei fondi di investimento.

Tali polizze sono strutturalmente agganciate al valore di un indice azionario o altro valore di riferimento, facendo subire variazioni, anche rilevanti, al capitale investito, sia in positivo, sia in negativo.

Tale sistema è eccessivamente complesso e sottoposto a fluttuazioni, anche rilevanti di mercato, che potrebbe distruggere totalmente il valore di tali sistemi integrativi di pensione, rammentando come in determinati Stati il sistema di deposito contributivo pensionistico è basato su sistemi privatistici (anche di tipo index linked).

Altro aspetto rilevante è quello inerente alla necessaria consapevolezza da parte dell'investitore sul tipo di investimento intrapreso. Spesso le famiglie oppure i piccoli risparmiatori, che molto spesso non possiedono le dovute competenze tecniche in relazione allo strumento finanziario proposto dall'intermediario, potrebbero trovarsi svantaggiate in merito all'effettiva comprensione dell'accordo in termini di rischiosità.

3.3 IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING

La crisi dei mutui subprime ha messo in luce ulteriori elementi negativi su cui il sistema finanziario è basato.

Il ruolo, o forse anche il potere, assunto oggi dalle agenzie di rating del credito è uno degli aspetti da osservare ed analizzare alla luce delle recenti crisi finanziarie, in quanto esse hanno certamente rivestito un ruolo cruciale.

Il ruolo principale delle agenzie di rating è principalmente quello di fornire un flusso informativo tra i soggetti che emanano titoli finanziari gli investitori. Tale processo prende forma a seguito di un'analisi, finalizzata alla emanazione di un report concernente il merito creditizio del soggetto esaminato, e diretto all'assegnazione di una classe di rating, quindi un giudizio più o meno positivo in relazione ad una scala.

In un contesto di eccesso di dati, oppure talvolta scarsi o nulli, mostrandoci una chiara asimmetria informativa, in relazione alle

dimensioni dei mercati oppure all'introduzione di nuovi prodotti finanziari complessi come gli strumenti di finanza strutturata, in linea teorica si rende necessaria una certificazione da parte delle agenzie di rating.

Le agenzie di rating pertanto, dovrebbero consentire agli investitori di anticipare la probabilità di default in relazione alle analisi condotte ed a seguito del rating assegnato al soggetto valutato, pertanto, il rating (dovrebbe) mostrare la capacità di rimborso agli investitori dei titoli che sono stati oggetto di analisi.

Il meccanismo di determinazione del rating è un processo basato generalmente su cinque fasi distinte, che appaiono abbastanza omogenee nell'ambito delle maggiori agenzie.

Uno degli aspetti, benché certamente non essenziale a rinvenire difformità nelle procedure, è quello inerente soltanto alla semplice formulazione del giudizio.

Sinteticamente un classico procedimento di rating può essere ricondotto in cinque fasi:

1. L'attivazione del processo di rating può avere diversi tipi di avvio:
 -) richiesta formale da parte dell'emittente in merito all'assegnazione di un credit rating relativo ad un'emissione di una passività, oppure in merito alla propria affidabilità generale;
 -) qualora gli investitori hanno interesse in relazione ad un determinato investimento verso una determinata attività;
 -) l'agenzia di rating intraprende in autonomia una procedura di assegnazione del rating in relazione ad individuate passività oppure in relazione ad un certo soggetto economico.

Alcune piccole precisazioni.

Nell'ipotesi in cui il rating avviene su richiesta di un soggetto economico il giudizio è finalizzato all'ottenimento di un vantaggio competitivo, in quanto il soggetto sottoposto a rating appare più attendibile sul mercato consentendo migliori condizioni nei mercati.

Qualora la valutazione è richiesta dagli investitori il rating adempie una necessità informativa, chiaramente indirizzata alla riduzione dei rischi di investimento in conseguenza di una possibile insolvenza del debitore.

Appare singolare il fenomeno *dell'unsolicited rating*, in cui le agenzie avviano in autonomia la procedura di rating di un soggetto o un'emissione di debito, il tutto "finalizzato" ad una maggiore diffusione di notizie nei confronti dei mercati finanziari.

2. Il contratto per l'assegnazione di un credit rating prevede:

Per le emissioni di rating le agenzie richiedono una "fee" in misura variabile, inoltre all'atto del contratto viene richiesta una cooperazione al soggetto da valutare, onde acquisire tutte le informazioni utili al processo di rating.

Nell'ipotesi di *unsolicited rating* è già stato evidenziato che l'agenzia si propone "autonomamente" al soggetto, il quale potrà accettare o meno la stipula del relativo contratto finalizzato al rating e conseguentemente pagare la fee, inoltre, qualora il soggetto decida di non procedere alla stipula del contratto, l'agenzia potrebbe procedere egualmente all'assegnazione di un rating, evidenziando che il tutto avverrà in assenza di scambio informativo e quindi il processo di valutazione ed assegnazione del rating avverrà solamente con documentazione pubblica eventualmente disponibile.

Altro aspetto importante è quello relativo alla mancata indicazione, a seguito dell'assegnazione di un rating ad un soggetto, se questo è di tipo "solicited" oppure "unsolicited".

3. Il processo di rating

Il processo di rating avviene a seguito dell'analisi da parte di un team, il quale a seguito della ricerca informativa e successiva analisi delle informazioni acquisite, andrà ad assegnare un rating preliminare. Sulla base di quest'ultimo si svolgerà successivamente (qualora vi sia collaborazione del soggetto in analisi) un processo basato su un ulteriore scambio informativo con il gruppo manageriale del soggetto analizzato.

4. La formulazione e la pubblicazione del rating

L'attribuzione del rating è basata sull'analisi di un sistema complesso di variabili sia quantitative, sia qualitative. Tra di esse si annoverano i dati di bilancio, le qualità manageriali, la posizione di mercato all'interno del settore di riferimento dell'impresa. Attraverso l'analisi dei dati si cerca di prevedere quelle che saranno le prospettive future dell'impresa che ne influenzano la solvibilità, tenendo conto della congiuntura economica, delle condizioni economiche e di eventuali fattori di stress⁵⁹.

Il giudizio viene divulgato mediante i principali canali di informazione finanziaria, insieme ad un comunicato che ne riporta le motivazioni; prima della pubblicazione, tuttavia, l'emittente può chiederne la revisione, purché fornisca nuove informazioni.

Il giudizio si fonda anche in relazione a informazioni riguardanti sia il contesto economico, sia istituzionale nel quale opera l'emittente. Il giudizio viene emesso con riferimenti letterali che vanno dal massimo AAA fino al peggior D (figura 19⁶⁰).

⁵⁹ G. Ferri, P. Lacitignola, in Concorrenze e agenzie di rating, <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap03.pdf>

⁶⁰ <https://www.crowdcity.it/it/valutazione-credito/scala-rating>

Figura 19

Area	Classe	Descrizione	S&P's	Moody's	Fitch
SICUREZZA	A1.1	Azienda caratterizzata da una dimensione elevata, da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è minimo.	AAA	Aaa	AAA
	A1.2	Azienda di dimensioni medio-grandi caratterizzata da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è molto basso.	AA+ / AA	Aa1 / Aa2	AA+ / AA
	A1.3	Azienda caratterizzata da un profilo economico-finanziario e da una capacità di far fronte agli impegni finanziari molto buoni. Il rischio di credito è molto basso.	AA-	Aa3	AA-
	A2.1	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.	A+	A1	A+
	A2.2	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.	A	A2	A
	A3.1	Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.	A-	A3	A-
SOLVIBILITA'	B1.1	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.	BBB+ / BBB	Baa1 / Baa2	BBB+ / BBB
	B1.2	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è relativamente contenuto.	BBB-	Baa3	BBB-
VULNERABILITA'	B2.1	I fondamentali dell'azienda sono complessivamente positivi nonostante elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è comunque inferiore alla media.	BB+ / BB	Ba1 / Ba2	BB+ / BB
	B2.2	I fondamentali dell'azienda presentano elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito, seppur generalmente ancora prossimo alla media, è significativo.	BB-	Ba3	BB-
RISCHIO	C1.1	L'azienda presenta gravi problemi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è elevato.	B+ / B	B1 / B2	B+ / B
	C1.2	L'azienda presenta problemi molto gravi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è molto elevato.	B-	B3	B-
	C2.1	L'azienda presenta problemi estremamente gravi, che ne pregiudicano la capacità di far fronte agli impegni finanziari anche nel breve periodo. Il rischio di credito è massimo.	CCC / C	Caaa / Ca / C	CCC / C

Il grado di investment grade viene assegnato a tutti gli emittenti che rientrano fino alla categoria della solvibilità, come evidenziato alla figura 19.

Il 28 aprile 2020 Fitch ha declassato con un BBB- il debito pubblico dell'Italia all'ultimo gradino dell'investment grade, mentre Standard & Poor's in data 24 aprile aveva mantenuto il precedente giudizio con un BBB, benché con un outlook negativo.

Ai fini della trattazione, si precisa che Moody's ha già assegnato un rating «Baa3» (l'ultimo gradino dell'investment grade) con outlook stabile nel mese di novembre⁶¹, confermando la stabilità data anche da S&P.

Se Moody's dovesse peggiorare il rating dell'Italia vi sarebbe la perdita dell'investment grade, facendo sostanzialmente divenire i titoli del debito pubblico italiano come «junk».

Prima della crisi data dal COVID-19 i principi della Bce prevedevano che la perdita di un solo rating investment grade class da parte di una delle quattro agenzie di rating ammesse (S&P global ratings, Moody's, Fitch, DBRS) causava la non ammissione al QE e al collaterale.

La BCE ha comunicato in data 30 aprile 2020 che accetterà almeno fino al settembre 2021, all'interno delle proprie operazioni di QE o di rifinanziamento delle banche commerciali come garanzia, titoli che fino al 7 aprile erano classificati come minimo BBB- “anche se il loro rating scenderà di due livelli sotto l'attuale richiesta di qualità di credito minima dell'Eurosistema”⁶².

Sostanzialmente in tal modo si è messa a riparo la richiesta di liquidità da parte delle banche nei confronti della BCE qualora i loro rating dovessero essere declassati a junk.

5. Il monitoraggio del rating

Il sistema che ruota attorno al rating non termina con l'assegnazione di quest'ultimo da parte delle agenzie, infatti quest'ultimo viene sottoposto

⁶¹ https://www.moody.com/research/Moodys-affirms-Italys-Baa3-rating-stable-outlook--PR_435125

⁶² <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200430~ab3058e07f.en.html>

periodicamente alla revisione del giudizio, fase comunemente denominata “monitoring”.

Appare evidente che tale fase è più semplice in quanto vengono sottoposte all’attenzione tutte quelle informazioni, oppure mutamenti di contesto, che possano far variare il rating assegnato in precedenza.

Il rating sovente viene seguito da un giudizio, il quale sinteticamente aggiunge le prospettive per il futuro:

- negative, se esiste una eventualità di abbassamento del rating;
- positive, se il rating potrebbe migliorare;
- developing, se la situazione non è limpida in relazione alle possibili evoluzioni.

Si è evidenziato che le agenzie di rating sono soggetti indipendenti, i quali vengono (talvolta, in quanto possono operare come soggetti non sollecitati) interpellati onde diminuire le asimmetrie informative che si creano tra le parti, attraverso una valutazione del merito creditizio.

