



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"LA CRISI FINANZIARIA DEL SUBPRIME.
GLI EFFETTI DELLA GRANDE RECESSIONE SULLA
DOMANDA DI CREDITO DI IMPRESE E FAMIGLIE."**

RELATORE:

CH.MO PROF. THOMAS BASSETTI

LAUREANDO: MARCO FRANCESCHI

MATRICOLA N. 1113047

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

Indice

Introduzione.....	3
--------------------------	----------

Capitolo primo

La crisi dei mutui subprime

1.1. Premessa.....	4
1.2. Le cause della crisi.....	4
1.3. La diffusione della crisi	7
1.4. Le conseguenze della crisi.....	11
1.5. Le risposte dei Governi e delle Banche Centrali.....	14

Capitolo secondo

Le conseguenze della crisi per le famiglie e le imprese

2.1. Il credit crunch.....	16
2.2. Le conseguenza della stretta del credito sulle imprese	17
2.3. La riduzione dei redditi e dei consumi nelle famiglie	23

3 Capitolo terzo

Il peso della politica fiscale su imprese con vincoli di credito

3.1. Il ciclo economico e la politica fiscale anticiclica.....	26
3.2. Effetti sulle imprese con vincoli di credito.....	28
3.3. La politica fiscale anticiclica tra spese ed entrate governative.....	31

Conclusioni.....	33
-------------------------	-----------

Bibliografia.....	35
--------------------------	-----------

Sitografia.....	36
------------------------	-----------

Introduzione

Il corso della storia non si identifica nel solo trascorrere del tempo. Il mondo oggi non è così come si presenta a noi solamente a causa del passare dei giorni, dei mesi e degli anni.

Oggi è il risultato di un susseguirsi di avvenimenti che hanno trasformato e continuano a trasformare la vita degli uomini.

Non sempre tali avvenimenti tendono ad avere un impatto positivo sull'economia dei Paesi del mondo. Se una fase di crescita porta una serie di miglioramenti e conduce ad un periodo di benessere, una fase di crisi può mettere in ginocchio un mondo intero.

Fu questo il caso della Grande Recessione, la crisi del settore immobiliare scoppiata negli Stati Uniti nei primi anni del XXI secolo diffusasi poi nell'intera economia reale dei maggiori Paesi del mondo.

Nel corso del primo capitolo ci occuperemo della crisi in sé, a partire dagli anni precedenti lo scoppio fino ad arrivare al culmine di essa. Analizzeremo le principali cause scatenanti, la sua diffusione nelle maggiori economie mondiali con i conseguenti effetti su di esse e, infine, ci occuperemo degli interventi risanativi da parte dei Governi dei Paesi colpiti.

Nel secondo capitolo, invece, studieremo più minuziosamente gli effetti della crisi sulle imprese e sulle famiglie. In particolare ci concentreremo sulle conseguenze che portò la stretta del credito sugli investimenti delle imprese e sui redditi/consumi delle famiglie.

Infine, nel terzo capitolo, analizzeremo attraverso lo studio dell'economista francese Philippe Aghion gli effetti di una politica fiscale anticiclica come strumento per contrastare le fasi del ciclo economico. Capiremo se esiste una correlazione positiva tra l'attuazione di tale politica e la crescita delle imprese, in particolare quelle legate a vincoli di credito.

CAPITOLO PRIMO

La crisi dei mutui subprime

1.1 Premessa

Nei primi anni del XXI secolo, gli Stati Uniti furono colpiti dalla più grande crisi mai osservata nella storia, quella dei mutui subprime. Essa viene ritenuta tale in quanto, a partire dal contesto immobiliare, si diffuse destabilizzando prima i mercati finanziari e poi l'intera economia reale. Ma cosa sono i mutui subprime e quali sono i motivi per cui sono considerati la scintilla della crisi?

Un mutuo subprime è un prestito che la banca o un'istituzione finanziaria concede ad una clientela con un grosso rischio di insolvenza, quindi a coloro che possiedono un reddito basso e/o insicuro. I mutuatari in questione sono soggetti con limitata garanzia patrimoniale e con un "rating creditizio", ovvero il livello di merito di credito, inferiore al minimo consentito. Il Dipartimento del Tesoro Americano definisce i debitori subprime come "coloro che hanno tipicamente una storia creditizia che include insolvenze, o addirittura problemi più gravi, come avvisi di garanzia, pignoramenti, e bancarotta. Tipicamente hanno anche una bassa capacità di rimborso, così come essa viene misurata dai punteggi di credito e dal rapporto debiti/reddito, o da altri criteri che riescono a supplire un profilo di credito incompleto".

Il mutuo subprime, quindi, è un'operazione al alto rischio per le istituzioni finanziarie che la concedono, in quanto non vi è la certezza che i mutuatari siano in grado di adempiere il proprio debito. Per questo motivo le banche e le finanziarie applicano un tasso d'interesse più alto rispetto a quello applicato ad un prestito concesso ad un debitore solido.

1.2 Le cause della crisi

A partire dal 2003 le banche hanno aumentato notevolmente la concessione di mutui, in particolari di quelli subprime. Risulta spontaneo chiedersi come mai esse iniziassero a concedere sempre più mutui al alto rischio ad una clientela il cui grado di solvibilità fosse molto basso.

Tale processo è stato facilitato da una serie di motivi.

Innanzitutto, a partire dal 2000 e fino alla metà del 2006, negli USA i prezzi delle abitazioni sono cresciuti (15% in media all'anno) generando una vera e propria bolla immobiliare. Tale bolla è stata favorita dalla politica monetaria accomodante attuata dalla Federal Reserve.¹ Essa, infatti, attuò a partire dal 2001 una politica di stimolo economico in risposta alla crisi della bolla internet del 2000 e all'attacco terroristico dell'11 settembre, che mantenne i tassi di interesse molto bassi.

I bassi valori dei tassi di interesse significavano un basso costo del denaro per tutti coloro che richiedevano fondi in prestito, in particolare per le famiglie richiedenti mutui ipotecari. In questo modo aumentò la domanda di mutui e quella di abitazioni, incrementando di conseguenza i relativi prezzi e facendo scoppiare tale bolla.

Il continuo aumento dei prezzi favoriva la concessione dei mutui senza chiedersi se il mutuatario fosse in grado di ripagare le rate. Infatti, le banche erano convinte che, in caso di insolvenza da parte dei debitori, esse potessero pignorare l'abitazione e venderla ad un prezzo maggiore dell'ammontare del mutuo concesso.

La bolla immobiliare e la riduzione dei tassi di interesse non sono le uniche cause dell'esponentiale crescita della concessione di mutui subprime. La **cartolarizzazione** è un altro rilevante motivo che ha contribuito allo scoppio della grande Recessione.

Essa è un meccanismo finanziario che permette agli istituti creditizi di rivendere i mutui subprime trasferendone il rischio ad altri operatori nei mercati finanziari. Tali mutui, prima di essere venduti, venivano trasformati in "titoli". Con la cartolarizzazione è quindi possibile tramutare un'attività finanziaria indivisa, come ad esempio un credito, in un'attività divisa e vendibile, ossia in titoli.²

In questo modo, gli istituti creditizi erano in grado di trasferire i mutui a soggetti terzi, le Società Veicolo, e di recuperare in maniera immediata buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi. La cartolarizzazione consentiva alle banche, apparentemente, di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi e indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine.

¹ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

² <https://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/100-parole/Economia/C/Cartolarizzazioni.shtml?uuid=3ea06d4c-5803-11dd-93cb-a54c5cfc900DocRulesView=Libero>

In un ambiente in cui prevalgono tassi di interesse bassi, i nuovi titoli cartolarizzati sono stati sottoscritti da molti investitori non solo negli Stati Uniti, bensì anche in gran parte dell'Europa. Tale circostanza ha creato i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense a quelle europee.

Il meccanismo delle cartolarizzazioni ha cambiato, dunque, il modello di business delle banche. Se erogando mutui con il metodo tradizionale esse predisponavano un approccio *originate and hold*, tramite cartolarizzazione svilupparono un approccio *originate and distribute*.

Nel primo caso, le banche erogano un mutuo e recuperano la somma prestata e relativi interessi dopo un lungo lasso di tempo; nel secondo le banche trasferiscono il mutuo appena erogato a terzi, recuperando immediatamente la somma prevista.

Con il nuovo approccio, le banche rientravano in possesso delle somme prestate in tempi brevi e mantenevano la possibilità di continuare ad erogare altri mutui, grazie alla continua disponibilità liquida. Tale possibilità portò ad una concessione di nuovi mutui anche ad una clientela con un'affidabilità creditizia sempre minore.

La Cartolarizzazione fece espandere in maniera esponenziale le attività delle istituzioni finanziarie in rapporto al capitale proprio causando il fenomeno del *leverage* o leva finanziaria. Il leverage è l'effetto che si ottiene quando all'aumentare o al diminuire del rapporto d'indebitamento (cioè il rapporto che si ha tra debiti finanziari dovuti al ricorso al credito e il capitale proprio d'impresa, il capitale netto) aumenta o diminuisce l'indice di redditività sul capitale proprio investito (cd. ROE, return on equity).³

Nel linguaggio della borsa, la tecnica di leverage indica la pratica speculativa di prendere denaro in prestito per investirlo in maniera che il rendimento ottenuto sia così alto da coprire gli interessi da pagare sulla somma presa in prestito e da produrre un utile.⁴

Questo permetteva alle finanziarie di realizzare profitti molto elevati, esponendole però al rischio di perdite ingenti.

Nel caso degli Stati Uniti, il leverage di molte istituzioni finanziarie aveva raggiunto valori pari a 30 volte il capitale proprio e questo, come affermato in precedenza, generava utilità elevate. Un alto valore del leverage portava ad una implicazione principale. Se il valore degli asset fosse diminuito e/o divenuto più incerto, maggiore era il leverage, maggiori sarebbero state le probabilità che il capitale si sarebbe dileguato e che le istituzioni sarebbero diventate insolventi.

³ <https://www.icer.it/leverage-cose-funziona/>

⁴ <http://www.treccani.it/enciclopedia/leverage/>

E questo è esattamente quello che è successo.

Analizziamo ora come le Società Veicolo svolgessero il loro lavoro e come questo generasse rischi di natura sistemica, sottovalutati sia dagli investitori, sia dalle **agenzie di rating**, ovvero quelle istituzioni che avrebbero dovuto sorvegliare e regolamentare il fenomeno.

Le Società Veicolo, una volta acquistati i mutui dalle banche, emettevano titoli nei mercati finanziari, garantendo agli investitori il pagamento di interessi una volta incassate le rate di tali mutui. Facciamo un esempio.

Una banca concede un mutuo ad un tasso mensile del 6% e, successivamente, trasferisce tale mutuo ad una Società Veicolo. Quest'ultima emette titoli legati al mutuo agli investitori, ai quali, per esempio, riconoscerà un interesse del 4%. Una volta che il mutuatario ripaga le rate alla banca, questa le trasferisce alla Società Veicolo.

Il profitto della Società Veicolo deriva, quindi, dalla differenza dei tassi (6% - 4%).

I titoli venduti, però, erano in realtà prodotti strutturati molto complessi, scambiati soprattutto over the counter (OTC), ossia in mercati non regolamentati e con prezzi non utilizzabili per una loro valutazione condivisa dagli operatori di mercato.

