

## La Crisi Bancaria Svedese degli inizi anni '90

Guido Ascari e Paola Elena Brignoli

Siamo nel mezzo di una crisi finanziaria e reale tanto pervasiva e globale che sta coinvolgendo tutti i paesi, dai più sviluppati a quelli in via di sviluppo. Il confronto con le precedenti crisi finanziarie sorge spontaneo, sia per trarre importanti lezioni su come gestire la crisi e su come ristabilire la stabilità finanziaria e bancaria sia per delineare i possibili scenari evolutivi. Un riferimento piuttosto significativo è da molti considerato la crisi del '29; tuttavia un confronto più interessante in quanto temporalmente più vicino può essere la **crisi bancaria che ha coinvolto i paesi del Nord Europa negli anni '90**, con particolare riferimento al caso svedese. Per capire come la crisi è stata affrontata è utile inizialmente comprendere i fattori che hanno portato le principali banche svedesi a sperimentare perdite tali da mettere a rischio la loro stessa solvibilità e la stabilità del sistema bancario nel suo complesso.

### **Genesi e Sviluppo della crisi Svedese**

Un ruolo chiave tra i fattori scatenanti fu giocato dal processo di liberalizzazione dei mercati finanziari e dalla successiva risposta ad opera degli intermediari finanziari. Verso la fine degli anni '70 e durante gli anni '80 la maggior parte dei paesi industrializzati sperimentò un **processo di liberalizzazione dei mercati finanziari e creditizi**. Il sistema finanziario svedese era altamente regolato; il processo di liberalizzazione cominciò nel 1978 con l'abbattimento del tetto sui tassi d'interesse applicati sui depositi. Questa fu la prima misura di un lungo processo di *deregulation* che terminò nel 1990 con l'autorizzazione concessa alle banche straniere all'apertura di filiali sul territorio svedese. Le principali misure che favorirono la liberalizzazione furono le rimozioni: (i) nel 1983 dell'obbligo di detenere titoli di Stato per soddisfare i vincoli sulla percentuale di titoli liquidi; (ii) nel 1985 del limite massimo all'ammontare totale di prestiti concessi dalle banche commerciali; (iii) nel 1985 del vincolo sui tassi di interesse applicati ai prestiti da parte delle banche; (iv) nel 1989 di ogni vincolo agli scambi internazionali in valuta. Precedentemente, l'esistenza di vincoli sui prestiti e sui tassi di interesse applicati dalle banche determinava una condizione di razionamento del credito e una conseguente selezione tra tutti i potenziali debitori. Data la stretta **relazione banca-debitore**, la banca possedeva una vasta gamma di informazioni circa la condizione patrimoniale del debitore ed era perciò in grado di definire con precisione il rischio di credito associato. La banca inoltre monitorava costantemente il comportamento del debitore notando eventuali comportamenti che avrebbero minato la solvenza del debitore. L'abolizione dei limiti sui tassi di interesse e l'ingresso di nuovi operatori sul mercato sconvolse il contesto in cui gli istituti si trovavano ad operare. Il processo di *deregulation* produsse un **mercato del credito molto più competitivo** dove la concorrenza tra i vari istituti si basava prevalentemente sulla **variabile strategica del tasso di interesse**. La pressione competitiva e la presenza sul mercato di nuovi operatori produssero una spinta al ribasso dei tassi di interesse applicati sui prestiti e portarono gli istituti a perseguire una politica aggressiva di espansione dei prestiti in risposta