Orbene, negli ultimi decenni il giudizio rating è considerato fondamentale dal mercato, rivestendo per molti attori un aspetto cardine in relazione al proprio potenziale investimento in seno all’attore valutato.

Appare pertanto corretto evidenziare che tuttavia si è sempre in presenza di un giudizio soggettivo e soprattutto di tipo privatistico, e che i possibili danni derivanti da un’errata valutazione, non sono oggetto di responsabilità, in quanto non sussistono meccanismi giuridici per la verifica delle valutazioni pronunciate dalle agenzie.

Assolutamente evidente che le agenzie di rating nell’assegnare un determinato giudizio, corretto o errato che sia, hanno un impatto concreto e definito sul costo effettivo in termine di tasso di interesse che uno Stato sovrano, oppure un’impresa, dovrà sostenere per domandare denaro ai mercati finanziari.

In uno studio condotto da Mattia Bacciardi⁶³, vengono esposte alcune delle problematiche che ruotano attorno all’industria del rating: un autore

⁶³<http://www.studiliberati.it/uploads/Finanza/LO%20STRANO%20CASO%20DEL LE%20SOC.%20DI%20RATING>

come Frank Partnoy afferma nei suoi saggi⁶⁴ che uno dei maggiori problemi con le agenzie di rating, che le rende un tipo di “gatekeeper finanziari” diversi dai contabili, dagli avvocati e dagli assicuratori, è il potenzialmente pericoloso conflitto d’interessi in cui sono coinvolte, essendo pagate dalle stesse compagnie commerciali che valutano. Inoltre le agenzie di rating sono aduse alla pratica di dare rating non sollecitato ad alcune compagnie o istituzioni; questo comportamento, secondo molti commentatori, è un modo strategico di conquistare nuovi mercati con la minaccia implicita di dare un rating più basso se l’emittitore valutato non garantisce il pagamento. Ma il problema che maggiormente influisce sul conflitto d’interessi è quello della consulenza ancillare; in cambio di una tariffa addizionale le agenzie di rating sono disposte a classificare il possibile effetto di futuri scenari come acquisizioni, vendita di asset o acquisto di azioni: l’agenzia è coinvolta nel prevedere la futura classificazione che le obbligazioni avranno dopo una decisione strategica sul mercato. Questo è un aspetto di non poca importanza.

Ulteriore aspetto da sottoporre all’attenzione è quello inerente al grado di concorrenza presente “nell’industria dei rating”.

Nel 1975 la SEC, per rispondere alla crescente preoccupazione concernente la credibilità delle agenzie di rating, decise di “regolamentarle” creando le NRSRO (Organizzazioni Statistiche di Rating Nazionalmente Riconosciute). Fu una forma di “licenza di regolamentazione” che impose una forte barriera all’entrata nel mercato del rating: per poter diventare una NRSRO un’agenzia di rating doveva soddisfare alcuni requisiti difficilmente raggiungibili. Inoltre, a cominciare dal 1931, il governo degli Stati Uniti aveva cominciato a richiedere specifici livelli di rating per gli investimenti sul debito da parte

⁶⁴ F. Partnoy, “How and Why credit agencies are not like other Gatekeepers”, Legal studies research paper series, research paper No. 07-46, May 2006, School of Law, University of San Diego,

dei differenti tipi di investitori istituzionali come banche, fondi pensioni, compagnie assicurative e fondi d'investimento⁶⁵.

Dopo la creazione del NRSRO il livello richiesto agli investitori istituzionali fu "il grado d'investimento" (BBB- o migliore) secondo la classificazione delle agenzie di rating qualificate come NRSRO. Le due regolamentazioni della barriera all'ingresso e l'implementazione legislativa del "grado d'investimento" portarono verso un mercato del rating certamente meno competitivo, dove le otto compagnie degli anni '70 divennero le tre degli anni '90, e conseguentemente agli enormi profitti degli ultimi anni. A esacerbare il problema molti investitori istituzionali, incentivati da norme istituzionali, incluse in guide, procedure e pratiche, sono stati indotti a comprare obbligazioni valutate dalle "Tre Grandi". Non da ultimo la procedura SEC per la qualificazione come NRSRO è "opaca" non essendo "ufficialmente definita, né essendo i criteri del NRSRO stati formalmente adottati"⁶⁶.

Quanto esposto chiaramente evidenzia la forte barriera all'ingresso di altre società di rating, infatti negli anni oltre a S&P global ratings, Moody's, Fitch, solamente DBRS (Morningstar credit rating) è riuscita ad entrare nell'olimpo delle agenzie di rating a cui si fa riferimento per la certificazione "investment grade".

Le agenzie di rating con estrema evidenza, in considerazione del crescente ruolo ed importanza affidato loro, dovrebbero soddisfare elevatissimi standard qualitativi, e soprattutto predittivi in relazione alla capacità di solvenza dei soggetti osservati.

Purtroppo esse spesso non sono state in grado di individuare segnali critici, e sotto alcuni aspetti visibili, in relazione a determinate

⁶⁵ C. A. Hill, "Regulating the rating agencies", Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center

⁶⁶ *idem*

vulnerabilità di sistema in relazione a macro componenti, oppure in relazioni a determinate società.

Il caso Enron è uno dei chiari esempi di errore colossale nella valutazione da parte di una delle “tre sorelle”, S&P in tal caso, infatti nell’ottobre 2001 la multinazionale americana dell’energia fallì, causando una voragine finanziaria stimata intorno a 10 miliardi di dollari.

Aspetto rilevante per la trattazione è quello inerente alla valutazione posseduta fino a pochi giorni prima del collasso, infatti le agenzie valutavano i titoli Enron «investment grade», cioè investimenti a basso rischio.

All’inizio del 1998 i mercati finanziari di determinati Stati in Asia, soprattutto in Thailandia, erano in forte crescita economica, fino a quando improvvisamente crollarono, causando ripercussioni all’economia mondiale, e purtroppo, anche in questo caso le tre agenzie di rating non avevano rinvenuto nessun segnale di crisi.

Stesso errore colossale nella valutazione della italiana Parmalat.

S&P valutava le obbligazioni con rating Bbb, quindi «investment grade».

Anche in questo caso il processo di analisi non è stato in grado di rinvenire la voragine di debiti e di operazioni imprenditoriali temerarie.

Nel 2008 irrompe sulla mondiale lo tsunami della crisi dei mutui subprime.

Nel febbraio 2008 Fannie Mae riceveva da Moody’s la tripla A con outlook stabile.

Poco dopo Freddie Mac, con Moody’s che la valutava con un rating A1, veniva fatta oggetto di salvataggio da parte del governo USA, quindi soccorso statale per non andare in default.

Nello stesso periodo (15 settembre 2008) giungeva il downgrade del colosso assicurativo Aig (American International Group) da parte di S&P, con relativo salvataggio pubblico da 85 miliardi di dollari. Le “tre sorelle” non avevano assolutamente compreso la situazione della crisi in cui gli Stati Uniti stavano per entrare.

La banca di investimento Lehman Brothers fino al 18 luglio 2008 aveva per S&P il rating A, per Moody’s A2 e per Fitch A+. Il 15 settembre la

stessa dichiarava fallimento, innescando pubblicamente la crisi che avrebbe causato enormi danni per finanza ed economia mondiale.

Appare evidente che troppo spesso “le tre sorelle” non hanno rinvenuto segnali di crisi.

Purtroppo le agenzie di rating hanno formulato ipotesi e scenari sull'evoluzione dei mercati su cui si poggiava l'intero *affaire* dei mutui subprime, non rinvenendo segnali di cedimento dell'intero comparto immobiliare.

Si è evidenziato, mostrando la lunga serie di errori valutativi, ad esempio su tutti Fannie Mae e Freddie Mac, che le agenzie avevano assegnato rating assolutamente fuorvianti, inoltre mostrandosi caute nel revisionare il proprio giudizio sugli emittenti che incominciavano a manifestare i primi segnali di crisi. Altro aspetto da analizzare è quello inerente alla proprietà delle “tre sorelle”. Fitch è di proprietà del colosso delle comunicazioni Hearst, il quale ha ramificazioni in numerosi business internazionali⁶⁷. Moody's ha tra i suoi azionisti fondi d'investimento e grandi banche⁶⁸.

Berkshire Hathaway, Inc. (Gestione degli investimenti)	24.669.778	13,2%
Institutional Capital LLC	15.251.340	8,15%
ValueAct Capital Management LP	15.034.073	8,03%
The Vanguard Group, Inc.	12.270.121	6,55%
SSgA Funds Management, Inc.	7.102.216	3,79%
Iridian Asset Management LLC	7.069.284	3,78%
Fiera Capital Corp. (Gestione degli investimenti)	6.567.850	3,51%
TCI Fund Management Ltd.	6.022.912	3,22%
Akre Capital Management LLC	5.681.643	3,03%
Baillie Gifford & Co.	5.645.037	3,02%

⁶⁷ https://www.hearst.com/o/hearst-annual-review-theme/pdf/PropertyList_Annual2015.pdf

⁶⁸ <https://www.marketscreener.com/MOODY-S-CORPORATION-16724/company/>

La S&P Global ha tra i suoi maggiori azionisti⁶⁹, anch'essa, banche e fondi di investimento.

The Vanguard Group, Inc.	20.763.177	8,63%
SSgA Funds Management, Inc.	11.667.297	4,85%
Fiduciary Management, Inc.	6.938.554	2,88%
T. Rowe Price Associates, Inc. (Gestione degli investimenti)	6.569.319	2,73%
Putnam LLC	6.501.202	2,70%
Consulenti del fondo BlackRock	6.325.156	2,63%
Winslow Capital Management LLC	6.265.804	2,60%
Edgewood Management LLC	5.843.393	2,43%
Fidelity Management & Research Co.	4.721.227	1,96%
Invesco Advisers, Inc.	4.279.572	1,78%

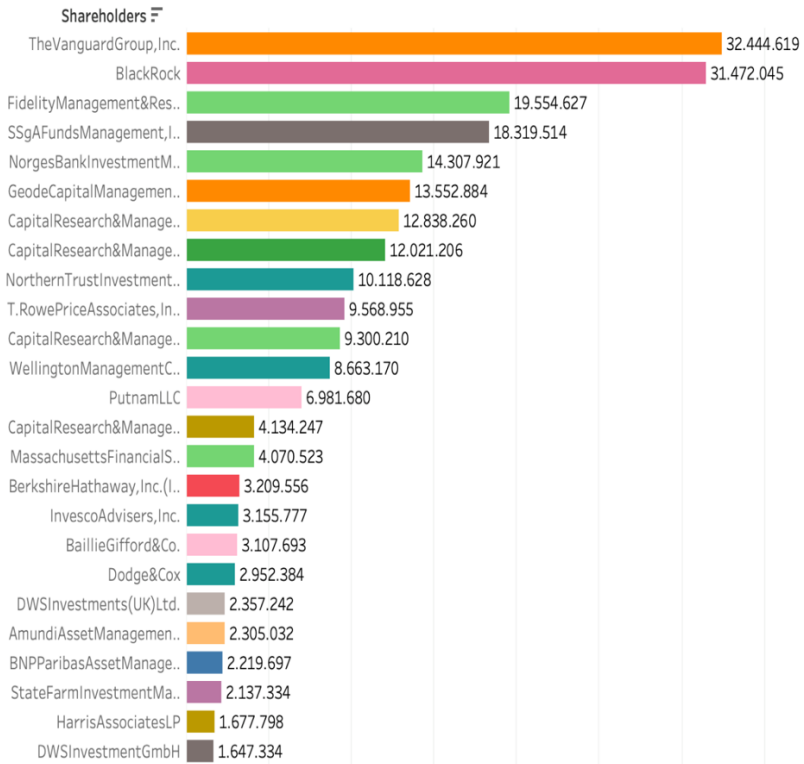
Aspetto rilevante è quello inerente al fatto che i maggiori fondi di investimento mondiali siano azionisti di Moody's e S&P.