Tali prodotti erano quindi contraddistinti da una certa opacità e dalla difficoltà di apprezzarne il valore e, ciò, rendeva il giudizio delle agenzie di rating di grande importanza. Quest'ultime, infatti, avevano il compito di valutare tali prodotti e misurarne il rischio.

Quando scoppiò la crisi, divenne evidente che le agenzie avevano emesso rating troppo generosi e non conformi ai reali rischi intrapresi. Esse, infatti, sottovalutarono la rischiosità dei titoli obbligazionari e li promossero come investimenti sicuri, in quanto ottenevano remunerazioni sulla loro attività di consulenza e di rating in tale direzione. Infine, nonostante i primi segnali di crisi da parte degli emittenti, le agenzie si rivelarono troppo caute nel rivedere il proprio giudizio.

Concludendo, tali titoli, venduti come investimenti sicuri e risultando redditizi in un contesto di bassi tassi d'interesse, sono stati acquistati dalla maggior parte degli investitori finanziari, prima in America e, in seguito grazie alla cartolarizzazione, nel mondo intero.

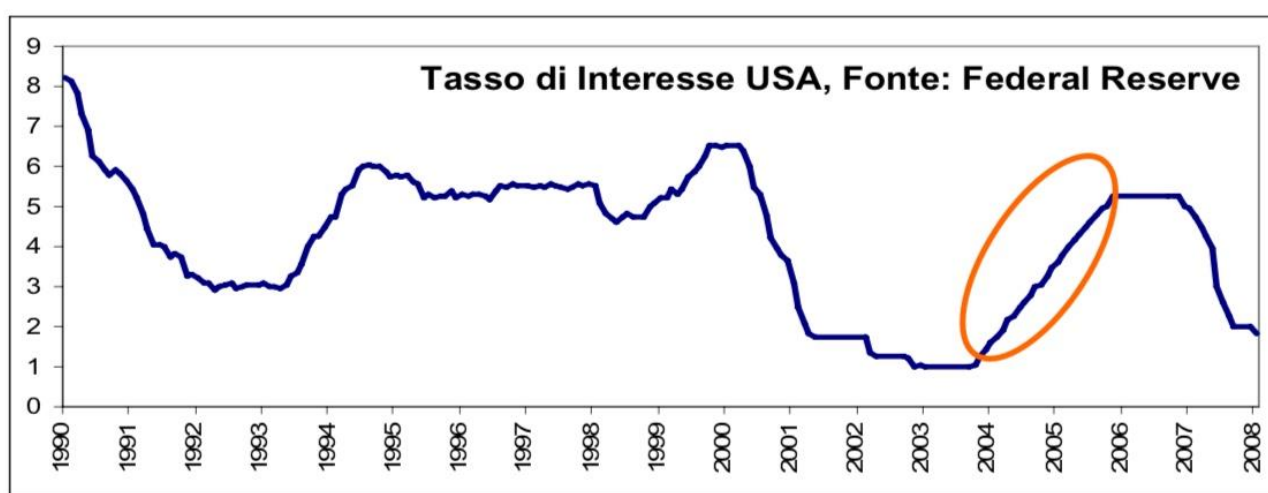
1.3 La diffusione della crisi

Il quadro dipinto finora mostra come la situazione, nei primi anni del XXI secolo, fosse ciò che

ogni persona potesse sperare. I cittadini che non erano mai stati in grado di acquistare una casa ora potevano permetterselo, gli istituti creditizi e gli investitori producevano profitti elevati e, inoltre, il rischio risultava così ben distribuito da sembrare quasi nullo. Purtroppo tale situazione stava raggiungendo l'apice e qualcosa si bloccò.

A partire dal 2004, come mostra la Figura 1, la Fed (Federal Reserve System, la banca centrale degli Stati Uniti) promosse la politica di innalzamento dei tassi di interesse in risposta alla ripresa dell'economia statunitense. Nel giro di due anni, essi aumentarono di ben 4 punti percentuali.

Figura 1 – Andamento dei tassi di interesse Usa nel periodo 1990-2008⁵



Con la crescita dei tassi di interesse, i mutui divennero sempre più costosi e difficili da ripagare. Aumentarono così i casi di insolvenza di famiglie divenute incapaci di restituire rate sempre più onerose. La domanda di immobili si ridusse e, se nel 2006 la crescita dei prezzi delle case si arrestò, a partire dal 2007 i prezzi iniziarono a cadere in modo considerevole. E' scoppiata la bolla immobiliare.

Le banche e gli istituti creditizi furono i primi ad essere colpiti. Infatti, tutte le istituzioni che avevano concesso molti mutui subprime iniziarono a registrare delle perdite sempre più grandi.

Ora, i mutuatari impossibilitati a ripagare le rate e la riduzione dei prezzi degli immobili portarono al blocco del flusso dei pagamenti che stava alla base del fenomeno della cartolarizzazione.

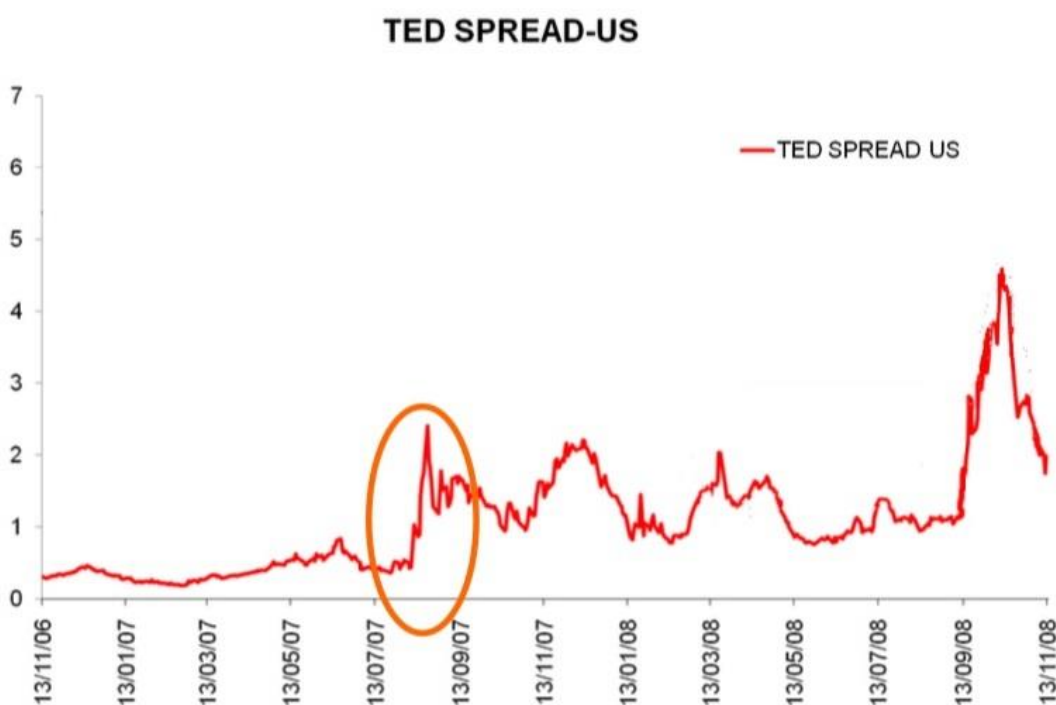
Dal 2007, infatti, le agenzie di rating iniziarono a declassare il merito di credito dei titoli

⁵ <https://www.federalreserve.gov/>

cartolarizzati (*downgrading*), rendendo quest'ultimi privi di valore ed illiquidabili. Le Società veicolo si ritrovarono a pagare gli interessi sui titoli emessi, ma non possedevano più entrate con cui farvi fronte. Furono quindi costrette a richiedere i fondi necessari alle banche che avevano emesso tali titoli ed avevano garantito linee di liquidità. Non tutte le banche, però, riuscirono a sostenere la garanzia. Alcune, infatti, non furono in grado di reperire la liquidità necessaria in quanto nessun istituto creditizio era disposto a far loro credito.

Vi fu, quindi, molta incertezza in merito alla reale distribuzione dei titoli strutturati nel sistema finanziario. Conseguentemente, il mercato interbancario subì un elevato aumento dei tassi di interesse e, con esso, aumentò anche la sua differenza rispetto al tasso di interesse sui Titoli di Stato americani (TED spread). “The TED spread is the difference between the interest rates on interbank loans and on short-term U.S. government debt (T-bills)”.⁶ Tale spread può essere considerato come il termometro della crisi.

Figura 2 – Differenza tra il tasso di interesse interbancario e il tasso dei titoli di stato americani⁷



Come si evince dalla Figura 2, a partire dal luglio del 2007, momento in cui iniziarono a verificarsi le prime perdite sui titoli emessi legati ai mutui subprime, il TED spread cresce e, insieme ad esso, la tensione nel mercato finanziario.

⁶ <http://intermarketandmore.finanza.com/ted-spread-non-sottovalutiamo-l-evidenza-36905.html>

⁷ <https://www.stlouisfed.org/>

In seguito, le tensioni sembrano affievolirsi, ma non vi è più la speranza di tornare ai livelli antecedenti l'estate del 2007. Nel settembre del 2008, infatti, la situazione precipita e, con il fallimento di Lehman Brothers, scoppia la crisi vera e propria (Adamo, 2009).

Analizzato il contesto, sorgono spontanee due domande:

1. Com'è possibile che la "febbre" protrattasi per un anno (estate 2007-estate 2008) abbia partecipato a far collassare i mercati finanziari nel settembre del 2008?
2. E in che modo il problema dei titoli obbligazionari legati ai mutui subprime, ossia un segmento pari al 3% delle attività finanziarie degli Stati Uniti, abbia mandato in crisi l'intero sistema finanziario mondiale?

Non esiste un unico capro espiatorio ai quesiti precedentemente posti, bensì ciò che ha provocato il crollo dell'economia, statunitense prima e mondiale in seguito, va ricercato in un insieme di fattori.

Una volta iniziate le ingenti perdite sui titoli legati ai mutui, gli investitori e gli istituti creditizi realizzarono che quei titoli finora ritenuti sicuri, fossero in realtà esposti ad un alto rischio.

Le banche iniziarono a valutare le proprie situazioni, in termini di quantità di titoli rischiosi acquistati e di perdite rilevate, e quelle delle altre banche.

Iniziò a crearsi una vera e propria **crisi di fiducia**: le banche non si fidavano più l'una dell'altra e, pertanto, vi fu una netta contrazione dell'offerta di credito tra gli istituti creditizi (Soros, 2012).

Tale sfiducia creatasi tra le banche portò al conseguente scoppio di una **crisi di liquidità**; facciamo un esempio.

Una banca deve ripagare dei creditori o dare soldi ad altri enti, ad esempio ad una Società Veicolo, ma non possiede direttamente tali fondi in quanto dati in prestito. Essa si trova in crisi di liquidità.

Di norma, in questa situazione, può rivolgersi al mercato interbancario e richiedere una somma in prestito ad un'altra banca, oppure al mercato finanziario.

Se, però, nel mercato interbancario e in quello finanziario viene a mancare la fiducia e non vengono più effettuati prestiti a vicenda, la crisi di liquidità può diventare un serio problema.