alla crescente domanda da parte di famiglie e imprese. **L'esplosione dei prestiti** fu testimoniata dal continuo aumento del rapporto tra prestiti e prodotto interno lordo, a partire dal 1985. In quell'anno i prestiti rappresentavano poco meno dell'80% del PIL, mentre negli anni '90 erano pari al 130% del PIL (Jonung et al., 1996). Una simile politica fu associata alla **rottura del tipico rapporto banca-debitore**. Le banche cominciarono a emettere prestiti a un numero sempre crescente di soggetti, con cui non intrattenevano un rapporto di stretta collaborazione. Proprio la ridotta conoscenza della situazione patrimoniale del debitore influenzò negativamente la capacità delle banche di valutare correttamente il rischio di credito e ridusse notevolmente la capacità di monitorare e influenzare il comportamento del debitore. A una simile politica di espansione dei prestiti si associò uno spostamento del portafoglio prestiti verso settori fortemente ciclici, quali quello delle costruzioni. In seguito alla liberalizzazione e all'espansione dei prestiti le banche non furono più in grado di finanziare i prestiti con i depositi e cominciarono ad orientarsi verso il mercato per trovare i finanziamenti per i propri impieghi: aumentò così il ricorso al mercato della moneta e ai finanziamenti esteri, tipicamente più volatili e costosi. **Il ricorso a fonti di finanziamento esterne al fine di espandere i prestiti** fu testimoniato da un aumento del volume di prestiti maggiore dell'aumento del volume di depositi, come mostra la Figura 1. I prestiti delle banche come percentuale dei loro asset totali aumentarono di circa 10 punti percentuali nel periodo compreso tra il 1985 e il 1990. Nello stesso periodo la quota dei depositi si ridusse dello stesso ammontare (Drees and Pazarbasioglu, 1995). Un simile cambiamento sul fronte dell'offerta di credito allentò i vincoli di bilancio delle **famiglie** e delle imprese che ne limitavano la capacità di indebitarsi. In un contesto di elevata inflazione come quello di inizio anni '80, l'aumento della competitività nel settore bancario e finanziario, e la totale deducibilità degli interessi sui prestiti bancari determinarono tassi di interesse reali netti negativi sostanzialmente per tutti gli anni '80 (Figura 2). Questo provocò **un incremento notevole della domanda di prestiti con un corrispondente aumento del livello di indebitamento delle famiglie**. Le famiglie sperimentarono così una riduzione del rapporto tra risparmi/reddito disponibile e un aumento del rapporto tra indebitamento e reddito disponibile che raggiunse livelli record nel periodo tra il 1989 e il 1991 (Figura 3). Il crollo del rapporto risparmi-reddito disponibile fu testimoniato dal crollo del rapporto dal 5% nel 1980 al -3.4% nel 1987 (Figura 2). Inoltre la maggior parte dei prestiti furono contratti a **tasso variabile**. Tipicamente a un simile tasso si associa un maggior rischio sostenuto dal debitore e connesso a variazioni del tasso di interesse di riferimento. Gli istituti sottovalutarono le problematiche connesse alla natura di tale tasso, ossia la possibilità che un aumento dei tassi di interesse potesse determinare un aumento del rischio di insolvenza del debitore. L'incremento della domanda di credito da parte delle famiglie si tradusse nell'**acquisto di beni durevoli e di immobili**. L'aumento della domanda di immobili determinò una spinta al **rialzo del prezzo degli stessi**, pari ad un aumento medio annuo del 18,2% tra il 1985 ed il 1990 (Jonung et al., 1996). La disposizione delle banche a finanziare fino al 100% del valore dell'immobile costituì un ulteriore incentivo a contrarre mutui per l'acquisto della casa. L'aumento del prezzo degli immobili determinò un corrispondente

incremento del valore del collaterale contro cui le famiglie potevano indebitarsi per finanziare ulteriori consumi e investimenti immobiliari. Si determinò così un boom di consumi finanziato attraverso l'indebitamento delle famiglie.

Nello stesso periodo **i titoli azionari esplosero**, con un aumento medio annuo dell'indice di mercato di borsa svedese pari al 17% tra il 1985 ed il 1990. Si venne così a creare una retroazione tra bassi tassi di interesse, aumento dei consumi e acquisto di immobili, aumento del valore degli immobili e conseguentemente del valore del collaterale e ulteriore incremento dell'indebitamento delle famiglie per finanziare altri consumi o investimenti. Il continuo aumento del prezzo degli immobili, percepito come costante e perenne, spinse sia sempre più famiglie a contrarre debiti, sia alcuni investitori a finanziare i loro investimenti con un elevato grado di leva.

Al processo di *deregulation* non fu associato solo un aumento dell'indebitamento delle famiglie ma anche un **incremento dell'indebitamento delle imprese**. In seguito alla riduzione dei tassi di interessi applicati sui prestiti si verificò un aumento degli investimenti, principalmente nelle costruzioni residenziali e commerciali, e nei servizi. Le imprese contrassero anche debiti in valuta estera. L'aumento dell'indebitamento delle imprese pesò negativamente sul rapporto debito-capitale proprio.