Asset management fund quali Vanguard, Berkshire Hathaway (W. Buffett), Fidelity Management, SSgA Funds Management Inc., Baillie Gifford & Co., Putnam LLC., T. Rowe Price Associates Inc., sono tra i più rilevanti a livello globale, ed il successivo grafico⁷⁰ evidenzia il dato inerente all'importanza dei fondi citati.

⁶⁹ <https://www.marketscreener.com/S-P-GLOBAL-INC-27377749/company/>

⁷⁰ G. Galli – M. Caligiuri, Il potere che sta conquistando il mondo, data analysis di G. Gambino in appendice n. 1, ed. Rubbettino, 2020

MAGGIORI INVESTITORI MONDIALI



Sarebbe da valutare l'opportunità, in merito alla presenza proprietaria, dei più grandi fondi di investimento in relazione a due (su quattro) delle agenzie di rating che valutano i bond emessi dalle medesime società che un gestore acquista e rivende.

I bilanci delle "tre sorelle" sono considerevoli, infatti esse sottopongono a rating praticamente tutto il debito mondiale che necessita di un rating, decretando di fatto un oligopolio che produce giganteschi fatturati. Un esempio su tutti: nel 2018 Moody's ha avuto un fatturato di più di 4 miliardi di dollari.

Ai fini della trattazione potrebbe essere interessante rilevare quanto dichiarato da Mario Draghi in relazione ad un downgrade da parte delle agenzie di rating del debito pubblico italiano nel 2010.

Nel gennaio 2011, il P.M. di Trani Ruggero e la Guardia di Finanza si presentarono negli uffici del governatore della Banca d'Italia Mario Draghi, a seguito di una indagine in merito ad una presunta manipolazione del mercato da parte delle agenzie di rating a seguito dei loro giudizi, per sentirlo in qualità di persona informata sui fatti.

In quella sede l'ex presidente della BCE Mario Draghi dichiarò: l'aumento di volatilità nei titoli è un sicuro danno derivante da queste valutazioni. A seguito di giudizi negativi, gli investitori non trovano conveniente sottoscrivere titoli di banche e gli stessi titoli di Stato. Nel verbale si legge come Draghi sottolineasse al PM di Trani la diminuita credibilità delle agenzie di rating dopo le errate valutazioni negli Stati Uniti sui cosiddetti 'mutui subprime' nell'agosto 2007. In merito al conflitto di interesse delle stesse agenzie, aveva risposto in modo esplicito: "Conosco il fenomeno che esiste ed è documentato. Vi è un conflitto tra analisti e uffici che producono il rating; va rammentato che le società che proponevano i prodotti strutturati soggetti a rating erano società da cui dipendevano quelle stesse agenzie".

Per dovizia espositiva si riferisce che gli analisti imputati per il reato di manipolazione del mercato sono stati tutti assolti "perché il fatto non sussiste", cadendo pertanto l'impianto accusatorio della procura di Trani, secondo cui complottarono per abbassare il rating creditizio dei titoli di stato italiani causando «una destabilizzazione dell'immagine, del prestigio e degli affidamenti creditizi dell'Italia sui mercati finanziari nazionali ed internazionali».

Il quadro esposto ha evidenziato il ruolo cruciale delle agenzie di rating in alcune crisi finanziarie globali che spesso hanno causato rilevanti problemi per le economie.

A parere dello scrivente il miglior modo per concludere il tema inerente alle agenzie di rating, quanto meno in riferimento alle "tre sorelle", è quello di citare rapporto finale della Commissione nazionale governativa

degli USA sulle cause della crisi economica e finanziaria negli Stati Uniti del 2008⁷¹: Concludiamo che i fallimenti delle agenzie di rating del credito erano ingranaggi essenziali nella ruota della distruzione finanziaria. Le tre agenzie di rating del credito sono state cause fondamentali del tracollo finanziario. I titoli correlati ai mutui al centro della crisi non avrebbero potuto essere commercializzati e venduti senza il loro sigillo di approvazione. Gli investitori si affidavano a loro, spesso alla cieca. In alcuni casi, i rating erano obbligatori, e gli standard di capitale regolamentari erano incernierati su di essi. Questa crisi non sarebbe potuta accadere senza le agenzie di rating. Le loro valutazioni hanno aiutato il mercato a salire e i loro declassamenti nel corso del 2007 e del 2008 hanno provocato il caos in tutti i mercati e nelle aziende. Nel nostro rapporto, si leggeranno gli errori di Moody's, esaminati dal Commissione come caso di studio. Dal 2000 al 2007, Moody's ha valutato circa 45.000 titoli ipotecari come triple-A. Ciò è paragonabile a sei società del settore privato negli Stati Uniti che hanno ottenuto questo ambito rating all'inizio del 2010. Nel 2006 da solo, Moody's ha apposto la tripla AAA su 30 titoli correlati ai mutui ogni giorno lavorativo. I risultati sono stati disastrosi: l'83% dei titoli ipotecari che è stato valutato la tripla A di quell'anno è stato declassato. Si Leggerà anche dei problemi di Moody's dietro i suoi errori, inclusi i modelli di computer difettosi, la pressione delle società finanziarie che hanno pagato le valutazioni, la spinta incessante per la quota di mercato, la mancanza di risorse per svolgere il lavoro nonostante i profitti record e l'assenza di una significativa supervisione pubblica. E si constaterà che senza la partecipazione attiva delle agenzie di rating, il mercato dei titoli ipotecari non avrebbe potuto essere quello che è diventato.

Il quadro rappresentato indica oltre ogni dubbio che il ruolo delle agenzie di rating, sia in un contesto globale, sia in rapporto alla posizione debitoria del nostro paese, è assolutamente da monitorare con estrema attenzione per più ordini di motivi.

⁷¹ Pg. 26 conclusion, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

L'evidente conflitto d'interessi posseduto da esse, i costanti errori di valutazione nelle certificazioni dei rating, la mancata individuazione di elementi di crisi finanziarie già identificabili con attente valutazione di determinati indici settoriali, la chiarissima mancanza di concorrenza di settore che di fatto ha creato un resistente oligopolio con annesse rendite di potere, fanno della questione un chiaro elemento di vulnerabilità del sistema economico globale, e quindi di sicurezza nazionale soprattutto nei confronti dei sistemi economici.

3.4 LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO ITALIANO DEL 2011

Ampia trattazione meriterebbe la crisi economica, finanziaria ed istituzionale che il nostro paese ha attraversato nel 2011.

In tal sede si andrà a verificare un aspetto determinante, che chiaramente ha innescato le turbolenze finanziarie del nostro debito sovrano.

La Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario istituita con legge 12 luglio 2017, n. 107, tra più temi di indagine, si prefiggeva di fornire adeguate risposte di «verità» alle istanze provenienti da più parti del Paese (oltre che, invero, dai tanti osservatori internazionali) in relazione agli inquietanti eventi che, a far data dal 2011, hanno interessato dapprima il sistema finanziario internazionale, quindi quello nazionale, «tormentato» dalla crisi del debito sovrano, con ricadute sul nostro sistema bancario⁷².

La medesima relazione a pagina 18 riporta: “fra il 2008 e il 2013 i governi europei hanno speso quasi 1.000 miliardi di euro per salvare o aiutare le banche (gli Usa circa 1.100 miliardi di euro). Le sole ricapitalizzazioni effettuate con risorse pubbliche sono costate circa 500 miliardi di euro (56 miliardi in Germania, 28 miliardi in Francia, 24 miliardi in Belgio, 32 miliardi in Olanda, 20 miliardi in Grecia, 73 miliardi in Spagna, 103 miliardi nel Regno Unito, 4 miliardi per l'Italia); nello stesso periodo,

72

https://www.camera.it/_dati/leg17/lavori/documentiparlamentari/indiceetesti/023/037-bis/INTERO_COM.pdf, pg. 7.

invece, le banche italiane effettuano aumenti di capitale sul mercato per circa 31 miliardi di euro”.

Aspetto da notare con estrema attenzione è il dato inerente al costo delle capitalizzazioni dei sistemi bancari per i singoli paesi, decisamente irrisorio rispetto agli altri Stati europei quello italiano con soli 4 miliardi di euro.

Chiarito il quadro generale, che in quei anni faceva presupporre che il nostro sistema bancario fosse solido, si procederà oltre nella trattazione.

La medesima relazione della Commissione Parlamentare citata riferisce: “il primo macro-tema (in relazione alla successione cronologica degli eventi oggetto di approfondimento ad opera della Commissione) è quello inerente gli «albori» della crisi del debito sovrano italiano e delle conseguenze – sulla «impennata» dello spread BTP-BUND – della massiccia vendita di titoli di Stato italiani ad opera di Deutsche Bank AG nel corso del primo semestre del 2011 (quando la banca, partner del Tesoro, riduceva la propria esposizione al «rischio» Italia da 8 miliardi ad 1 miliardo)”.

La medesima relazione, estremamente stimolante e portatrice di importanti elementi di interesse, continua: “in particolare, la banca avrebbe posto in essere la condotta (integrante abusi di mercato) qui di seguito descritta. Dopo avere deciso di ridurre massicciamente e nel breve arco temporale del primo semestre del 2011 la propria esposizione al «rischio Italia» da circa 8 miliardi di euro (livello di esposizione a fine 2010 dovuto, per circa 4,5 miliardi, all’addizionale esposizione al medesimo «rischio Italia» da parte della società «Post bank», acquisita in precedenza da Deutsche Bank) a circa 1 miliardo”.

La relazione illustra ulteriormente che:

- le operazioni di vendita dei titoli italiani da parte di DB avvennero sul mercato OTC (sistema bancario ombra già trattato);
- il mercato continuasse ad apprendere dagli studi degli analisti di Deutsche Bank – analisti il cui responsabile apicale conosceva e condivideva le decisioni del board – che il debito pubblico della

Repubblica italiana era «sostenibile», come affermato nello studio «Italy's Debt Sustainability»);

– disponeva (la banca) che alla data del 26 luglio 2011 (data di pubblicazione dell'Interim report di Deutsche Bank AG sul primo semestre del 2011) fosse diffusa al mercato finanziario internazionale un'importante notizia inerente all'esposizione della banca al «rischio Italia».

Il report citato dalla relazione faceva riferimento all'esposizione di Deutsche Bank nei confronti del “rischio Italia”, la quale sostanzialmente è stata ridotta da 8 a 1.

Appare ovvio che i mercati, osservando tale dato relativo alle operazioni di riduzione dell'esposizione sui nei confronti dell'Italia, traevano le loro conseguenze.

Il messaggio risultava essere molto chiaro, DB stava scappando dall'Italia.

Il «Financial Times», commentava l'informazione diffusa il giorno prima come «una drammatica fuga degli investitori internazionali dalla terza economia dell'Eurozona»: seguiva un aumento dello spread BTP-BUND, con conseguente danno e pericolo per i titoli di Stato italiani.

Si è già osservato durante la crisi della lira del 1992 che mirate vendite allo scoperto, in determinate condizioni possono causare rilevantissimi danni ad un “sistema paese”.