Come reagiscono, dunque, le banche?

Le banche in crisi, per continuare ad operare e non dichiarare bancarotta, adottano 2 strategie. In primo luogo iniziano a vendere le loro attività liquidabili, ossia le azioni e le obbligazioni in loro possesso, causando una caduta del valore dei titoli. Inoltre, oltre a vendere ciò che possono, mettono in atto una stretta creditizia verso famiglie e imprese.

La vendita delle loro attività liquidabili, però, è alla base del crollo delle Borse finanziarie. Ciò porta ad un continuo peggioramento dei bilanci delle banche stesse, le quali continuano a fidarsi sempre meno tra loro. Sono entrate in un ciclo da cui non sono più in grado di uscire.

Tali circostanze hanno portato alcuni tra i più grandi istituti di credito statunitensi a dichiarare bancarotta o intraprendere azioni di salvataggio:

- Lehman Brothers fallì
- Merrill Lynch fu inglobata dalla Bank of America
- AIG, Fannie Mae & Freddie Mac sono finite in amministrazione controllata dello Stato
- Bear Stearns è stata acquisita da JP Morgan
- Fortis è stata salvata dai Governi del BENELUX
- Northern Rock e la Banca di Scozia sono state salvate dal Governo inglese.

Altre grandi istituzioni, invece, evitarono il fallimento grazie all'intervento del Tesoro e della Fed.

La crisi, quindi, inizia sempre più ad assumere una natura sistemica, in quanto le forti turbolenze non riguardarono solo il mercato dei beni strutturati. Esse si estesero, prima ai mercati azionari, in particolare ai titoli delle società del settore finanziario e, in seguito, all'intero sistema finanziario.

Inoltre, poiché alcune banche dei paesi europei erano esposte, direttamente o indirettamente, al fenomeno dei mutui subprime, il "contagio" si estese anche in Europa.

1.4 Le conseguenze della crisi

Com'è possibile che un crollo del mercato immobiliare abbia generato un effetto così grande nelle principali economie mondiali?

Il problema nasce quando, a partire dal 2008, la crisi non interessò più solo il sistema finanziario, bensì si trasmise all'**economia reale** attraverso diversi meccanismi di contagio.

- Il primo fu la stretta creditizia da parte delle banche, il così detto **credit crunch**. Esso indica una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari (in particolare le banche) nei confronti della clientela (soprattutto imprese), in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta.⁸
- Rilevanti furono anche gli **effetti sul valore della ricchezza** immobiliare e mobiliare. Il crollo dei prezzi delle case e dei titoli azionari condussero ad una riduzione dei consumi da parte delle famiglie e degli investimenti nell'attività edilizia.
- Importanti furono anche gli **effetti sulle aspettative** delle imprese e delle famiglie. Infatti, il venir meno della fiducia nelle banche e nelle istituzioni finanziarie portò alla conseguente riduzione di scorte, investimenti e consumi.
- Inoltre, crebbe sempre più l'**avversione al rischio**. Nelle imprese e nelle famiglie aumentò la preferenza a detenere liquidità e ciò portò ad un'ulteriore riduzione dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni, diminuendo ulteriormente la ricchezza delle famiglie.
- Vi furono poi gli effetti inversi del **moltiplicatore del reddito**. Infatti, una volta che diminuì il reddito, diminuirono i consumi, quindi anche il numero di occupati e, di conseguenza, diminuirono maggiormente i consumi.
- Infine vi fu il problema delle **interdipendenze commerciali**. Al diminuire del reddito, diminuirono sia le importazioni che le esportazioni e, quindi, il reddito diminuì ulteriormente.

In questo modo, la crisi nata in ambito finanziario si trasformò presto in una **crisi economica** a livello globale, con un continuo calo dei prezzi delle case e il persistente crollo delle Borse.⁹

La forte interdipendenza e integrazione esistenti tra le varie economie a livello internazionale portò serie conseguenze nei paesi di tutto il mondo.

Vi fu una rilevante diminuzione della **produzione industriale**, anche se non ai livelli della crisi del 1929, che portò molti paesi ad affrontare una vera e propria recessione e un aumento della

⁸ [http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

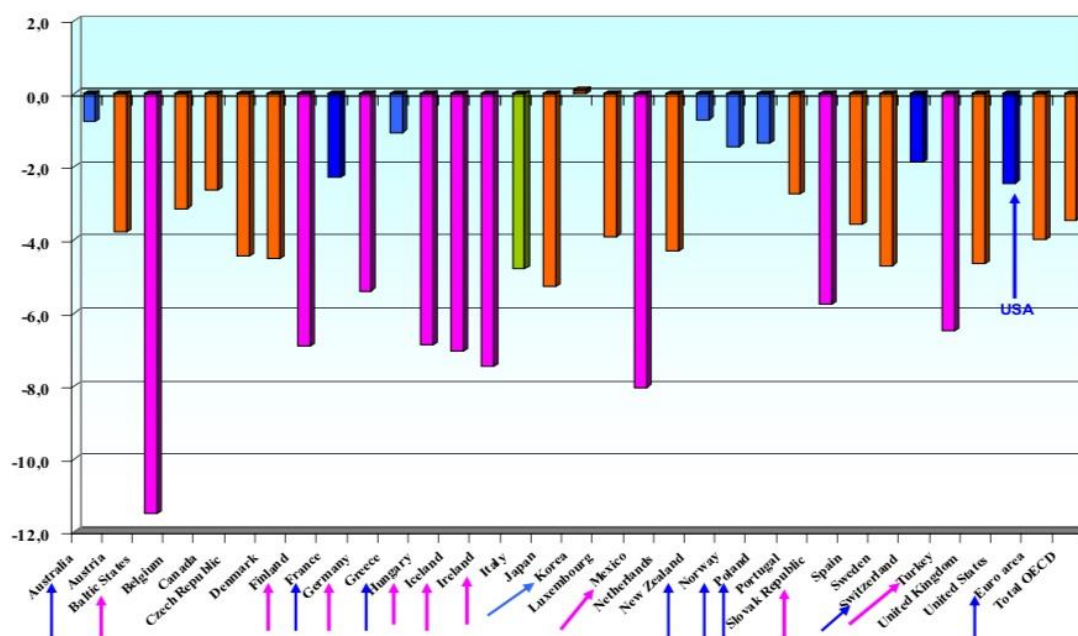
⁹ <https://politicasemplice.it/politica-italiana/conseguenze-della-crisi-finanziaria-internazionale-2007>

disoccupazione.

La crisi, inoltre, non si limitò ai soli Paesi industrializzati, come inizialmente sembrava. Essa, infatti, coinvolse anche i paesi emergenti che parevano immuni, decretando la prima caduta del PIL mondiale dal secondo dopoguerra. Solo la Cina e l'India registrarono aumenti del PIL nel 2009.

La Figura 3 mostra i risultati previsti per il PIL nel 2009 nei vari paesi OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico).

Figura 3 – Previsioni dei valori del PIL nei paesi OCSE¹⁰



Fonte: OCSE, Interim Economic Outlook

Oltre al PIL mondiale, anche il commercio internazionale si ridusse per la prima volta dal 1982, registrando una caduta dell'11% e, questo, colpì soprattutto i maggiori paesi esportatori, come la Germania.

Per quanto concerne l'Italia, la crisi non colpì profondamente il sistema finanziario italiano, bensì creò una pesante fase di recessione nell'economia reale a causa del calo della domanda estera e dei problemi strutturali irrisolti. L'Italia, infatti, fu il paese industrializzato con le peggiori performance economiche nel triennio 2008-2010.

¹⁰ <https://www.osce.org/it>

Una svolta ciclica della crisi è avvenuta a partire dal 2009 e nel 2010 si è avviata una certa ripresa, sostenuta soprattutto dai paesi emergenti, nonostante la disoccupazione, la cui dinamica è sempre in ritardo rispetto a quella della produzione, sia generalmente ancora aumentata nel corso del 2010.¹¹

1.5 Le risposte dei Governi e delle Banche Centrali

Una domanda sorge spontanea: “Come si sono comportati i Governi e le Banche Centrali dei paesi colpiti dalla crisi affinché la situazione potessi risollevarsi”?

I Governi perseguivano un obbiettivo primario, ovvero evitare che la crisi di liquidità conducesse al fallimento le banche e le istituzioni finanziarie dei rispettivi paesi. Ciò era di notevole importanza in quanto un possibile crollo dei sistemi finanziari nazionali avrebbe messo in crisi ogni aspetto dell’economia nazionale. Dunque, salvaguardare il sistema finanziario significava salvare l’intera economia di ogni paese.

In un contesto di crisi di liquidità, quindi, le Banche Centrali furono i fautori dei primi interventi a protezione e sostegno dei mercati finanziari. Esse iniziarono a condurre **politiche monetarie espansive**, ridussero i tassi d’interesse e introdussero agevolazioni per le concessioni di credito.¹² La situazione era così estrema che per mantenere stabile il sistema finanziario e fronteggiare la crisi di liquidità delle banche, furono condotte politiche fortemente espansive e attraverso modalità operative che non avevano precedenti nella storia del secondo dopoguerra (Fratianne e Marchionne, 2009).

Gli interventi di politica monetaria contribuirono alla stabilizzazione del sistema finanziario e del sistema creditizio, ma non furono sufficienti ad incentivare l’economia reale. Le banche, infatti, trattennero l’intera liquidità inserita nel sistema, senza così trasferirla agli agenti economici per fare investimenti.

La domanda di beni, quindi, non è stimolata dalle politiche monetarie durante una fase di recessione economica.

L’intervento da parte dei Governi fu estremamente necessario quando il livello della crisi si aggravò a partire dal settembre 2008.

Essi intervennero in varie misure:

- Fornire garanzie ai depositanti e a coloro che possedevano titoli bancari

¹¹ <https://politicasemplice.it/politica-italiana/conseguenze-della-crisi-finanziaria-internazionale-2007>

¹² <https://voxeu.org/article/federal-reserve-policy-responses-crisis-2007-08>

- Ricapitalizzare le banche o perfino nazionalizzarle
- Acquistare i titoli tossici.

Si trattò di una serie di interventi che non ebbero precedenti sia per quanto riguarda l'ammontare dei fondi stanziati, sia per l'alto livello di coordinamento realizzatosi tra i Governi a causa delle dimensioni della crisi.

Stati Uniti e Regno Unito furono i paesi che ricevettero maggiori fondi da parte dei propri governi. Per quanto riguarda l'Italia, la situazione fu meno grave rispetto ad altri paesi. Infatti, per il piano di salvataggio del sistema finanziario furono stanziati circa 40 miliardi di euro. Questo perché le perdite nel nostro sistema finanziario sono state minori, in quanto le banche italiane cartolarizzarono un numero limitato di mutui subprime e non acquistarono molti titoli legati ai mutui. Inoltre, la situazione della finanza pubblica italiana era peggiore rispetto agli altri paesi, con un elevato stock di debito pubblico.

I fondi stanziati per salvare il sistema finanziario non furono, però, i soli a permettere la ricrescita economica dei paesi colpiti dalla crisi.