Ora abbiamo fissato come la vendita allo scoperto di titoli di stato, con un sapiente uso delle informazioni, è in grado di arrecare anch'essa un rilevantissimo danno.

Deutsche Bank lo ha mostrato in tutta la sua evidente chiarezza.

Sarebbe opportuno verificare se tale attacco speculativo abbia avuto anche un mandante preciso ed a quale scopo, ma questa non è la sede per l'approfondimento.

Altro aspetto estremamente interessante è stato il ruolo delle agenzie di rating (ancora loro) nella crisi del 2011 in Italia.

Si è già ampiamente discusso sulle procedure che le agenzie di rating utilizzano per la valutazione dei debiti pubblici, anche in relazione ai rating non “sollecitati”.

Il procedimento penale a carico di S&P già illustrato, ha avuto in qualità di teste la dott.ssa Maria Cannata, responsabile all’epoca dei fatti del nostro debito pubblico.

Essa ha fatto emergere (dagli atti del dibattito oppure dalla citata relazione parlamentare) un fatto importantissimo: quello di un rapporto contrattuale di fornitura onerosa del servizio di rating all’emittente sovrano Repubblica italiana instauratosi con l’agenzia Standard & Poor’s nel lontano 1993 e protrattosi per circa diciassette anni fino alla fine dell’anno 2010, allorquando – a seguito di una serie di interlocuzioni critiche tra le parti – quel rapporto si interrompeva e l’Italia affidava il servizio all’altra agenzia di rating Fitch.

Ebbene, è un «fatto» che, una volta conclusosi (a fine 2010!) il rapporto contrattuale pluriennale (ben diciassette anni consecutivi) tra l’Italia e l’agenzia di rating S&P’s, quest’ultima prese ad elaborare e divulgare nell’anno immediatamente successivo (ossia nel 2011) un’impressionante sequenza di rating negativi «non sollecitati» (unsolicited) nei confronti del proprio ex cliente Repubblica Italiana con una ipercriticità (per dirla con le parole della dottoressa Cannata) di intensità crescente (rating negativi oggetto del presente processo) mai fino a quel momento registrata: eppure i cosiddetti fondamentali economici dell’Italia non erano affatto peggiorati nel 2011, tutt’altro⁷³.

Per una risposta (al cruciale interrogativo sopra rimarcato) di respiro «macroeconomico», il P.M. rimanda a quanto sostenuto da fior di accademici e docenti di economia (Manghetti, Quadrio Curzio), oltre che da banchieri di lungo corso (Vitale) capaci di fornire – da un osservatorio di particolare competenza ed esperienza – un’ulteriore valida chiave di lettura di «logiche e strategie di geopolitica monetaria» che potevano ispirare quelle ripetute «bocciature» dell’Italia e dei Paesi dell’eurozona

⁷³https://www.camera.it/_dati/leg17/lavori/documentiparlamentari/indiceetesti/023/037-bis/INTERO_COM.pdf, pg. 46.

da parte dell'agenzia di rating americana S&P's. In questo senso e funzionalmente a questo obiettivo, l'agenzia di rating americana Standard & Poor's avrebbe fatto in modo di indebolire l'immagine ed il prestigio/affidabilità creditizia dei Paesi periferici dell'eurozona, attraverso rating negativi idonei a fuorviare illecitamente i grandi investitori istituzionali internazionali, inducendoli a non affidare i loro capitali ad emittenti sovrani dell'eurozona, prediligendo l'area del dollaro⁷⁴. Termini come logiche e strategie di geopolitica monetaria sono assolutamente adeguati in tale contesto di operatività, anche alla luce delle precedenti esposizioni sulle agenzie di rating. Tutto quanto fin qui discusso non fa che confermare quanto già esposto e ripetutamente evidenziato: la storia si ripete, le dinamiche già evidenziate durante la crisi dei subprime, le problematiche relative alle agenzie di rating, i problemi del sistema bancario ombra, sono state tutte utilizzate sotto forma di attacchi mirati nei confronti dell'Italia anche durante la crisi del 2011. Anche in questo caso la crisi del 2011, proprio esattamente come quella del 1992, ci portò pesantissime condizioni di sopravvivenza, principalmente quella dell'indebolimento della nostra integrità politica, perché in sostanza un governo legittimamente eletto è stato costretto a dimettersi dietro i colpi ben assestati del differenziale bund/btp.

Ma questo non è stato il solo aspetto negativo della vicenda, in quanto è stato inaugurato un lungo periodo di recessione, accompagnato a misure draconiane di austerità le quali, a ben vedere non hanno sortito gli effetti positivi sperati, sia sotto il profilo del rapporto debito/pil, sia sotto il profilo della competitività del "sistema Italia". Le nuove guerre non si fanno unicamente con armi di nuova generazione, ma anche con gli attacchi finanziari. Necessità di intelligence fuori dai perimetri classici: economia e imprese, intelligence istituzionale, tutti uniti nel salvaguardare il nostro sistema paese, anche, e soprattutto, sotto il profilo economico.

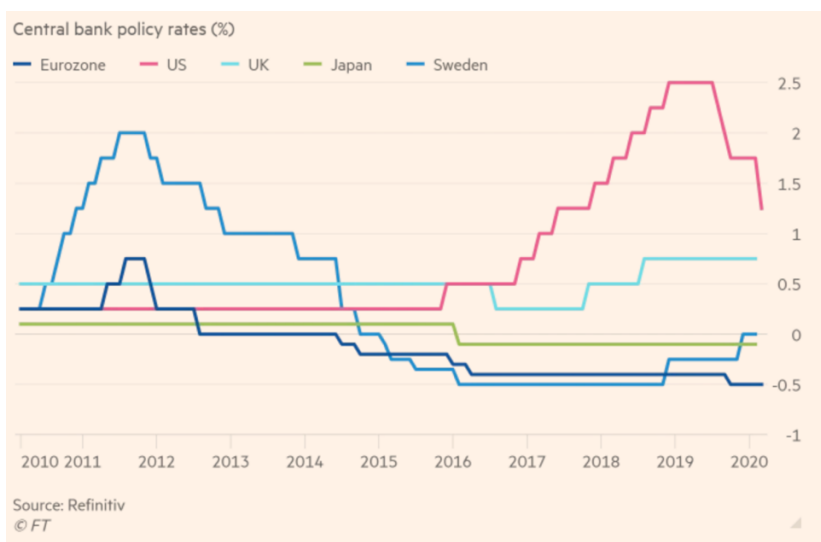
⁷⁴https://www.camera.it/_dati/leg17/lavori/documentiparlamentari/indicecetesti/023/037-bis/INTERO_COM.pdf, pg. 46 e 47.

3.5 LA LEZIONE DI BERNANKE E LE ANALISI DI CONTESTO.

La crisi sanitaria data dal COVID-19 irrompe inaspettata, evidenziando la fragilità dei sistemi di crisis management sia a livello istituzionale, sia a livello aziendale, in quanto la pandemia ben presto si è trasformata da problema sanitario a problema di tipo economico e finanziario. In questa sede si andranno a ricercare eventuali parallelismi con le precedenti crisi economiche e finanziarie. Il primo aspetto da sottoporre all'attenzione è quello inerente al ruolo delle banche centrali. Dopo l'ampio discussa crisi dei mutui subprime e la successiva crisi dei debiti sovrani, le banche centrali a livello globale hanno inaugurato un periodo di piena espansione monetaria. La politica monetaria espansiva fa riferimento a quel sostegno finalizzato ad aumentare l'offerta di moneta nel sistema economico. Le banche centrali possono servirsi di una politica monetaria espansiva aumentando la base monetaria disponibile, acquistando titoli di Stato tramite operazioni di mercato primario e secondario, riducendo il tasso di sconto sul rifinanziamento bancario e/o riducendo il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche. Il successivo grafico (fonte BCE), mostra il tasso di interesse zero fissato dalla nostra banca centrale a seguito delle crisi del 2008 e dei debiti sovrani dell'area euro.



Il tasso di cui sopra (definito anche Refi) fa riferimento a quel tasso per le operazioni di rifinanziamento della Banca centrale europea. Sostanzialmente è il valore che le banche europee devono pagare quando prendono del denaro in prestito dalla Bce. Il grafico successivo mostra la differenza applicata sui tassi di deposito tra FED e BCE, ed altre banche centrali (fonte Financial Times).



Si evidenzia che i paesi dell'eurozona (quindi BCE), Giappone e Svezia mantengono da qualche anno, i tassi sui depositi negativi, a differenza di USA e UK, che hanno ancora dei margini, seppur piccoli, di manovra. Il tasso negativo sui depositi è uno strumento di politica monetaria utilizzato eccezionalmente, infatti viene impiegato da una banca centrale quando desidera spingere un aumento dei prestiti da parte delle banche commerciali, che quindi sono indotte a prestare (in linea teorica) di più piuttosto che perdere denaro nel deposito presso la banca centrale, quindi immettendo più denaro nell'economia reale. In Europa da quasi quattro anni la BCE ha una politica monetaria con tassi REFII a zero, e di deposito negativi. Completa il quadro un perdurante stato di inflazione intorno

all'1%, ma a tale dato bisogna aggiungere il drammatico crollo del prezzo del petrolio, che chiaramente farà variare in peggio il citato tasso inflattivo. Il successivo dato Eurostat⁷⁵ ci mostra l'andamento dei prezzi, che su base mensile a gennaio aveva una tendenza negativa, e non scontava la crisi sanitaria COVID-19.



Le varie banche centrali nel tentativo di spingere la ripresa post 2008 hanno mantenuto una grande politica monetaria espansiva ma, tutto ciò si è accompagnato ad una mostruosa esplosione del debito pubblico mondiale, che a fine 2019 si attestava su un allarmante 322% sul PIL globale, con valori che vanno sui 260 trilioni di dollari (fonte sole 24 ore)⁷⁶.

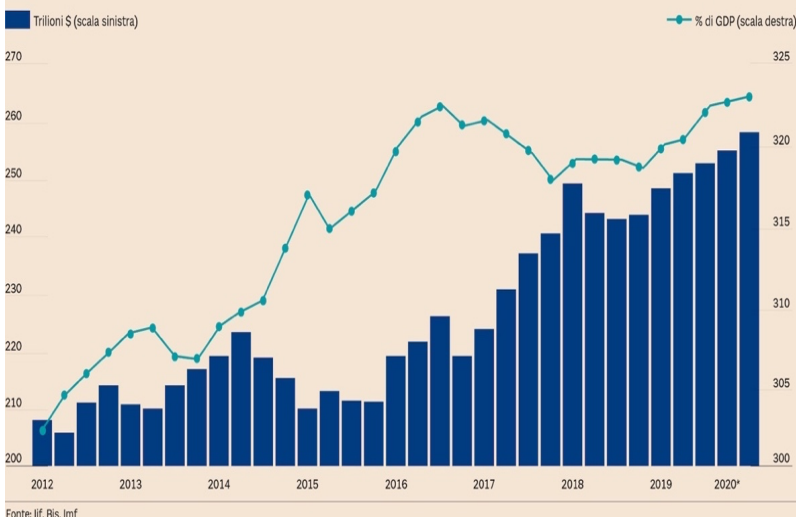
Viviamo in un mondo pieno di debiti.