I Governi, infatti, attuarono anche manovre di **politica fiscale**, erogando fondi volti a stimolare la domanda aggregata e a ridurre l'impatto della recessione. Per far ciò, si servirono innanzitutto dei cosiddetti **stabilizzatori automatici**, ovvero di "parametri del sistema fiscale in senso lato (aliquote delle imposte, trasferimenti dal bilancio pubblico) che hanno un effetto di stabilizzazione del ciclo economico senza che si debba ricorrere a interventi discrezionali da parte delle autorità di politica economica".¹³

Tali stabilizzatori si identificavano come aumenti della spesa pubblica e riduzioni della tassazione, generati in modo automatico dall'aumento dei contributi di disoccupazione e dal calo del gettito delle imposte sul reddito e sui consumi.

Gli effetti di tali manovre non furono sempre sufficienti e, in alcuni casi, i Governi dovettero ricorrere ad **interventi discrezionali**. Questi, però, furono limitati soprattutto in Europa, in quanto correva il rischio di oltrepassare i parametri imposti dal Patto di Stabilità e, in alcuni paesi, a causa dell'elevato debito pubblico.

Nonostante questi interventi non siano stati effettuati in grandi quantità, le politiche fiscali anticicliche portarono ad un sensibile incremento di deficit e debiti pubblici, innescando la bomba che porterà alla crisi dei debiti sovrani nel 2011.

¹³ http://www.treccani.it/enciclopedia/stabilizzatore-automatico_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

Concludendo, le politiche monetarie e fiscali adottate sembrano aver stabilizzato, almeno in parte, il sistema finanziario, stabilendo l'anno 2010 come inizio di una ripresa, seppur lenta e debole. Rimangono tuttavia alcuni problemi, come la rilevante espansione monetaria e l'elevata accumulazione di debito pubblico che, se non risolti, renderebbero effimera la ricrescita economica.

CAPITOLO SECONDO

Le conseguenze della crisi per le famiglie e le imprese

Finora abbiamo esaminato come la grande recessione conseguente alla crisi finanziaria fu la prima rilevante contrazione economica globale a partire dal secondo dopo guerra.

Tale shock economico colpì in particolar modo le imprese e le famiglie, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti, le concessioni di credito e i consumi.

2.1 Il credit crunch

Il nucleo dell'attività bancaria consiste nel trasferimento di risorse finanziarie da parte di soggetti economici che presentano eccedenze di tali risorse ad altri soggetti che ne necessitano. Questo processo è definito intermediazione creditizia e si concretizza attraverso le operazioni di raccolta da parte dei risparmiatori e le operazioni di impiego, ovvero per mezzo delle concessioni di prestiti a famiglie e imprese.

Se le grandi imprese hanno accesso ad un capitale proprio e, quindi, non hanno bisogno di aiuti da parte del sistema bancario, per le piccole e medie imprese il discorso risulta differente. Esse, a causa della loro dimensione, non hanno la facoltà di accedere direttamente al mercato dei capitali e sono costrette ad affidarsi al sistema creditizio. Tutto ciò crea, dunque, una forte connessione tra le banche e le imprese. Tale legame produce effetti positivi per entrambe le parti nelle fasi di crescita economica, ma, d'altro canto, effetti negativi nelle fasi di recessione.

La crisi dei mutui subprime, trasferitasi poi al sistema finanziario e all'intera economia reale, portò le banche ad una manovra di **credit crunch** in tutti i paesi occidentali (Colombini e Calabrò, 2011).

Il termine credit crunch significa letteralmente “stretta creditizia” ed indica un calo dell'offerta di credito.

Tale soluzione può essere messa in atto sulla base di contesti differenti. Di norma si manifesta successivamente ad un momento di espansione economica, quando le Banche Centrali innalzano i tassi d'interesse per evitare l'inflazione. Le banche, però, hanno la facoltà di ridurre l'offerta di credito qualora abbiano dei dubbi riguardo alla solvibilità dei loro clienti e, di conseguenza, aumentano i tassi d'interesse ed impongono maggiori garanzie.¹⁴

¹⁴ <http://www.italiafutura.it/>

Infine, come nel caso che stiamo analizzando, la stretta creditizia può essere la conseguenza di una forte crisi finanziaria.

Tale crisi ha infatti colpito pesantemente gli istituti creditizi delle maggiori economie mondiali, obbligandoli a diminuire le concessioni di credito. A differenza di una normale manovra di credit crunch, però, questa fu dovuta non solo a causa di comportamenti dal lato dell'offerta, ma anche da parte della domanda. Basti pensare alla fragilità del mercato immobiliare, al crollo della spesa per i consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese come motivi di una riduzione del credito da parte della domanda.

In ogni caso, qualunque sia la causa dominante, una stretta creditizia infligge gravi effetti nell'economia reale, in particolare per le famiglie e le imprese. Le prime sono indotte a limitare i consumi e le seconde a rielaborare i propri piani di investimento. (Panetta e Signoretti, 2012).

2.2 Le conseguenze della stretta del credito sulle imprese

Nel periodo antecedente lo scoppio della crisi, vi fu un netto miglioramento dei requisiti per accedere al credito, in particolare per le imprese. Ciò significa che non vi erano delle limitazioni così strette che impedivano ad un'azienda di richiedere e ricevere finanziamenti per perseguire i propri obiettivi.

Le imprese, quindi, estesero il loro indebitamento ottenendo due risultati: una continua crescita e un'appropriata remunerazione del capitale di rischio.

A partire dal 2008, però, la situazione iniziò a cambiare. Con l'avanzare della crisi, le banche trovavano difficoltà nel finanziarsi sui mercati dei capitali, le condizioni macroeconomiche riguardanti i mercati finanziari risultavano sempre più incerte e la qualità del credito era in continuo deterioramento. Tutti questi motivi, sommati alla nuova regolamentazione internazionale che prevedeva condizioni più restrittive nelle relazioni tra attivi di bilancio e patrimonio delle banche, condussero ad una limitazione dell'offerta di credito (Mizen, 2008).

Tali restrizioni portarono ad una più severa selezione della clientela da parte del sistema bancario, il quale, ora, valutava molto attentamente se e a chi concedere credito.

Questo portò ad un inasprimento del rapporto tra banche e imprese che, se prima sembrava essere di dialogo, ora divenne quasi conflittuale.

Le banche, infatti, trovandosi in crisi di liquidità, furono costrette a frenare la concessione di nuovi crediti anche alle imprese più stabili e a richiedere il rientro di quelli già erogati.

Le imprese, di conseguenza, si trovarono costrette a limitare o perfino eliminare gli investimenti

previsti, concludere i progetti già avviati e recuperare le risorse finanziarie investite. Vi fu quindi un grosso rallentamento dell'attività produttiva e un brusco calo dell'occupazione, i quali portarono inesorabilmente alla riduzione dei profitti (Domenichelli et al., 2011).

Il calo dell'occupazione, inoltre, insieme alla riduzione delle pensioni erogate dai fondi che possedevano grandi quantità di titoli tossici nei propri portafogli e alle paure per il futuro, condussero ad una rilevante riduzione dei consumi delle famiglie. Questo portò ad ulteriori conseguenze sulla produzione, sull'occupazione stessa e sui profitti.

Finora abbiamo capito che gli shock finanziari si trasmettono all'economia reale, riducendo in particolare la liquidità delle istituzioni finanziarie, le quali son costrette a contrarre l'offerta di credito, penalizzando il "mondo" delle imprese.

Tale contrazione, però, non colpisce allo stesso modo tutti i tipi di imprese, in quanto la struttura finanziaria e la facoltà di ottenere dei prestiti dipendono dalla loro età, dalla dimensione e dal genere dell'imprenditore. (Alper e Hommes, 2013). Se quindi per le grandi imprese, dotate di un ingente capitale proprio e di un elevato merito di credito, non fu un grosso problema la stretta creditizia attuata nel periodo successivo alla crisi, per le piccole e medie imprese non fu la stessa cosa.

Infatti, nei paesi in cui il sistema produttivo è formato per lo più dalle PMI (piccole e medie imprese), il calo dell'offerta di credito creò molti disagi.

Tali imprese, a causa della loro dimensione, non sono in grado di accedere al mercato dei capitali e, quindi, l'accesso al credito è il loro unico modo per reperire le risorse necessarie a finanziare i propri investimenti.

In questi tipi di imprese, a partire dal 2008 si manifestò una riduzione della domanda per realizzare nuovi investimenti. Le fonti di finanziamento esterno si ridussero e divennero più onerose; le banche aumentarono i tassi d'interesse sui prestiti, iniziarono a pretendere garanzie sempre maggiori, ridussero gli importi e le scadenze dei prestiti.

Il forte legame che esisteva tra banche e imprese inizia ad affievolirsi, danneggiando in particolare le aziende più piccole, in quanto erano le più indebitate e godevano di un debole potere contrattuale con le banche.

Inoltre, anche imprese sane e prolifiche, ma non in grado di finanziare i propri investimenti se non attraverso la concessione di credito, rischiarono di essere travolte dal fenomeno del credit crunch.

In Europa, tra il 2010 e il 2012, i tassi pagati dalle piccole e medie imprese hanno subito un

aumento. In Italia si registrò una crescita dell'1,9%, in Francia dello 0,5%, in Spagna del 1,5% e in Portogallo di un valore ancora più alto.

In Germania, invece, i tassi aumentarono solo dello 0,2%, in quanto le imprese tedesche ebbero a disposizione condizioni bancarie migliori, conseguenti alla sottoscrizione di Titoli di Stato della Germania.

Dal rapporto Financing Smes and Entrepreneurs 2013 diffuso ad aprile 2013 dall'OCSE, che riguarda un'indagine svolta su 25 paesi, emerse che nel 2011 le Piccole e medie imprese italiane con meno di 250 addetti, pur rappresentando il 99,9% del totale, con una copertura dell'80% della forza lavoro, riuscirono ad ottenere solo il 18,3% dei finanziamenti complessivi concessi alle imprese, mentre in Svizzera la percentuale raggiunse il 79%. Nel 2011, inoltre, le Pmi hanno registrato un calo dei prestiti bancari dell'1,9% rispetto al 2010.¹⁵

Il rapporto mostra come la stretta creditizia abbia colpito in particolare le Pmi, stabilendo una crescita negativa per la prima volta dallo scoppio della crisi finanziaria.

Inoltre, è stato rilevato che, nel 2011, le piccole e medie imprese registrarono una media del 5% per i tassi di interessi pagati, ben 1,7 punti percentuali in più rispetto ai tassi pagati dalle grandi imprese.

Infine, il rapporto fece emergere come il calo dei prestiti a queste imprese sia stato attuato non solo dalle grandi banche, ma anche da quelle più piccole. Ciò è rilevante in quanto, prima della crisi, le condizioni di accesso al credito nel territorio italiano erano migliorate proprio grazie alla concorrenza esercitata dalle banche più piccole nei confronti dei gruppi e delle grandi banche. Se nel 2010 le richieste di finanziamenti da parte delle Pmi non accolte erano l'8%, a fine 2011 il tasso salì fino al 19%.

Un altro aspetto importante che riguarda le Pmi fu avanzato dall'Associazione Artigiani Piccole Imprese di Mestre (CGIA) nel marzo 2013, dopo aver analizzato i dati di Banca d'Italia e dell'Associazione Bancaria Italiana (ABI).

Le analisi condotte fecero emergere che nel periodo da gennaio 2012 a gennaio 2013, nonostante la raccolta bancaria aumentò di 43,3 mld con un incremento del 2,5%, i prestiti diminuirono di 27,5 mld con una riduzione dell'1,4%. Sorse quindi spontanea una riflessione negativa sulle ragioni per cui, una volta aumentata la raccolta, non vi fu un conseguente aumento della concessione di prestiti. Ma il dato più rilevante fu che ben l'81% del valore totale dei finanziamenti fu destinato solo al 10% dei clienti bancari, ovvero i grandi gruppi o le società industriali. Il rimanente 19% spettava invece alle piccole e medie imprese e alle famiglie che

¹⁵ <https://www.fasi.biz/it/notizie/studi-e-opinioni/6999-ocse-pmi-difficile-accesso-ai-finanziamenti.html>

rappresentavano il 90% della clientela bancaria.¹⁶

La denuncia da parte della CGIA, però, divenne ancora più clamorosa quando fu computato il rapporto sulle insolvenze delle due parti. Infatti, al 30 settembre 2012 si rilevò che il tasso di insolvenza dei grandi gruppi e delle società industriali (il 10% degli affidati) fu del 78,3%. La parte alla quale vengono concessi più dell'80% del valore dei prestiti totali risulta, quindi, di bassa affidabilità, mentre famiglie e imprese, ovvero i più meritevoli, subiscono una pesante restrizione.

Le banche, di conseguenza, si trovarono nel mirino delle critiche, in quanto iniziarono ad essere accusate di non valutare correttamente il merito creditizio della clientela, oltre a non garantire una qualità ed un'allocazione del credito adatte alle reali esigenze degli affidati.

Le piccole e medie imprese videro quindi venir meno la facoltà di ottenere dei prestiti attraverso il sistema bancario, anche a causa della continua oscillazione della crisi del debito tra i paesi europei che destabilizzò i mercati finanziari.

Anche la possibilità di finanziarsi attraverso il canale borsistico, però, divenne sempre più piccola. Infatti, nei paesi in cui le quotazioni delle azioni erano basse, le imprese erano costrette a sostenere un costo molto più alto del capitale di rischio. In Italia, ad esempio, le obbligazioni erano emesse solo da medio-grandi imprese e il costo del finanziamento obbligazionario era elevato perché legato al tasso guida per i prestiti a lungo termine rappresentato dal rendimento dei BTP (Buoni del Tesoro Poliennali).

Un'altra indagine sulle conseguenze della crisi per le imprese italiane fu condotta dal Centro Studi CNA (Confederazione Nazionale dell'Artigianato) nell'aprile del 2013.

Essa rilevò come le imprese più colpite dalla crisi furono quelle del settore artigiano. I dati emersi dall'analisi, infatti, mostrarono come nel 2012 vi fu un tasso di crescita negativo dell'1,5% per quanto concerne il numero di nuove imprese artigiane iscritte in Camera di Commercio, contro il tasso di crescita positivo, seppur dello 0,1%, delle altre tipologie di imprese. Nel 2012 si sono registrate 122 899 cessazioni di aziende artigiane, ovvero l'8,4% delle imprese del settore iscritte nell'albo nel 2011. Per quanto riguarda le imprese non artigiane, invece, si contarono 281 024 cessazioni, il 6% delle aziende che risultavano registrate l'anno precedente.

¹⁶ <http://www.cgiamestre.com/il-credito-va-solo-alle-grandi-imprese/>

Tabella 1 – Cessazioni attività artigiane divise per settori.¹⁷

SETTORI	n. chiusure	Tasso cessazione	Tasso di crescita
MAGGIORMENTE A RISCHIO			
Sartorie e abbigliamento	4.085	12,9	-2,2
nautica, motocicli, accessori per auto	308	9,7	-5,5
Costruzione di edifici	12.284	9,6	-3,5
Tessile	1.035	9,4	-2,4
Pubblicità e ricerca di mercato	334	8,4	-6,5
IN CRISI MA CON LA SPERANZA DI AGGANCIARE LA RIPRESA			
Logistica e attività di supporto ai trasporti	253	10,7	1,1
Panetterie, gelaterie, pizzerie a taglio	5.226	10,7	1,7
Consulenza informatica e attività connesse	498	10,5	4,7
Calzature e pelletteria	1.356	10,2	0,0
Servizi di pulizia e tintolavanderie	334	8,7	5,1
IN LENTO DECLINO			
Apparecchiature elettriche e per uso domestico non elettriche	530	7,8	-3,7
Elettronica	346	7,6	-3,3
Fabbricazione di mobili	1.207	7,1	-3,4
Legno e prodotti in legno (escl. Mobili)	2.435	7,0	-3,9
Prodotti in metallo (escl. Macchinari e attrezzature)	5.106	6,8	-2,7
Ceramiche, piastrelle e prodotti in terracotta	1.175	6,7	-2,7
Meccanica	913	6,3	-3,2
Orificeria e lavorazioni dei metalli	85	6,2	-3,7
APPARENTEMENTE IN BUONA SALUTE			
Chimica	89	5,8	-1,2
Alimentari	2.219	5,7	0,6
Centri Estetici, acconciatori, lavanderie	8.222	5,5	-0,1
Commercio all'ingrosso e al dettaglio e riparazione di autoveicoli	4.528	5,4	-1,2
TOTALE ARTIGIANATO	122.899	8,4	-1,5

Fonte: Centro Studi CNA

La CNA, come notiamo dalla Tabella 1, ha inoltre classificato l'intero settore dell'artigianato al fine di rendere più chiaro lo studio effettuato.

Il "mondo" dell'artigianato venne quindi suddiviso in settori:

- **maggiormente a rischio**, dove le cessazioni più numerose coinvolsero le imprese edili;
- **in crisi ma con la speranza di una ripresa**, come la logistica, i servizi informatici e la ristorazione. Essi, nonostante le numerose chiusure, potevano confidare in un ritorno ai profitti in quanto lo stock, grazie alle nuove aperture, aumentò;
- **in lento declino**, dove non si registrarono molte cessazioni, ma vi furono poche

¹⁷ <https://www.cnatoscanacentro.it/artigianato-toscano-2012-in-calo-per-fatturato-e-occupazione/>

iscrizioni. Ne facevano parte le imprese il cui declino era già in atto ante crisi, la quale contribuì solamente ad accentuarlo;

- **vitali**, come il settore chimico, alimentare e del commercio all'ingrosso. Essi, al momento delle rilevazioni, registrarono un solido equilibrio tra chiusure e nuove iscrizioni.

Infine, ci fu un altro problema che contribuì a peggiorare la situazione finanziaria delle imprese in Italia: il ritardo nei pagamenti.

Innanzitutto, si allungarono i tempi di pagamento da parte della Pubblica Amministrazione che, se nel 2009 erano già di 128 giorni, nel 2012 raggiunsero i 189 giorni.

Inoltre, la crisi di liquidità che investì le imprese italiane nel periodo successivo alla crisi, portò ad un ritardo nei pagamenti anche tra le stesse imprese. Se nel 2009 si era arrivati ad un massimo di 88 giorni, nel 2012 l'allungamento dei tempi raggiunse i 96 giorni, passando per un picco di 103 gg nel 2011.¹⁸

Questi due problemi divennero il motivo principale del trasferimento delle tensioni, originatesi con la crisi, sulla liquidità del sistema produttivo. A causa di questo allungamento nei tempi dei pagamenti, le imprese iniziarono a rivolgersi all'usura che, tra il 2010 e il 2012, divenne la ragione di 150 000 cessazioni di attività (sulle 450 000 totali).

Fortunatamente, nel 2013, il Consiglio dei Ministri italiano sbloccò 40 miliardi di pagamenti della Pubblica Amministrazione a favore delle imprese, fornendo così liquidità ad esse con il fine di riavviare il processo produttivo e sanare i problemi della disoccupazione e dei consumi.

Riassumendo ciò che abbiamo esaminato finora, possiamo affermare che la situazione finanziaria delle imprese, da quando scoppiò la crisi, peggiorò a causa dell'ingente calo della produzione e della redditività. La crisi di liquidità generatasi condusse, da parte delle imprese ad una riduzione delle richieste di finanziamenti per nuovi investimenti, mentre da parte delle banche ad un razionamento dell'offerta di credito. Le difficoltà di accesso ai prestiti bancari, principale risorsa per i progetti d'investimento delle imprese, portò ad una grave situazione di mancanza di fondi che costrinse molte aziende a cessare la propria attività.

La stretta creditizia, quindi, fu imputabile alle sole banche nella fase iniziale della crisi, ma successivamente fu condizionata anche dal lato della domanda di imprese e famiglie.

L'effetto del credit crunch, infine, non colpì solo le imprese più fragili, bensì anche quelle con buone prospettive di crescita, producendo così un ulteriore danno al Paese. (Albereto e Finaldi,

¹⁸ <https://www.lavoce.info/archives/15886/pagamenti-della-pa-stato-pessimo-pagatore-ritardo-effetti-sui-fornitori/>

2012).

2.3 La riduzione dei redditi e dei consumi nelle famiglie

La crisi scoppiata negli Stati Uniti e poi diffusasi in gran parte del mondo coinvolgendo l'intera economia reale, non procurò danni ai soli mercati finanziari e al mondo delle imprese. Infatti, uno degli effetti più rilevanti che la crisi economica portò nella maggior parte dei Paesi fu un **impoverimento generale delle famiglie**.

Questo impoverimento, però, fu strettamente collegato alla crisi delle imprese. La contrazione dell'attività produttiva, generata dalla mancanza di fondi dovuta al calo dell'offerta di credito, condusse ad un crollo dei profitti. Tale crollo costrinse le imprese a rinunciare a nuovi investimenti e a compiere i primi tagli al personale. Molte famiglie, quindi, si ritrovarono in una situazione critica, in quanto almeno un membro restò senza lavoro.

Vi era, inoltre, un altro grave problema. Un gran numero di fondi finalizzati all'erogazione delle pensioni si trovarono a possedere ingenti quantità di titoli tossici all'interno dei loro portafogli. Ciò portò alla riduzione delle pensioni erogate, peggiorando ulteriormente le situazioni di alcune famiglie.

Tutto ciò, sommato ai timori per un futuro sempre più incerto, portò conseguenze negative per quanto riguarda i redditi e i consumi delle famiglie.

Durante la Recessione, il reddito disponibile delle famiglie diminuì notevolmente. La disoccupazione salì vertiginosamente e, inoltre, le imprese iniziarono a ridurre gli stipendi dei propri dipendenti, causando una caduta dei redditi da lavoro.

In generale, i lavoratori autonomi e tutti coloro che si trovavano in una condizione non professionale furono le categorie che accusarono un più elevato calo del reddito disponibile.

In Italia, ad esempio, i lavoratori autonomi subirono una diminuzione media del reddito del 9%, contro il 6% per i lavoratori dipendenti. Nel nostro Paese, inoltre, i valori del calo dei redditi disponibili variano a seconda dell'area geografica considerata. Il Nord fu la zona che più ne risentì, registrando un calo medio del 10,3%; il Sud e il Centro registrarono rispettivamente un calo dell'8,7% e del 7,3%.