⁷⁵ <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>

⁷⁶ <https://www.ilsole24ore.com/art/debito-e-record-mondo-253mila-miliardi-passivo-322percento-pil-ACdAfgBB>

DEBITO GLOBALE DA RECORD

Vola al 322% del Pil (dati aggiornati al terzo trimestre del 2019)



L'enorme debito globale potrebbe essere alla base delle bolle speculative: vi sono state sei crisi finanziarie che hanno messo a repentaglio l'economia mondiale negli ultimi venti anni.

A ben vedere, le bolle speculative potrebbero essere un diverso tipo di inflazione. E come si è evidenziato con i mutui subprime, vi è forte grado di correlazione esistente tra eccessi di indebitamento privato e formazione di bolle speculative.

Le politiche monetarie dovrebbero osservare l'obiettivo del controllo dell'inflazione, ma non si dovrebbero circoscrivere nel considerare solamente l'inflazione dei beni di uso comune.

Sarebbe opportuno monitorare anche lo sviluppo dei prezzi degli asset patrimoniali, chiaramente dipendenti dalle politiche monetarie e creditizie.

Il tutto si dovrebbe tradurre nell'effettiva immissione nei circuiti economici "reali" da banche commerciali, in contesto di negative yield

rate, evitando che enormi quantità di denaro vengano utilizzate per finanziare attività di finanza speculativa e non reali.

Non è semplice ora immaginare che direzione assumerà il contesto internazionale a seguito della crisi COVID-19.

Si è visto che le politiche monetarie espansionistiche delle banche centrali sono in atto da molti anni, riducendo di fatto i loro margini di azione: hanno in sostanza le armi spuntate.

Abbiamo osservato che le crisi finanziarie degli ultimi anni si sono manifestate con la formazione di bolle speculative, a causa di un eccesso di indebitamento privato, e chiaramente grazie all'impiego esteso di un certo tipo di finanza che ha chiuso il circuito vizioso.

Sostanzialmente tutte le criticità che sono emerse con le ultime crisi finanziarie non sono state risolte, ma ora il fragile equilibrio è minacciato dalla crisi globale che il genere umano sta attraversando: una crisi sanitaria che ha causato migliaia di morti, ora si estende chiaramente al mondo economico, già fragile.

La crisi del 1929 e la dei mutui subprime ci ha insegnato che è assolutamente imprescindibile impedire con tutti i mezzi possibili una crisi di liquidità, perché il sistema economico e produttivo già messo a dura prova dai vari lockdown non potrebbe reggere l'urto, o per meglio dire il soffocamento.

Adeguate politiche di spesa, che non si traducano in scempio dell'ambiente come si fece negli USA, unite a corrette regole di bilancio che si traducano in sostanziale taglio delle spese improduttive da parte dello Stato.

Vi sono così tanti problemi da affrontare che è assolutamente necessaria una dimensione internazionale di gestione della crisi, considerato che la condotta di un singolo Stato è in grado di ripercuotersi su tutti i mercati finanziari del mondo.

Rammentare che l'estremizzazione finanziaria globale è ancora in atto, e che le crisi di a carico dei sistemi bancari ombra si ripercuotono speditamente e complessivamente, aumenta l'ampiezza delle aree da

controllare, perché è bene ricordarlo, interi settori finanziari sono ancora sottratti ad adeguato controllo.

Altro aspetto fondamentale in questo momento storico di crisi sanitaria è quello inerente ai sistemi di incentivazione del management, che sono troppo spesso orientati a creare valore solo per gli azionisti, e spesso solo per una parte di questi ultimi.

Sarebbe opportuno predisporre adeguati sistemi di incentivazione in ordine al “corporate social responsibility”, finalizzati all’adozione di sistemi aziendali volti all’armonizzazione degli obiettivi economici con quelli sociali, oppure ambientali in relazione al territorio con cui si ha il legame, tutto in una prospettiva di sostenibilità e preservazione delle risorse, del capitale umano e sociale.

Serve un sistema generale condiviso di correttezza aziendale volto alla crescita globale, e non soltanto in riferimento al mero dato di produttività fine a sé stesso.

La storia spesso si ripete, quindi dalla storia bisogna imparare e ricercare le ricorrenze.

Michael James Burry è un medico neurologo americano, che ha studiato economia.

Ha fondato l'hedge fund Scion Capital, ed è stato il primo investitore a riconoscere e trarre profitto dalla crisi dei mutui subprime.

Egli sosteneva che in linea generale le crisi si possono prevedere, basta analizzare nel dettaglio i sistemi su cui si fondano gli investimenti, e partì osservando alcuni indicatori, che definì “specifici indicatori crisi”: il primo era quello relativo al tasso delle frodi.

Osservò che dopo la bolla dotcom il tasso delle frodi negli USA aumentò considerevolmente.

Poi si accorse che il grado di complessità dei sistemi finanziari stava aumentando considerevolmente (ha anche studiato fisica).

Da queste premesse iniziò a studiare gli aumenti più evidenti dei prezzi dei vari settori e notò come quello immobiliare stava crescendo considerevolmente.

Michael Burry in sostanza ha applicato un perfetto esempio di analisi di intelligence applicata alle speculazioni finanziarie.

Un esempio da seguire e da applicare in molti ambiti: il ciclo delle informazioni senza input di ricerca, iniziando da mere ricognizioni generali allo scopo di illuminare settori nascosti su cui investigare.

Altro esempio illuminante è quello di Ben Bernanke, lungimirante governatore della FED negli anni che vanno dal 2006 al 2013.

Bernanke quando esplose la crisi dei mutui subprime si adoperò impendendo gli errori che nel 1929 si ripetessero nuovamente, in quanto alcuni di essi contribuirono a produrre la Grande Depressione del 1929.

Chi studia in profondità le crisi, chiaramente comprende le crisi, ed egli avendo studiato a fondo gli errori di politica monetaria commessi nel 1929 dalle autorità monetarie statunitensi, quindi cercò di non farsi trovare impreparato.

In una sua Lecture in Economic Policy, presso la Washington and Lee University in Virginia tenutasi il 2 Marzo 2004, pertanto prima del suo avvento alla FED, e quindi prima della crisi dei mutui subprime egli sostenne: l'impatto che l'esperienza della depressione ha avuto sul punto di vista del ruolo del governo nell'economia è facilmente comprensibile quando ricordiamo la vastità di quella recessione economica. Durante la fase di contrazione maggiore della depressione, tra il 1929 e il 1933, la produzione reale negli Stati Uniti scese di quasi il 30 per cento. Cosa ha causato la depressione? Questa domanda è difficile, ma rispondere è importante se vogliamo trarre le lezioni giuste dall'esperienza per la politica economica. Risolvere l'enigma della depressione è anche cruciale per il campo stesso dell'economia a causa della luce che la soluzione avrebbe gettato sulla nostra comprensione di base di come funziona l'economia. Durante gli anni della depressione e per molti decenni dopo, gli economisti non furono molto d'accordo sulle fonti del crollo economico e finanziario degli anni '30. Al contrario, negli ultimi venti anni circa gli storici dell'economia hanno raggiunto un ampio consenso sulle cause della depressione. Un ampliamento del focus geografico della ricerca sulla depressione merita gran parte del merito di questa svolta.

Prima degli anni '80, la ricerca sulle cause della depressione aveva considerato principalmente l'esperienza degli Stati Uniti. Questa attenzione al caso degli Stati Uniti era appropriata in una certa misura, poiché l'economia statunitense era allora, come è oggi, la più grande del mondo; il declino della produzione e dell'occupazione negli Stati Uniti negli anni '30 fu particolarmente grave; e molti economisti hanno sostenuto che, in larga misura, la depressione mondiale è iniziata negli Stati Uniti, diffondendosi da qui in altri paesi (Romer, 1993). Tuttavia, più o meno allo stesso modo in cui un ricercatore medico non può dedurre in modo affidabile le cause di una malattia studiando un paziente, diagnosticare le cause della depressione è più facile quando abbiamo più pazienti (in questo caso, più economie nazionali) da studiare. Per spiegare l'attuale consenso sulle cause della depressione, descriverò prima il dibattito come esisteva prima del 1980, e poi discuterò in che modo la recente attenzione agli aspetti internazionali della depressione e l'analisi comparativa delle esperienze dei diversi paesi hanno contribuito a risolvere quel dibattito. Ho già menzionato la forte deflazione del livello dei prezzi verificatasi durante la fase di contrazione della depressione, di gran lunga l'episodio di deflazione più grave che si sia verificato negli Stati Uniti prima o dopo. La deflazione, come l'inflazione, tende ad essere strettamente legata ai cambiamenti nell'offerta di moneta nazionale, definita come la somma della valuta e dei depositi bancari in circolazione, e questo era il caso della depressione. Analogamente alla produzione e ai prezzi reali, l'offerta di moneta statunitense è diminuita di circa un terzo tra il 1929 e il 1933, aumentando negli anni successivi con l'aumento della produzione e dei prezzi. Inoltre, come ho sottolineato nelle mie prime ricerche (Bernanke, 1983), la chiusura virtuale del sistema bancario statunitense ha privato l'economia di un'importante fonte di credito e altri servizi normalmente forniti dalle banche. La Federal Reserve aveva almeno il potere di migliorare i problemi delle banche⁷⁷.

⁷⁷ <https://www.bis.org/review/r040305e.pdf>

Bernanke ha portato un suo importantissimo contributo, esposto sempre nella medesima lecture: “alcune importanti lezioni emergono dalla storia. Una lezione è che le idee sono fondamentali”.

Bernanke ha agito tenendo ben presente la lezione del 1929, che ha ben studiato, e di conseguenza ha utilizzato tutte le sue idee in merito, riuscendo nei fatti ad evitare un disastro che poteva essere di dimensioni simili, o forse peggiori dato il sistema globale in cui viviamo, a quelle del 1929. Le politiche monetarie predisposte dalla sua FED rimarranno nei manuali di politica monetaria.

Altri aspetti sempre inerenti alle lezioni che emergono dalla storia, e di cui non teniamo conto, soprattutto nel nostro paese, sono quelle inerenti alle vulnerabilità intrinseche di un paese.

Esse aumentano esponenzialmente in caso di crisi, lasciando il “fianco” scoperto delle aziende e degli Stati nei settori maggiormente esposti, e quindi destabilizzazioni finanziarie estere a scopo di attività predatorie e poi controllo potrebbero essere innescate ad arte.

Gli attacchi speculativi alla lira del 1992, oppure quelli condotti sempre contro il nostro paese nel 2011 sono perfetti esempi.

Durante la crisi dei mutui subprime del 2008 negli USA il Segretario al Tesoro era Henry Paulson.

Egli in un suo libro sostenne⁷⁸: un funzionario governativo della Cina mi informò che la Russia ha proposto alla Cina che le due nazioni vendessero le obbligazioni Fannie Mae e Freddie Mac nel 2008 per costringere il governo degli Stati Uniti a salvare le gigantesche società. Sono stato informato del piano russo quando ero a Pechino per le Olimpiadi nell'agosto 2008. La Russia era andata in guerra con la Georgia, alleata degli Stati Uniti, l'8 agosto. I funzionari russi avevano adottato un approccio di alto livello nei confronti dei cinesi, suggerendo che insieme avrebbero potuto vendere grossi pezzi delle loro partecipazioni in Fannie Mae e Freddy Mac per costringere gli Stati Uniti a utilizzare le proprie risorse di emergenza per sostenere queste società". La risposta cinese, ma

⁷⁸ H. Paulson, Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System, ed. Hardcover, 2010

velata di altre questioni sottese, è stata il rifiuto di aderire al piano potenzialmente dirompente russo, ma il rapporto era profondamente preoccupante.