Uno studio compiuto dall'ISTAT mostra, per di più, come i differenti valori del calo dei redditi dipendano da una serie di variabili. In Italia, ad esempio, coloro che possedevano un'abitazione di proprietà subirono un calo minore (7%) rispetto ai cittadini che vivevano in affitto (12,2%). I nuclei con un livello d'istruzione elevato del capofamiglia (diploma di scuola superiore o laurea) registrarono un calo medio del 6,15%, contro il 10,75% di quelli con un capofamiglia

senza un titolo di studio o con al massimo il diploma delle scuole medie.

Ora che abbiamo esaminato la dinamica dei redditi disponibili, cerchiamo di capire come reagirono i consumi durante la Recessione.

Le famiglie, avendo a disposizione redditi inferiori e trovandosi all'interno di un clima di fiducia negativo, iniziarono a tagliare le proprie spese e, in molti casi, ad attingere ai propri risparmi per riuscire a continuare a vivere.

La categoria di consumi che registrò il maggior calo fu quella dei beni durevoli, per i quali, non essendo beni di prima necessità, lo stock accumulato garantiva un flusso di servizi nel tempo. Consideriamo l'esempio del nostro Paese.

In Italia la spesa per beni durevoli diminuì del 37% e, se nel 2010 le famiglie che acquistavano tali beni rappresentavano il 40%, nel 2012 il dato scese al 34%. (Banca d'Italia, 2012).

Classifichiamo i beni durevoli in due categorie e osserviamo i cambiamenti avvenuti in ognuna di esse.

1. I **mezzi di trasporto**. La spesa per questa categoria diminuì, nel biennio 2010-2012 del 15% e la percentuale di famiglie che acquistò tali beni scese dal 9,3% al 7,4%.
2. Gli **elettrodomestici** e gli **oggetti da arredamento**. Tale categoria, che comprende anche cellulari, macchine fotografiche e lettori musicali, registrò un crollo molto più grave rispetto a quello dei mezzi di trasporto. La spesa, infatti, diminuì del 33,9% e le famiglie che acquistarono tali beni nel 2012 rappresentavano il 30%, contro il 35,4% del 2010.

Un altro studio sui consumi delle famiglie italiane nel periodo di crisi fu condotto da Confcommercio nel 2010. Da questo emerse che, in media, le famiglie del nostro paese, nel biennio 2008/2009, ridussero la spesa per consumi del 2,1%. Sembrava di essere tornati ai livelli precedenti il 1999.

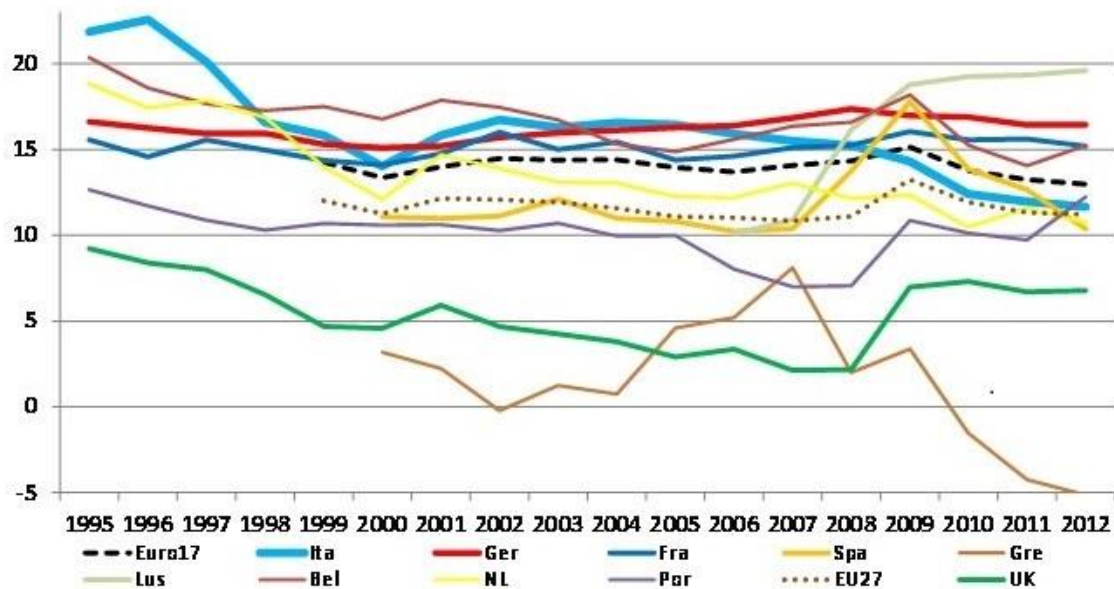
In particolare, risultò inizialmente un calo delle spese per le vacanze (-3,2%), ma diminuirono anche i consumi riguardanti i pasti, sia in casa che fuori casa (-3,2%), la mobilità e le comunicazioni (-3,1%) e l'abbigliamento (-3,1%). Risultarono in crescita, invece, le spese per la salute (+2,5%).

Secondo l'analisi di Confcommercio del 2010, i tempi di ripresa si prospettavano molto lunghi in quanto, oltre al livello dei consumi poco sopra i minimi storici, vi era l'ingente problema della disoccupazione. Senza una ripresa efficiente del mercato del lavoro, difficilmente si sarebbe osservata una crescita nella spesa reale per i consumi.¹⁹

¹⁹ <https://www.ilfattoquotidiano.it/2011/01/10/crisi-consumi-delle-famiglie-scesi-ai-livelli-del-1999/85625/>

Il crollo del reddito reale disponibile delle famiglie ha avuto conseguenze dirette sulla propensione al risparmio di esse, la quale diminuì fortemente. In Italia, in particolare, passò dal 22% del 1995, valore più alto registrato in Europa, all'11,7% nel 2012.

Figura 5 – La propensione al risparmio in Europa nel periodo 1995-2012.²⁰



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

La Figura 5 mostra la propensione al risparmio delle famiglie, espresso in valori percentuali, nei maggiori Paesi Europei tra il 1995 e il 2012.

Concludendo, nonostante le gravi conseguenze subite, le famiglie, in generale, si sono rivelate reattive e vitali cercando di evitare gli sprechi e mostrando più attenzione al rapporto qualità-prezzo. Assunsero un comportamento, riguardo alla spesa per consumi, atto a contenere maggiormente la perdita di benessere sofferta con la crisi. I consumatori, quindi, colsero le opportunità offerte dal mercato per ridurre al minimo gli effetti della recessione.

²⁰ <https://www.economiaepolitica.it/lavoro-e-diritti/distribuzione-e-poverta/le-conseguenze-della-crisi-per-le-famiglie-e-le-imprese/>

CAPITOLO TERZO

Il peso della politica fiscale su imprese con vincoli di credito

3.1 Il ciclo economico e la politica fiscale anticiclica

Sappiamo che l'economia di un Paese non mantiene lo stesso andamento nel tempo, bensì, in ottica di lungo periodo, esso tende a subire continui cambiamenti. Questi non sono nient'altro che un'alternanza di diverse fasi caratterizzate da livelli d'intensità differenti dovuti all'attività economica di un Paese o di un insieme di essi. Queste fasi costituiscono il cosiddetto **ciclo economico**. Per definizione, si definisce tale un "Andamento oscillatorio attorno a una tendenza di fondo (trend) che, nel breve periodo (ossia nell'arco di pochi anni), caratterizza la misura aggregata dell'attività economica, ossia il PIL".²¹

Un ciclo economico è formato da due fasi rilevanti, una ascendente ed una discendente, le quali possono, in alcuni casi, generare altre due "sotto-fasi" che vedremo a breve.

Nella fase ascendente, si verifica un boom dell'attività economica, si entra in un periodo di benessere e di grandi investimenti di capitali, osservando così una rapida crescita del PIL di un Paese. Le istituzioni finanziarie sono generose nel concedere crediti, le imprese aumentano le loro dimensioni e la produzione si espande. Una volta raggiunto il picco massimo dello sviluppo, inteso anche come punto più alto del ciclo economico, si entra in un periodo in cui il PIL inizia a diminuire e, quando il tasso di crescita di esso risulta negativo per almeno due trimestri consecutivi, ci si trova nella cosiddetta fase di recessione.

Se la situazione discendente persiste, si rischia di cadere nella fase di depressione, caratterizzata da un ristagno della produzione e da alti livelli di disoccupazione. Molte imprese sono costrette a dichiarare fallimento e il basso tasso di occupazione conduce ad una contrazione dei consumi. Questo è il punto più basso del ciclo.

Non appena si presenta un evento favorevole e il PIL inizia progressivamente a crescere, l'economia entra nella fase di ripresa e il ciclo può riiniziare.

L'intervallo che va da un punto di massimo del ciclo a quello successivo è chiamato durata del ciclo economico, mentre per ampiezza di esso s'intende la differenza misurata tra il massimo ed il minimo in valori di PIL.

Un ciclo economico, inoltre, è asimmetrico, in quanto la durata delle fasi di espansione, in genere, è maggiore di quella delle fasi di recessione. Ciò che cambia è la loro intensità: infatti,

²¹ http://www.treccani.it/enciclopedia/ciclo-economico_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

i periodi di sviluppo sono piuttosto lunghi, con un lento aumento del tasso di crescita del PIL, mentre i momenti di recessione sono più brevi, ma caratterizzati da una rapida del tasso stesso.

La crisi scoppiata a causa dei mutui subprime ha condotto prima gli Stati Uniti e in seguito molti altri Paesi ad una fase di recessione molto pesante e duratura, culminata poi nella fase di depressione. Il National Bureau of Economic Research (NBER), istituto di ricerca statunitense in campo macroeconomico ed economico politico, afferma come la riduzione del PIL negli Stati Uniti si sia registrata per ben 6 trimestri consecutivi, mentre in Italia per 5.

Non necessariamente la semplice natura dell'economia conduce al passaggio tra una fase ed un'altra. L'evento favorevole che porta alla graduale crescita del PIL a partire da una condizione di recessione, non sempre è sufficiente affinché l'economia inizi una fase di ripresa. Molto spesso, infatti, i Paesi sono costretti ad attuare una politica che favorisca l'andamento del ciclo o, in altri casi, che lo contrasti. A tal proposito, i governi agiscono su una serie di variabili macroeconomiche, le quali si suddividono in pro-cicliche e anticicliche. Le prime, come per esempio l'occupazione e i consumi, hanno un andamento correlato positivamente a quello del PIL, mentre le seconde, come il tasso di disoccupazione, sono correlate negativamente ad esso. Vi sono poi le variabili acicliche che non seguono una chiara correlazione con l'andamento del PIL.

Quando i governi di alcuni Paesi intervengono al fine di prevenire, superare o minimizzare gli effetti del ciclo economico, essi stanno attuando delle misure di politica anticiclica, in particolare di **politica fiscale anticiclica**. Si tratta di interventi da parte dello Stato che vertono sulle imposte e sulla spesa pubblica per beni, servizi e trasferimenti al fine di modificare le condizioni del sistema economico corrente per ottenere un obiettivo di stabilità (Andres et al., 2007).

In fasi di recessione, il governo di un Paese dovrebbe agire riducendo la tassazione e aumentando la spesa pubblica, attraverso nuovi investimenti che fungano da stimolo per l'economia. Durante il periodo di crisi, furono infatti erogati fondi con l'obiettivo di stimolare la domanda aggregata e ridurre l'impatto della recessione.

E' quindi l'espansione del deficit pubblico, in un periodo di crisi, la soluzione per ridefinire l'equilibrio economico. Tale politica vuole infatti ridurre l'ampiezza del ciclo, attraverso la spinta del PIL reale nella stessa direzione del PIL potenziale.

Una politica fiscale anticiclica si può presentare sotto due diverse forme.

Se si attua attraverso decisioni del governo volte a modificare il bilancio statale, si parla di politica fiscale **discrezionale**. Essa, però, necessitando di essere prima studiata e poi approvata dal parlamento, solitamente entra in azione con tempi di ritardo. Una politica espansiva di questo tipo, ad esempio, inizia ad essere efficace una volta che il PIL è già in crescita, rischiando di ampliare e non ridurre l'ampiezza del ciclo economico.

Esiste poi una forma di politica fiscale anticiclica che può essere attivata automaticamente, senza decisioni preventive da parte del governo. Un esempio può essere un paese con imposte progressive e sussidi di disoccupazione che, entrando in recessione, vede i redditi delle persone diminuire e la disoccupazione aumentare. Senza un intervento esplicito da parte del governo, l'aliquota media sul reddito diminuirà, in quanto essa è minore su redditi minori e i sussidi di disoccupazione aumenteranno.

In questo caso si parla di **stabilizzatori automatici**, parametri del sistema fiscale che agiscono senza ricorrere ad interventi discrezionali da parte delle autorità di politica economica, agendo quindi al momento e nel settore giusto.

Tali strumenti furono i più utilizzati durante la crisi, in particolare come aumenti della spesa pubblica e riduzioni delle tasse, generati automaticamente dall'aumento dei contributi di disoccupazione e dal calo del gettito delle imposte sul reddito e sui consumi. Essi, però, non furono del tutto sufficienti e i governi dei paesi in crisi dovettero ricorrere anche ad alcuni interventi discrezionali.

Una politica fiscale anticiclica, quindi, è uno strumento utilizzato per attenuare le fluttuazioni dell'attività economica, intervenendo sul mercato per frenarne la ripresa o contrastarne la depressione.²²

3.2 Effetti sulle imprese con vincoli di credito

Nella prima parte del capitolo, abbiamo esaminato gli strumenti attraverso i quali un governo può intervenire stabilizzando l'economia, cercando quindi di limitare le fluttuazioni dell'attività economica e di minimizzare gli effetti del ciclo economico.

In questa parte cerchiamo di capire, attraverso lo studio condotto da Philippe Aghion, David Hemous ed Enisse Kharroubi nel paper intitolato “*Credit Constraints, Cyclical Fiscal Policy and Industry Growth*” del marzo 2009, come manovre di politica fiscale più anticicliche possano avere effetti positivi sulla crescita delle imprese, in particolare quelle aventi vincoli di credito.

²² <http://www.treccani.it/enciclopedia/anticiclico/>

Nel lavoro condotto da Aghion, viene inizialmente presentato un modello di crescita endogeno semplice, dove vi è la possibilità di scegliere se intraprendere investimenti di breve periodo, che non aumentano lo stock di conoscenza all'interno dell'economia, o di lungo periodo, volti ad incrementare la produttività. Il completamento di quest'ultimi, però, è soggetto ad un rischio di liquidità. Le imprese, quindi, potranno raccogliergli i frutti solo se in grado di superare lo shock di liquidità generatosi in un periodo intermedio.

Le imprese con un ingente stock di capitale investiranno in progetti a lungo termine, come in R&S, nell'istruzione o nello sviluppo finanziario, senza preoccuparsi troppo del rischio di uno shock di liquidità. Le imprese con vincoli di credito, invece, non disponendo di grossi capitali, sono costrette ad agire diversamente. Esse, infatti, investiranno prima in progetti a breve termine, generando quei flussi di cassa necessari a superare lo shock.

Il ciclo economico, però, interferisce con le decisioni di investimento in progetti di lungo periodo a causa di un effetto concernente le dimensioni del mercato. Infatti quest'ultime, durante una recessione, sia per progetti a breve sia per quelli a lungo, sono minori rispetto ad una fase di boom economico. Ciò implica, innanzitutto, che le imprese, nei periodi di recessione, investiranno meno in progetti a lungo termine volti ad aumentare la produttività, in quanto le dimensioni dei mercati per essi sono contenute.

Assunto questo, però, un qualsiasi intervento di politica economica attuato al fine di aumentare le dimensioni dei mercati porterebbe le imprese a continuare ad investire in progetti di lungo periodo, aumentando così lo stock di conoscenze nei vari settori.

Una politica fiscale anticiclica, quindi, cercando di attenuare gli effetti del ciclo economico, condurrebbe ad una crescita della produttività da parte delle aziende che tornerebbero ad investire nel lungo termine.

Aghion, all'interno del suo lavoro, cerca di capire se la crescita di un settore sia positivamente influenzata da una correlazione tra una politica fiscale anticiclica e la dipendenza finanziaria esterna del settore o la tangibilità delle attività.

La dipendenza finanziaria esterna è misurata come la media, tra tutte le imprese in un dato settore, del rapporto tra spese in conto capitale meno il flusso di cassa corrente e le spese totali in conto capitale.

La tangibilità delle attività, invece, è misurata come la media, tra tutte le imprese in un determinato settore, del rapporto tra il valore delle proprietà nette, degli impianti e delle attrezzature rispetto al totale delle attività.

Le differenze nella dipendenza finanziaria e nella tangibilità delle attività tra le varie industrie

dipendono dalle differenze nella tecnologia, le quali persistono nel tempo tra i vari Paesi.

Per verificare l'esistenza della correlazione sopracitata, viene utilizzato un modello di regressione su un campione di 17 Paesi OCSE, facendo regredire i risultati della crescita (produzione, produttività del lavoro) attraverso un indicatore che rifletta il grado di anti ciclicità della politica fiscale e l'interazione di tale indicatore con una misura dei vincoli di credito delle imprese.

Dai risultati empirici trovati emerge come i settori in cui operano imprese che dipendono maggiormente da finanziamenti esterni o con una minore tangibilità degli asset, sono quelli che rispondono positivamente, in termini di crescita, ad una politica fiscale anticiclica (coefficiente di interazione positivo tra politica fiscale anticiclica e dipendenza finanziaria esterna).

Tale politica, concentrata in particolare sulle spese governative più che sulle entrate, aumenta le dimensioni dei mercati e induce le imprese ad investire in progetti a lungo termine, ad esempio in Ricerca e Sviluppo. In una fase di crisi economica, quindi, dove le dimensioni dei mercati sono minori, un aumento delle spese governative porta ad una massimizzazione degli incentivi per intraprendere gli investimenti a lungo termine, aumentando così la crescita economica nei vari settori (Aghion et al., 2008).

All'interno del paper, in seguito, vengono spiegati anche gli effetti di una politica fiscale anticiclica sulle imprese con una dipendenza finanziaria esterna negativa. Esse sono caratterizzate da un ammontare delle spese in conto capitale inferiore al valore dei fondi generati internamente e, quindi, non hanno bisogno di richiedere prestiti per intraprendere i propri progetti.

Come rispondono tali imprese ad una manovra anticiclica di politica fiscale?

Abbiamo precedentemente visto come nelle industrie aventi vincoli di credito, il termine d'interazione tra politica anticiclica e dipendenza finanziaria esterna sia positivo.

Per valutare il comportamento delle imprese aventi dipendenza finanziaria negativa, è opportuno scomporre il termine d'interazione in due componenti, uno per tali imprese e uno per quelle con dipendenza positiva.

Una volta diviso, il termine di interazione tra la politica fiscale anticiclica e la dipendenza finanziaria risulta positivo per le imprese con vincoli di credito, negativo, invece, per quelle con dipendenza finanziaria esterna negativa.

Un valore positivo del termine di interazione per le industrie dell'ultimo tipo implicherebbe che

una manovra di politica fiscale anticiclica conducesse ad una riduzione della crescita, bensì che ad un aumento.

La dimensione e la significatività statistica del coefficiente di interazione stimato, invece, risultano maggiori per la componente positiva, mentre la componente negativa non si rivela sempre significativa. Ciò significa che sia improbabile che le imprese con una dipendenza finanziaria esterna negativa siano legate a vincoli di credito e quindi sensibili ai cambiamenti nella ciclicità della politica fiscale.

Abbiamo quindi capito che, anche se l'impatto di una politica di stimolo fiscale anticiclica sul PIL aggregato potrebbe essere limitato nel breve periodo, potrebbero esserci vantaggi economici significativi in termini di crescita di lungo periodo. Tali vantaggi, infine si riscontrano in particolare nei settori che includono imprese con una dipendenza finanziaria esterna positiva o con una minore tangibilità delle attività.

3.3 La politica fiscale anticiclica tra spese ed entrate governative

In questa ultima sezione cerchiamo di esaminare che impatto abbiano rispettivamente il lato delle entrate e quello delle uscite governative su una manovra di politica fiscale anticiclica.

In particolare vogliamo valutare se un ramo della politica fiscale influenzi in modo più significativo la crescita di un'industria rispetto all'altra.

Per far questo è necessario far interagire, sempre attraverso un modello di regressione, il fattore di dipendenza finanziaria delle imprese o la tangibilità delle loro attività con un modello anticiclico sia delle entrate che delle uscite governative.

Una volta effettuata la regressione, che troviamo esplicitata nel paper di Aghion, si nota come non vi siano rilevanti differenze nella dimensione e nella significatività dei coefficienti di interazione associati alle due misure di politica fiscale. Essi, infatti, interagiscono significativamente allo stesso modo con la dipendenza finanziaria delle imprese o con la tangibilità dei loro attivi.

Si ottengono i medesimi risultati anche prendendo in considerazione i rapporti tra entrate e spese statali sul PIL reale rispetto che sul PIL potenziale.

A questo punto, per ottenere informazioni più rilevanti su questi risultati, Aghion, nel suo lavoro, separa i pagamenti e le entrate degli interessi governativi al fine di prendere in esame esclusivamente le spese e le entrate governative primarie.

L'interazione tra dipendenza finanziaria esterna delle imprese e tali aspetti risulta anch'essa significativa. A differenza della precedente visione d'insieme, però, emerge che l'impatto di una politica fiscale anticiclica attuata sul lato delle spese governative primarie è, in media, il doppio rispetto a quello di una politica anticiclica sul lato delle entrate statali primarie (Aghion et al., 2009).

I risultati ottenuti mostrano come l'effetto positivo di una politica fiscale anticiclica sulla crescita delle imprese coinvolga sia il lato della spesa sia quello delle entrate di uno Stato.

Il fatto che il termine di interazione stimato per le spese primarie sia il doppio di quello stimato per le entrate primarie, inoltre, conferma la nozione secondo cui una politica fiscale anticiclica influenza in modo positivo la crescita di un settore attraverso un effetto di dimensione del mercato. Questo perché una manovra anticiclica che verte sulle spese governative ha un effetto più diretto sulla domanda di prodotti delle imprese rispetto a quello esercitato da un'azione anticiclica sulle entrate, la quale influenza indirettamente la domanda attraverso l'impatto sui vincoli di bilancio degli agenti.