Ai fini della trattazione si evidenzia che Cina e Russia, chiaramente non direttamente implicate a livello statale ma tramite società, detenevano obbligazioni delle due società citate in forte sofferenza durante la crisi dei subprime. Doveroso riportare che le affermazioni del segretario Paulson non furono mai smentite dai Governi citati.

Appare evidente che le crisi economico-finanziarie possono essere il grimaldello per condurre campagne speculative, se non anche strategiche, allo scopo di indebolire uno Stato sovrano, addirittura competitor nella scena internazionale.

CAPITOLO 4

I RUOLI DELLA *PRE*-CRISI E LA FORMULAZIONE DEGLI SCENARI

1. I RUOLI DELLA *PRE*-CRISI E LA FORMULAZIONE DEGLI SCENARI.

Esiste sempre una fase di preparazione agli eventi.

In ottica di intelligence, l'aspetto cruciale è quello della prevedibilità degli eventi, volta alla precoce implementazione di contromisure oppure sfruttamento dei un eventuale vantaggio competitivo. In tal sede ci si occuperà del contesto della "pre-crisi".

Cosa intendiamo per fase pre-crisi?

Ragionare in termini scacchistici in relazione alle crisi finanziarie, oppure, e forse soprattutto, in relazione ad eventi di "economic warfare" certamente non appare eretico.

Riflettere sulla crisi come un genere di partita a scacchi, un gioco che all'apparenza risulta abbastanza chiaro ma che, a determinati livelli di gioco, assume tattiche e strategie certamente sopraffine, spesso visibili esclusivamente a coloro che sono in grado di fornire adeguata interpretazione sia al gioco stesso, ma anche alla singola partita.

Sostanzialmente la scacchiera è un campo di battaglia, così come lo è in fondo il sistema economico, ora globale, in cui i player sia essi istituzionali, sia essi prettamente aziendali, muovono le proprie mosse in ottica di attacco e difesa.

La crisi pertanto si converte in un campo di battaglia, dove istituzioni governative ed aziende devono reagire mossa dopo mossa, per cercare di evitare di essere sopraffatti, oppure, sopraffare l'avversario (da rammentare il sipario tra il Segretario al Tesoro USA Paulson con il funzionario cinese).

Una tattica possibile potrebbe essere quella di adottare un team permanente di *crisis management* in ambito aziendale, mentre in ambito

governativo, l'adozione di apposite strutture di intelligence economica istituzionale che siano impiegate nella ricerca permanente di "segnali deboli" che possano far presagire una crisi economica, perché la coscienza della necessità della prevenzione e della programmazione sono da riferire a strumenti di difesa per difendere e preparare le organizzazioni agli eventi critici.

Sostanzialmente la prima mossa è la vigilanza continua volta alla ricerca di segnali che precedono la crisi (la fase pre-crisi) con la relativa individuazione di un Crisis Team che abbia il controllo e la gestione di eventuali "crisis events", perché non appare infondato ragionare in termini di "perpetual economic warfare" oppure "perpetual crisis".

La realizzazione di un Piano di Crisi per ogni scenario prospettato dovrà necessariamente essere considerata quale strategia studiata nei minimi dettagli, perché esso raccoglierà tutte le risultanze fornite dagli analisti riferite alle informazioni, analisi ed interpretazioni raccolte nel ciclo di intelligence "pre-crisi".

Come Michael BURRY che ha giocato di anticipo (nella la fase pre-crisi), tutte le istituzioni, sia pubbliche, sia private, dovrebbero scandagliare le informazioni alla ricerca di segnali anticipando, quindi controllando gli eventi, anziché lasciarsi condizionare da essi, perché come affermava Bobby Fisher in rapporto agli scacchi: "Gli scacchi sono una questione di tempismo, non è sufficiente giocare la mossa giusta, devi anche giocarla al momento giusto."

Quanto riferito in merito al ruolo fondamentale del ciclo di intelligence da applicare alla "pre-crisi" assume fondamentale importanza soprattutto in relazione alla tutela delle infrastrutture critiche.

La Direttiva 2008/114/CE del Consiglio dell'Unione Europea dell'8 dicembre 2008, relativa all'individuazione ed alla designazione delle infrastrutture critiche europee e alla valutazione della necessità di migliorarne la protezione all'art. 2 definisce: "infrastruttura critica un elemento, un sistema o parte di questo ubicato negli Stati membri che è essenziale per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza e del benessere economico e sociale dei cittadini ed

il cui danneggiamento o la cui distruzione avrebbe un impatto significativo in uno Stato membro a causa dell'impossibilità di mantenere tali funzioni"⁷⁹.

Appare evidente che, quanto meno a livello normativo, già dal 2008 (quindi in piena crisi "sub-prime"), la minaccia del benessere economico è riconosciuta quale elemento riferibile ad un tipo di infrastruttura critica. Il medesimo art. 2 della Direttiva UE ai commi c), d), e), esplicita che:

- per l'analisi dei rischi si intende la considerazione degli scenari di minaccia pertinenti, al fine di valutare la vulnerabilità e il potenziale impatto del danneggiamento o della distruzione dell'infrastruttura critica;
- per «informazioni sensibili relative alla protezione delle infrastrutture critiche» i fatti relativi a un'infrastruttura critica che, se divulgati, potrebbero essere usati per pianificare ed eseguire azioni tali da comportare il danneggiamento o la distruzione di installazioni di infrastrutture critiche;
- per «protezione» tutte le attività volte ad assicurare funzionalità, continuità e integrità delle infrastrutture critiche per evitare, mitigare e neutralizzare una minaccia, un rischio o una vulnerabilità.

All'interno del contesto delle infrastrutture critiche in relazione agli aspetti economici in ambito UE, sembra opportuno delineare il motivo della necessità di attività di intelligence economica in ordine a tali fenomeni, soprattutto in relazione al ruolo fondamentale del periodo intercorrente prima della crisi, ossia la "pre-crisi".

Il tema di fondo che distingue perennemente i temi legati all'intelligence, è quello di aspirare a leggere il futuro, tramite l'interpretazione del passato e del presente. Anticipare, anche solo supponendo verso dove forse procederà il *sistema società umana*, il mutamento dei gusti, delle abitudini e delle tendenze, oppure come cambieranno gli "approcci" alla vita, sarà attività necessaria onde individuare quali fenomeni tecnologici, sociali ed

⁷⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32008L0114>

economici sottintendono ai cambiamenti, onde ipotizzare possibili scenari futuri. Nel ricercare segnali deboli, si dovranno individuare macro tendenze, ipotizzare scenari futuri per governare il cambiamento. Il vocabolario on line della Treccani definisce lo scenario (tra i vari significati): nel linguaggio giornalistico, contesto nel quale si sviluppano determinate situazioni (significato già espresso con i traslati quadro o sfondo) o si collocano i futuri sviluppi di una situazione, ipotetica o reale, nel suo evolversi⁸⁰.

Quando gli avvenimenti si susseguono con una velocità sostenuta, anche incalzante, le distanze temporali intercorrenti tra l'acquisizione delle informazioni, la loro successiva analisi, e quindi l'assunzione di decisioni e la loro realizzazione devono essere ridotte in modo significativo.

Per sopravvivere in un ambiente volatile sono necessari aggiustamenti operativi frequenti ed il principio dovrebbe essere "metteteci la testa e le braccia. Solo in questo modo sarà possibile anticipare gli eventi futuri e reagire rapidamente e in maniera appropriata"⁸¹.

La capacità di un soggetto, impresa, oppure istituzione governativa di adeguarsi ai mutamenti che si verificano nel proprio ecosistema dipende dalla sua attitudine all'anticipare tali mutamenti (quindi anche crisi). Prevedere il futuro tuttavia è compito rischioso, forse quasi impossibile nella sua certezza.

"Solo uno sciocco farebbe previsioni, soprattutto in merito al futuro", diceva Samuel Goldwin, produttore cinematografico americano.

La difficoltà previsionale, tuttavia, non esclude che non si possano ipotizzare degli scenari ipotetici in merito ad un possibile "verificarsi" in futuro. L'ipotesi di scenari futuri è un tipo di operazione inerente alla riflessione (ragionamento) sulle possibili mutazioni future del contesto

⁸⁰ G. Gambino, Intelligenza artificiale: scenari di intelligence tra etica e cambiamenti sociali, democrazia e deep state, Tesi di Master II livello in Intelligenza dell'Università della Calabria. A.A. 2018/2019.

⁸¹ Head In & Hands On: Ram Charan on How to Lead Now, in Harvard Management Update, Boston, Harvard Business School

corrente, basata sulle informazioni in nostra disponibilità in riferimento alle tendenze e segnali correnti, anche di tipo debole.

L'analisi degli scenari non è una tecnica previsionale, ma un processo di pensiero e comunicazione sul futuro. Herman Kahn, pioniere del suo utilizzo, dapprima presso Rand Corporation in seguito presso Hudson Institute, ha definito gli scenari come sequenze ipotetiche di eventi create allo scopo di concentrare l'attenzione sui processi causali e sui punti decisionali⁸².

Ipotizzare scenari multipli consente di supporre differenti prospettive, nettamente distinte o parzialmente difformi tra loro, ma che potrebbero essere logiche sul come potrebbe apparire il futuro.

L'analisi (ricerca) degli scenari futuri potrebbe essere di tipo quantitativo o qualitativo, oppure rivestire entrambe le caratteristiche.

Analisi di tipo quantitativo e/o qualitativo rappresentano procedimenti nei fatti complementari, i quali potrebbero essere entrambi utilizzati nelle indagini volte all'ottenimento di risultati che siano al contempo dettagliati e potenzialmente logici.

Sostanzialmente i dati quantitativi danno "numeri" che avvalorano aspetti generali delle ipotesi di scenario, laddove i dati qualitativi procurano particolari ed approfondimenti utili a comprendere il percorso evolutivo di un determinato fenomeno.

Appare utile descrivere le differenze tra analisi quantitativa e qualitativa. La raccolta dei dati di tipo quantitativo porta ad una formulazione di ipotesi basata su elementi di tipo prettamente numerico come ad esempio dati statistici, i quali potrebbero essere di supporto in relazione a conclusioni di carattere generalista.

Le analisi di tipo qualitativo raccolgono informazioni mirate alla descrizione di un fenomeno più che misurarlo, come ad esempio l'iter analitico che descrive il percorso logico-critico che parte dall'acquisizione delle informazioni e che conduce alla definizione del fenomeno stesso, approfondendo fino in fondo l'argomento in analisi, il

⁸² H. Kahn, *The next 200 Years: A Scenario for America and the world*, New York, William Morrow, 1976

tutto mirato verso una comprensione profonda dei quesiti della ricerca, anche se, in base all'ampiezza e complessità del quesito stesso, potrebbe risultare difficile analizzare le risultanze.

Sinteticamente, pertanto, le analisi di tipo quantitativo consentono una visione generale in ordine al quesito proposto, mentre quelle di tipo qualitativi ci consentono di aggiungere dettagli, fornendo anche all'interprete la possibilità di conferire ai risultati dell'indagine la propria posizione in ordine al quesito. Nello specifico, analisi di tipo quantitativo potrebbero essere le risultanze derivanti da un processo automatizzato di analisi. Quelle di tipo qualitativo saranno riferibili ad un analista "umano". Il bilanciamento della ricerca con metodi qualitativi e quantitativi potrebbe fornire ipotesi di scenario più esaustive se utilizzati entrambi i metodi. Il contesto attuale ci fornisce enormi quantità di dati su cui effettuare analisi e previsioni.

L'evoluzione tecnologica attuale, rapida ed incessante, quasi forsennata nel susseguirsi di invenzioni e quasi contestuali applicazioni a livello globale, ci ha introdotti nell'era "big data". In ottica analisi di intelligence sono tantissimi i dati e le statistiche che si possono utilizzare per la costruzione delle nostre decisioni; l'aspetto dirimimene, almeno allo stato attuale, ruota attorno al dare significato ai numeri, o quanto meno alle risultanze.

Le grandi imprese soprattutto, utilizzano l'analisi degli scenari per sondare la probabile evoluzione di un determinato settore commerciale, ipotizzando gli sviluppi dei mercati in determinati contesti geografici o di settore, oppure per formulare ipotesi di scenario sull'impatto di nuove tecnologie o per specifici progetti di investimento. Attorno a tali ipotesi di scenario potrebbero celarsi le chiavi del vantaggio competitivo in contesti di concorrenza, sia per le aziende privati, ma anche per gli organismi governativi.

Uno degli aspetti interessanti in relazione alla formulazione di ipotesi di scenario potrebbe essere quello inerente al processo di formulazione dello scenario stesso, in quanto lo sviluppo (sostanzialmente un ciclo di intelligence) dell'analisi stessa degli scenari è un robusto strumento per

combinare idee, ipotesi e intuizioni differenti, anche, e soprattutto, qualora nel processo vi siano competenze con estrazioni culturali diverse. L'approccio multidisciplinare dovrebbe essere alla base della formulazione di scenari complessi, in quanto l'identificazione di possibili minacce o opportunità, potrebbe portare a riflessione più elastiche, anche stimolando l'emergere di un incrocio di ipotesi trasversali, anche in relazione a strategie robuste finalizzate alla preparazione di piani di emergenza.

Il legame fra contesto ambientale e gestione della crisi è un elemento da sottoporre all'attenzione.

Uno degli aspetti che hanno accentuato la recessione del 2008 è stato quello inerente all'elevato grado di incertezza, ma forse soprattutto il veloce fluire degli eventi.

I decisori pubblici e privati in quel contesto avevano l'arduo compito di cogliere il significato delle informazioni economiche, finanziarie, ma anche politiche, che si susseguivano veloci e confuse.

In tali contesti la previsione di differenti scenari di operatività è fondamentale.

Appare fin troppo ovvio affermare che l'uomo adotta decisioni anche in relazione alla naturale inclinazione umana a comprendere la nuova informazione, spesso variabile in riferimento alla disposizione emotiva, che "alcune" volte conduce verso opinioni preconcepite, o che potrebbe comportare la negazione della realtà.

In tal sede appare opportuno richiamare brevemente una forma di gestione della pre-crisi da parte di alcune importanti società a livello globale.

Ad esempio, Lego (famosa casa costruttrice di giochi) organizza un meeting mensile con i principali area manager onde unificare la conoscenza in relazione a ciò che sta accadendo nei vari mercati, e quindi formulare ipotesi in merito ai probabili scenari in ottica temporale annuale, e quindi, elaborare scenari differenti andando a simulare contesti operativi per ognuno di essi, procedendo conseguentemente ad esplorare le implicazioni delle diverse ipotesi.

Le organizzazioni pubbliche e private, come le colonie delle formiche, come gli stormi di uccelli, oppure le folle umane, sono dei sistemi complessi, le cui risultanze in termini di comportamento ed azioni intraprese, derivano dalle numerose variabili indipendenti e dipendenti in gioco.

Quanto appena detto assume importanti implicazioni.

La prima è riferibile all'imprevedibilità, in quanto il comportamento dei sistemi complessi non può essere previsto in modo preciso, in quanto non vi è alcuna tendenza apparente (e nemmeno implicita) verso un equilibrio tendenzialmente stabile in un mondo globalizzato, data una frequente rimodulazione dei vari sistemi (anche simili, ma sostanzialmente non eguali) che interagiscono tra loro continuamente andando a rimodellarsi continuamente all'interno dell'ambiente competitivo.

In un mondo globalizzato non esistono sistemi chiusi.

Tutto è soggetto a contaminazioni di differente natura.

Pertanto sono necessarie per le analisi delle informazioni differenti competenze. Il sistema economico, al giorno d'oggi, non è solo la risultanza di elementi economici e finanziari, è anche il risultato di interazioni tra tutti i sistemi, chiaramente anche politici e sociali.

I mutamenti dei sistemi sono dipendenti da una distribuzione secondo la legge di potenza (denominata power-law distribution), secondo la quale anche minuscoli cambiamenti nelle dinamiche hanno la capacità di provocare movimenti di ampia portata (ricerca dei segnali deboli nella previsione di macro-tendenze).

Il fattore auto organizzazione.

Alcuni tipi di sistemi complessi hanno la peculiarità di auto organizzarsi, anche in relazione a crisi o minacce, come ad esempio le colonie delle api o delle formiche, oppure determinati branchi di animali, i quali reagiscono in modo sistematico alle minacce, riuscendo ad implementare, anche in modo inconsapevole, contro misure ad eventi inattesi che provengono dall'esterno.

In relazione al sistema complesso della società umana le variabili sono differenti.

Anche gli esseri umani in linea teorica potrebbero essere efficaci come gli esempi prima riferiti nell'organizzarsi in relazione all'adattamento senza ricorrere a un'autorità formale. Ma spesso prevale la componente dell'individualismo sia come singola persona, sia come senso di appartenenza ad uno specifico sistema sociale, sia nella semplice comunità di prossimità, sia come macro formazioni sociali quali le nazioni.

Spesso i processi evolutivi conducono a risultati ordinati, in cui il cambiamento è talmente lento che il sistema si adegua senza sostanziali modificazioni evidenti, altre volte si ha la generazione di risultati caotici, preceduti da inaspettate mutazioni delle basi su cui il sistema è radicato. Tra tali estremi vi è una zona intermedia in cui il susseguirsi dei cambiamenti, benché lenti nel loro incedere, fornisce elementi potenziali di destabilizzazione dei sistemi quanto meno nelle generazioni molto prossime.

In questa zona abbiamo quei tipi di sistemi complessi che si evolvono al "confine del caos", i quali sostanzialmente sulla base di non significativi adattamenti locali possiedono tutto il potenziale di uno scostamento rapido verso picchi di rapida mutazione.

In tali contesti l'intelligence gioca un ruolo fondamentale, in quanto tali concetti hanno implicazioni radicali e potenzialmente di ampia portata in riferimento alla gestione strategica degli affari, siano essi pubblici o privati.

Il sistema complesso a cui chiaramente si agganciano i sistemi economici implica che il mondo del business (e la sotto area del business strategy in particolare) è intrinsecamente arduo da prevedere, ove il ruolo dell'amministratore delegato (CEO) quale principale attore decisionale in veste di architetto della strategia sarà in effetti l'ultimo anello della catena del ciclo informativo, in quanto i manager dovranno far riferimento sulle proprietà auto-organizzative delle loro imprese.

Il nodo cruciale sarà selezionare delle strutture e dei sistemi ottimali che permetteranno al decisore di produrre il miglior risultato strategico possibile.

Alcuni cambiamenti sono intervenuti negli ultimi anni in relazione alle consuetudini di pianificazione strategica di determinate grandi aziende, come ad esempio una minore formalità nei processi, enfasi sugli obiettivi di performance (anche se abbiamo visto che in determinati casi portano a distorsioni dell'efficacia a favore del breve termine), che appaiono coerenti con quanto detto in ordine alla teoria della complessità.

Uno degli aspetti più "complessi" nell'operare in momenti di crisi è il processo di adattamento delle logiche di breve con quelle di lungo termine.

Quanto analizzato in relazione alla crisi del 2008 ci ha fatto comprendere che vi è stato un rapido declino delle attività economiche, che nei fatti è stato il più repentino e grave in termini di percentuale dalla crisi del 1929. In prima istanza le prospettive in merito alle proiezioni future che si ebbero in quel periodo furono decisamente molto incerte, in quanto le dinamiche economico/finanziarie erano agganciate a numerose variabili, tra cui le iniziative monetarie e fiscali dei vari governi.

Le evidenti necessità di aggiustamenti di strategia, in ottica di breve termine, possono entrare in conflitto con quelle a più a lungo termine, con la chiara possibilità che le varie crisi possano condurre a mutamenti di carattere fondamentale nel sistema capitalistico. Un esempio potrebbe essere la nazionalizzazione di imprese.

Nel contesto di crisi entrano in gioco ulteriori variabili, come ad esempio la maggiore competizione derivante dal progressivo processo di globalizzazione, la tecnologia e il mutamento delle opinioni sociali. Molti manager si sono posti quale priorità assoluta nel breve termine, quella di sopravvivere alla contrazione dei sistemi economici e finanziari.

La complicazione centrale in momenti di crisi sistemica è che i due tipi di sfide (breve e lungo termine) impongono risposte che sono spesso in opposizione fra loro. Da una parte, le problematiche date dalla crescente concorrenza e dall'innovazione tecnologica richiedono inevitabilmente lo sviluppo di nuove competenze; dall'altra, la sopravvivenza impone prudenza assoluta nel mantenimento della liquidità, la quale ovviamente tende a inibire qualsiasi forma di investimento in tali circostanze.

L'attuale contesto storico derivante dalla crisi COVID-19 potrebbe rappresentare una ulteriore conferma a quanto sopra riferito.

Una delle sfide per gli studiosi del management strategico, ed ovviamente anche dei processi di intelligence, è quella inerente alla ricerca di iniziative ed innovazioni sviluppate in un gran numero di ambiti differenti, tese all'identificazione di strumenti utili a contrastare le crisi ed a preservare le strutture.

Una conclusione chiave di questo tipo di attività è che risulta necessario far riferimento a più abiti del sapere, come ad esempio l'economia, la sociologia, la psicologia, la biologia, la teoria dei sistemi e altre scienze, tutto volto all'ottimizzazione della gestione strategica la quale potrebbe assumere un ruolo fondamentale nello sviluppo di nuovi concetti.

Il punto di visuale secondo il quale gli strumenti dell'analisi strategica (tra cui l'analisi settoriale, la quale però ha senso fino ad un certo punto, vedasi l'esempio crisi sub-prime, dove la crisi di un settore si è propagata ad un intero sistema economico) è da concepire all'interno del sistema delle risorse e delle competenze, che pertanto appare ancora valido ed efficace. Contemporaneamente, è necessario sviluppare nuove idee sul management, soprattutto nel nostro paese, ma non solo in riferimento alla strategia, ma anche in termini di relazioni tra le imprese stesse e quelle fra imprese e governi.

Sostanzialmente serve un "sistema paese".

2. CONCLUSIONI.

La trattazione in merito alle crisi finanziarie globali ha evidenziato quanto sia importante mettere in sicurezza il sistema economico e finanziario anche contro attacchi speculativi che nei fatti assumono un ruolo geoeconomico.

Nei contesti di crisi citati, appare evidente e fondamentale il ruolo dell'analisi di intelligence, sia istituzionale dei Servizi di Informazione per la Sicurezza, sia privata in seno alle imprese, ma anche in riferimento a banche, istituti finanziari e assicurativi.