Ciò risulta più evidente prendendo in considerazione le spese primarie piuttosto che quelle totali. Quest'ultime, infatti, comprendono pagamenti di interessi da parte del governo, i quali non hanno alcun effetto diretto sulla domanda aggregata di prodotti delle imprese.

Una politica anticiclica che verte sulle spese governative ha, quindi, un effetto molto rilevante nella crescita delle imprese. Ciò conferma l'effetto stabilizzante di tale politica sui rendimenti degli investimenti volti a migliorare la produttività consolidando le dimensioni del mercato nel corso del ciclo economico.

Una prova che dimostra quanto una politica fiscale anticiclica sia più efficace nell'aumentare la crescita di un settore attraverso le spese piuttosto che le entrate, è l'analisi della spesa in Ricerca e Sviluppo da parte delle imprese.

Per prima cosa ricordiamo che una manovra anticiclica porta ad effetti positivi sulla crescita delle imprese con maggiori vincoli di credito, in quanto le incoraggia ad intraprendere investimenti a lungo termine volti ad accrescere la produttività economica.

In particolare, si noti come l'interazione tra politica anticiclica e crescita della spesa in R & S sia significativamente positiva. Ciò significa che le imprese, in particolare quelle più legate ai finanziamenti esterni, mostrano un aumento delle spese in ricerca e sviluppo quando è in atto una manovra di politica fiscale anticiclica.

Inoltre, scomponendo il sistema fiscale nelle sue due misure, risulta che l'effetto positivo sul tasso di crescita degli investimenti in R & S derivi principalmente dal modello anticiclico delle

spese governative. Il coefficiente stimato per l'interazione tra crescita della spesa in ricerca e sviluppo e modello anticiclico delle entrate statali, invece, non risulta significativamente diverso da zero.

Questo rappresenta un'ulteriore evidenza di un canale di dimensioni di mercato che sta dietro l'impatto positivo della politica fiscale anticiclica sugli investimenti in R & S e, quindi, sulla crescita dell'industria.

Conclusioni

Nel corso del lavoro, abbiamo esaminato come una crisi scoppiata nel settore immobiliare statunitense si sia rivelata un dramma per l'economia dei maggiori Paesi del mondo.

Essa, infatti, non colpì semplicemente l'andamento del mercato delle abitazioni, ma si trasferì prima al sistema finanziario e, in seguito, all'intera economia reale.

Alcune istituzioni finanziarie che avevano acquistato una serie di titoli tossici furono costrette a fallire, altre furono tratte in salvo solo grazie agli interventi governativi e delle banche centrali. A partire dal 2008 il tasso di crescita del PIL dei maggiori Paesi mondiali divenne negativo, registrando cali e perdite per molti trimestri consecutivi.

In quegli anni si era creata una vera e propria crisi di fiducia tra gli operatori economici di ogni settore. Il mercato interbancario cessò di funzionare, generando un ingente calo dell'offerta di credito. Le imprese, in particolare quelle di piccola e media dimensione, dovettero rinunciare ad intraprendere nuovi investimenti in quanto l'unica fonte di finanziamento a cui potevano accedere, il prestito bancario, divenne strettamente più selettivo. Ciò creò disoccupazione ed un arresto della crescita, i quali contribuirono a danneggiare le condizioni delle famiglie. Quest'ultime, causa aumento della disoccupazione e riduzione dei redditi, si vedevano costrette a ridimensionare i propri consumi e ad iniziare ad utilizzare i risparmi finora accantonati.

Gli ultimi anni del primo decennio del XXI secolo furono caratterizzati, quindi, da un clima di tensione, che trascinò l'economia mondiale in una fase senza precedenti.

La ripresa, nonostante sia stata lenta e macchinosa, iniziò ad intravedersi con i primi interventi governativi, attraverso manovre di politica fiscale anticiclica. Questa, finalizzata ad attenuare le fluttuazioni del ciclo economico, permise ai Paesi, attraverso un aumento delle spese governative o per mezzo degli stabilizzatori automatici, di intravedere una graduale crescita economica. Attraverso l'elaborato di Philippe Aghion, abbiamo visto come una tale politica fiscale sia la risposta giusta ai problemi nati dalla crisi, grazie alla correlazione positiva tra esse e la crescita dell'industria. Un intervento di politica anticiclico conduceva le imprese, in

particolare quelle con vincoli di credito, a ritornare ad intraprendere i progetti a lungo termine, accrescendo così la produttività dei diversi settori.

Concludendo, se da un lato la grande crisi portò l'economia mondiale ad una lunga fase di recessione, dall'altro vi è la consapevolezza che, a fronte di nuovi pericoli, i Paesi del mondo saranno sicuramente più preparati e accorti nelle loro azioni. Inoltre, rimane aperta la questione se l'analisi effettuata sugli effetti di una politica fiscale anticiclica sulla crescita delle imprese possa essere trasferita anche alla sfera monetaria dell'economia. Una risposta positiva a questo quesito sarebbe molto importante in quanto la politica monetaria può essere più facilmente modificata nel tempo rispetto a quella fiscale, accorciando così i tempi di ripresa.

Bibliografia:

ADAMO R., 2009. *La Finanza Etica. Principi, strumenti e finalità*. Edizioni Scientifiche Italiane.

AGHION P., ANGELETOS M., BANERJEE A. e MANOVA K., 2008. *Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity-Enhancing Investment*. NBER Working Paper No 11349.

AGHION P., HEMOUS D. e KHARROUBI E., 2009. *Credit Constraints, Cyclical Fiscal Policy and Industry Growth*. NBER Working Paper No. 15119.

ALBERETO G. e FINALDI RUSSO P., 2012. *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*. Questioni di Economia e Finanza. Occasional Papers n.127-Banca d'Italia.

ALPER O. e HOMMES M., 2013. *Access to Credit among Micro, Small and Medium Enterprises*. International Finance Corporation.

ANDRES J., DOMENECH R. e FATAS A., 2007. *The stabilizing role of government size*. Journal of Economic Dynamics and Control, Elsevier, vol. 32(2), 571-593.

BANCA D'ITALIA, 2012. *Supplementi al Bollettino Statistico. Indagini campionarie. I bilanci delle famiglie italiane nell' anno 2012*. Anno XXIV, Numero 5.

COLOMBINI F. e CALABRO' A., 2011. *Crisi finanziarie. Banche e Stati. L'insostenibilità del rischio di credito*. Università di Pisa.

DOMENICHELLI O., PACE R., VALLESI M., 2011. *Mutui subprime, investimenti e struttura finanziaria: gli effetti reali della crisi finanziaria sulle imprese*. Quaderni Monografici Rirea n. 92.

FRATIANNI M. e MARCHIONNE F., 2009. *Il ruolo delle banche nella crisi finanziaria dei subprime*. Economia Italiana.

MIZEN P., 2008. *The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, vol. 90, No 5.

PANETTA F. e SIGNORETTI F.M., 2010. *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*. Questioni di economia e finanza. Occasional Papers n. 63-Banca d'Italia.

SOROS G., 2012. *La crisi globale e l'instabilità finanziaria europea*. Hoepli.

Sitografia:

<http://www.businessdictionary.com/>

<https://www.confindustria.it/>

<http://www.consob.it/>

<https://www.corriere.it/>

<https://www.federalreserve.gov/>

<https://www.ilfattoquotidiano.it/>

<https://www.ilsole24ore.com/>

<https://www.lastampa.it/>

<https://www.osce.org/it>

<http://www.treccani.it/>

CECCHETTI S., *Federal Reserve policy responses to the crisis of 2007-08: A summary*.

Disponibile su <<https://voxeu.org/article/federal-reserve-policy-responses-crisis-2007-08>>

[Data di accesso: 26/01/2019].

DE SANDO V., *OCSE: Pmi, difficile accesso ai finanziamenti*. Disponibile su <

<https://www.fasi.biz/it/notizie/studi-e-opinioni/6999-ocse-pmi-difficile-accesso-ai-finanziamenti.html> [Data di accesso: 5/02/2019].

MINETTI R., *I rischi della stretta creditizia*. Disponibile su <<http://www.italiafutura.it/>>

[Data di accesso: 3/02/2019].

MONTELLA M., *Le conseguenze della crisi per le famiglie e le imprese*. Disponibile su

<<https://www.economiaepolitica.it/lavoro-e-diritti/distribuzione-e-poverta/le-conseguenze-della-crisi-per-le-famiglie-e-le-imprese/>> [Data di accesso: 5/02/2019].

ROMANO G., *Ritardo nei pagamenti della Pa: l'effetto è a catena*. Disponibile su <<https://www.lavoce.info/archives/15886/pagamenti-della-pa-stato-pessimo-pagatore-ritardo-effetti-sui-fornitori/>> [Data di accesso: 9/02/2018].

RQUOTIDIANO, *Crisi, consumi delle famiglie ai livelli del '99. Ripresa prevista per il 2012*. Disponibile su <https://www.ilfattoquotidiano.it/2011/01/10/crisi-consumi-delle-famiglie-scesi-ai-livelli-del-1999/85625/> [Data di accesso: 8/02/2019].

Anticiclico. Disponibile su <<http://www.treccani.it/enciclopedia/anticiclico/>> [Data di accesso: 14/02/2018].

Artigianato Toscano: 2012 in calo per fatturato e occupazione. Disponibile su <<https://www.cnatoscanacentro.it/artigianato-toscano-2012-in-calo-per-fatturato-e-occupazione/>> [Data di accesso: 09/02/2019].

Cartolarizzazioni. Disponibile su <<https://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Cartolarizzazioni.shtml?uuid=3ea06d4c-5803-11dd-93cb-a54c5cfcd900DocRulesView=Libero>> [Data di accesso: 15/01/2019].

Ciclo economico. Disponibile su <http://www.treccani.it/enciclopedia/ciclo-economico_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/> [Data di accesso: 15/02/2019].

Credit crunch. Disponibile su <[http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)> [Data di accesso: 18/01/2018].

Il credito va solo alle grandi imprese. Disponibile su <<http://www.cgiamestre.com/il-credito-va-solo-alle-grandi-imprese/>> [Data di accesso: 08/02/2019].

La crisi finanziaria del 2007-2009. Disponibile su <<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>> [Data di accesso: 09/01/2019].

Le conseguenze della crisi finanziaria internazionale del 2007. Disponibile su <<https://politicasemplice.it/politica-italiana/conseguenze-della-crisi-finanziaria-internazionale-2007>> Data di accesso: 12/01/2019].

Leverage. Disponibile su <<http://www.treccani.it/enciclopedia/leverage/>> [Data di accesso: 12/01/2019].

Leverage: cos'è e come funziona? Disponibile su <<https://www.icer.it/leverage-cose-funziona/>> [Data di accesso: 12/01/2019].

Stabilizzatore automatico. Disponibile su <http://www.treccani.it/enciclopedia/stabilizzatore-automatico_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/> [Data di accesso: 14/01/2019].

TED Spread: non sottovalutiamo l'evidenza! Disponibile su <<http://intermarketandmore.finanza.com/ted-spread-non-sottovalutiamo-l-evidenza-36905.html>> [Data di accesso: 10/01/2019].