La figura di Bernanke ci ha mostrato che lo studio e l'approfondimento del passato economico è fondamentale nell'affrontare le crisi perché, come egli stesso ha affermato, alcune importanti lezioni emergono dalla storia.

Le indagini informative dei Servizi di Informazione potrebbero rendere possibile la mappatura di zone grigie del sistema economico e finanziario, esattamente come ha fatto Michael Burry quando si è adoperato nella ricerca di bolle finanziarie su cui operare.

Sempre Michael Burry ci ha insegnato che l'osservazione di determinati indicatori di rischio potrebbero agevolare il compito della ricerca informativa.

Appare evidente che il ruolo dell'intelligence istituzionale è fondamentale, anche in relazione della possibilità dell'ottenimento di informazioni coperte.

In un contesto storico dove le guerre si conducono con disinformazione, spread, scalate commerciali ed azionarie, comprendere che una guerra si può fare anche sotto il profilo economico e finanziario è divenuto fondamentale.

Si è osservata, la non troppo velata minaccia al segretario del Tesoro USA Paulson, in merito ad operazioni ostili di vendita allo scoperto di obbligazioni di grosse società USA in sofferenza; questa vicenda ci mostra che la guerra è globale, e soprattutto si gioca in campo economico e finanziario.

Si è considerata l'importanza, data la dimensione, del sistema finanziario ombra, utilizzato anche da DB per portare l'attacco speculativo contro l'Italia (il mercato OTC).

Un attento monitoraggio di tale sistema, è assolutamente necessario, anche perché si è osservato che una crisi di tale sistema, ancora non sufficientemente regolamentato, risulterebbe drammatica.

Quella del 2008 con i mutui subprime è una recente e vivida conferma.

Si osservato che il sistema bancario e finanziario è sostanzialmente basato sulla fiducia.

Termine che esprime fundamentalmente un sistema di valore, che spesso è stato sottovalutato, ed in modo ripetuto è stato sottoposto a violenti attacchi.

La fiducia è alla base della convivenza e della coesione sociale, elemento che fonda un sistema democratico, elemento che di fatto fa sentire i cittadini al sicuro all'interno delle nazioni.

Fiducia come sicurezza nazionale, la cui difesa è demandata anche agli apparati di intelligence istituzionale, che chiaramente ricomprende anche quella economica, alla base della prosperità dei popoli.

BIBLIOGRAFIA

Andolfatto, David, Fernando Martin, and Shengxing Zhang. 2015. "Rehypothecation and Liquidity," Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper, No. 2015-003B, May.

A. Sieron, Il ruolo del sistema bancario ombra nel ciclo economico, www.francescosimoncelli.com/2019/08/il-ruolo-del-sistema-bancario-ombra

C. A. Hill, "Regulating the rating agencies", Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center

C. Jean, P. Savona, Intelligence economica, ed. Rubbettino

E. Chancellor, Devil Take the Hindmost, ed. Penguin.

E. Reinert, in the anatomy of a Bubble, https://www.researchgate.net/figure/the-anatomy-of-a-Bubble-the-tulip-Bubble-in-1636-37_fig5_254452403

F. Partnoy, "How and Why credit agencies are not like other Gatekeepers", Legal studies research paper series, research paper No. 07-46, May 2006, School of Law, University of San Diego,

G. Galli – M. Caligiuri, Il potere che sta conquistando il mondo, data analysis di G. Gambino in appendice n. 1, ed. Rubbettino, 2020

G. Gambino, Il tessuto economico delle Big Cap in Italia, Analytica for Intelligence and Security Studies <https://www.analyticaintelligenceandsecurity.it/ricerca-e-analisi/il-tessuto-economico-delle-big-cap-in-italia/>

G. Gambino, Intelligenza artificiale: scenari di intelligence tra etica e cambiamenti sociali, democrazia e deep state, Tesi di Master II livello in Intelligence dell'Università della Calabria. A.A. 2018/2019.

G. Ferri, P. Lacitignola, in Concorrenze e agenzie di rating, <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap03.pdf>

H. Paulson, Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System, ed. Hardcover, 2010

H. Kahn, *The next 200 Years: A Scenario for America and the world*, New York, William Morrow, 1976

J. Galbraith, *Il grande crollo*, Ed. BUR (2009)

J. Maues, Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://www.federalreservehistory.org/essays/glass-steagall>
Mediobanca, R&S 2017

R. Greene, *Le 48 leggi del potere*, ed. Baldini – Castoldi, 2018.

S. Carrubba, *Il fascino discreto del cammino dalla lira da Bretton Woods all’Euro*, ed. Atic Forex, 2007.

Singh, Manmohan and Peter Stella. 2012a. “Money and Collateral,” IMF Working Paper, No. WP/12/95.

Winston Chang, 2011, https://www.researchgate.net/figure/The-leverage-ratio-of-major-investment-banks-from-2003-to-2007-Winston-Chang-2011_fig1_319486471

SITOGRAFIA

<https://www.ilsole24ore.com/art/debito-e-record-mondo-253miliardi-passivo-322percento-pil-ACdAfgBB>

<https://www.bis.org/review/r040305e.pdf>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32008L0114>

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

https://www.camera.it/_dati/leg17/lavori/documentiparlamentari/indiceetesti/023/037-bis/INTERO_COM.pdf, pg. 7.

https://www.camera.it/_dati/leg17/lavori/documentiparlamentari/indiceetesti/023/037-bis/INTERO_COM.pdf, pg. 46.

https://www.camera.it/_dati/leg17/lavori/documentiparlamentari/indiceetesti/023/037-bis/INTERO_COM.pdf, pg. 46 e 47.

<https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>

https://www.hearst.com/o/hearst-annual-review-theme/pdf/PropertyList_Annual2015.pdf

<https://www.marketscreener.com/MOODY-S-CORPORATION-16724/company/>

<https://www.marketscreener.com/S-P-GLOBAL-INC-27377749/company/>
<https://www.crowdcity.it/it/valutazione-credito/scala-rating>
<https://finance.yahoo.com/news/shadow-banking-now-52-trillion>
<https://www.suerf.org/policynotes/8061/non-banks-in-the-eu-ensuring-a-smooth-transition-to-a-capital-markets-union>
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/13/sp091417-shadow-banking-and-market-based-finance>
<https://www.fsb.org/2020/01/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2019/>
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1212.pdf>
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>
<http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->
<https://www.investopedia.com/articles/economics/09/american-investment-group-aig-bailout.asp>
<https://dealbook.nytimes.com/2008/11/12/fdic-to-back-139-billion-in-ge-capital-debt/>
<https://www.lefigaro.fr/debats/2009/09/04/01005-20090904ARTFIG00372-bonus-il-nous-faut-des-regles-.php>
http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Principali_tassi_di_interesse_1992.pdf
<https://www.prospectmagazine.co.uk/economics-and-finance/financial-weapons-of-mass-destruction-brexit-and-the-looming-derivatives>
https://www.bis.org/publ/otc_hy1911.htm
<https://www.sicurezza nazionale.gov.it/sisr.nsf/wp-content/uploads/2015/03/Eurispes-Indagine-servizi-sicurezza-2015.pdf>
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/future.html>
<http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>
https://www.performancetrading.it/Documents/McAnalisi/McA_Crollo_Wall.htm
<https://www.sjsu.edu/faculty/watkins/dep1929.htm>
<https://www.smithsonianmag.com/history/when-franklin-roosevelt-clashed-with-the-supreme-court-and-lost-78497994/>

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>
http://www.econ.yale.edu//growth_pdf/cdp880.pdf
https://www.huffingtonpost.it/2013/05/12/george-soros-lo-speculato_n_3262351.html
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/1992/rel92_tot.pdf
https://www.ilsole24ore.com/art/quando-bundesbank-dominava-l-europa-choc-riunificazione-monetaria-tedesca-ACziRPw?refresh_ce=1
https://www.moodys.com/research/Moodys-affirms-Italys-Baa3-rating-stable-outlook--PR_435125
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200430~ab3058e07f.en.html>
<http://www.studiliberali.it/uploads/Finanza/LO%20STRANO%20CASO%20DELLE%20SOC.%20DI%20RATING>

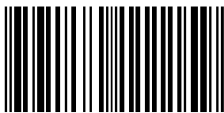
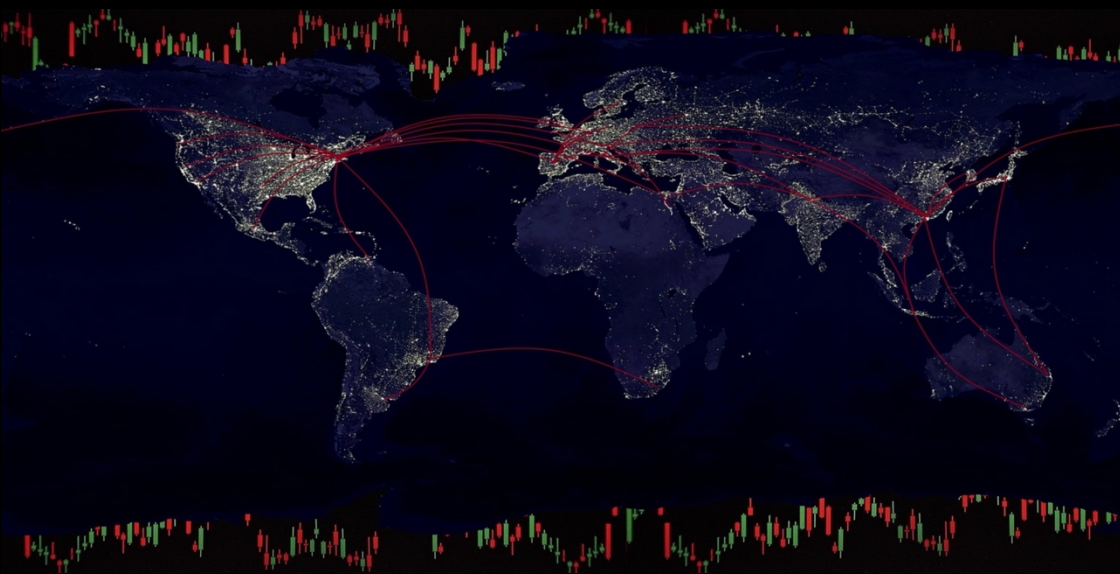
FILMOGRAFIA

La Grande scommessa, film del 2015 diretto da Adam McKay, tratto dal libro di Michael Lewis Il grande scoperto.

PROFILO DELL'AUTORE

Giovanni Gambino dopo aver completato gli studi in Giurisprudenza prosegue con un M.B.A. presso l'Università di Bologna ed un Master in Analisi Dati. Approfondisce il tema dell'Intelligence presso l'Università della Calabria conseguendo un Master di II livello. Ha conseguito un Data Science Advanced Specialization Program alla John Hopkins University. Presso la Venice International University ha studiato Europrogettazione. Si è specializzato nell'analisi dei network relazionali, compiendo studi su reti terroristiche e finanziarie. Ricercatore dell'IntelligenceLab dell'Università della Calabria, Senior Analyst del Centro Studi Analytica for Intelligence and Security Studies, segretario per la Regione Sicilia della Società Italiana di Intelligence. Nel 2008 consegue un diploma di sommelier.

Pubblicato nel mese di gennaio 2021
SOCINT Press
c/o Università della Calabria, Cubo 18-b, 7° piano via Pietro Bucci
87036 Arcavacata di Rende (CS) – Italia



9791280111159