Il clima di crescita economica positiva sostenuta dai consumi e dagli investimenti, la riduzione della disoccupazione al di sotto del 2%, l'aumento del reddito disponibile, del valore degli immobili e dei titoli contribuì a sviluppare aspettative estremamente positive da parte degli operatori sull'andamento dell'economia che li spinsero a indebitarsi ulteriormente. In un simile contesto gli incentivi al risparmio precauzionale erano minimi e nessuno considerò l'ipotesi di un capovolgimento della situazione economica dovuto a un aumento del tasso di interesse o a una riforma del regime fiscale. In un contesto di forte indebitamento, i debitori erano estremamente vulnerabili ad eventuali shock negativi, principalmente riguardanti i tassi di interesse.

Verso la fine degli anni '80 i dati mostravano come l'economia svedese stesse sperimentando un **periodo di crescita sopra la media**. La crescita del PIL era superiore al suo trend; nel periodo 1985-1990 il PIL reale aveva registrato una crescita media annuale pari al 2,3% ed un tasso di inflazione (CPI) medio del 6,2%. A livello macroeconomico il contributo principale alla crescita arrivò dai consumi privati che aumentarono del 2,3% all'anno fra il 1985 ed il 1990, in seguito all'andamento positivo di occupazione, reddito e ricchezza. Il boom economico fu anche caratterizzato da un'elevata attività di investimento, che fu in media pari al 20,6% del PIL tra il 1985 ed il 1990.

In un simile contesto **la politica monetaria** fece poco per limitare gli effetti della *deregulation* in quanto **concentrata sul mantenimento del tasso di cambio costante**.

Il **crollo del sistema avvenne nel periodo 1989-1990** in concomitanza con una serie di eventi di natura internazionale e nazionale. I tassi di interesse internazionali aumentarono a causa della politica monetaria restrittiva attuata dalla banca centrale tedesca in seguito al processo di riunificazione. Come noto ciò portò alla **crisi del Sistema Monetario Europeo**, che coinvolse in pieno anche la Svezia. Come molte banche centrali aderenti allo SME, la banca centrale svedese aumentò i tassi d'interesse nel tentativo di mantenere la parità

di cambio e contrastare gli **attacchi speculativi sulla corona svedese**. Dopo aver alzato notevolmente il tasso overnight, nel novembre 1992 la banca centrale decise di abbandonare lo SME e lasciar fluttuare il cambio, con una immediata e forte svalutazione della corona svedese. Allo shock sui tassi di interessi si aggiunse anche la riforma del sistema della tassazione che era stata fin qui rimandata. Nel 1990-1991 fu promossa una riforma del sistema che ridusse la deducibilità degli interessi. Tale riforma associata a una stretta da parte dell'autorità di politica monetaria determinarono un incremento nel tasso di interesse al netto delle tasse. La riduzione del livello di inflazione, in seguito alla stretta monetaria, contribuì a innalzare ulteriormente il tasso reale di interesse. **Il tasso di interesse reale post-tassazione sui prestiti bancari una volta raggiunto il minimo, negativo, intorno al 1990, cominciò a salire e aumentò ininterrottamente fino al 1992 quando raggiunse il massimo del 9%** (Jonung et al., 1996). L'aumento dei tassi di interesse aumentò il costo dell'indebitamento sia per le famiglie che per le imprese che cominciarono a modificare i loro comportamenti e ad aggiustare il loro bilancio. Si sperimentò così una **riduzione drastica dei prestiti** che nel periodo precedente avevano alimentato la crescita economica del paese e conseguentemente **si ridussero i consumi e gli investimenti**. Lo shock dei tassi di interesse contribuì a **sgonfiare la bolla** che si era creata **sui mercati immobiliari e azionari**. Sul fronte immobiliare, l'aumento del costo del denaro diminuì i nuovi investimenti e l'acquisto di nuove case, riducendo la domanda di immobili e spingendo al ribasso il loro prezzo. La riduzione del prezzo degli immobili determinò una riduzione corrispondente nel valore del collaterale, peggiorando la situazione delle famiglie che si trovarono con mutui dal valore superiore a quello del collaterale sottostante. La riduzione del valore della ricchezza posseduta dalle famiglie, riconducibile al crollo dei titoli che detenevano in portafoglio e al valore degli immobili, contribuì ulteriormente alla caduta dei consumi che a loro volta determinarono l'aggravarsi della situazione sui mercati azionari e immobiliari all'interno di un circolo vizioso da ciclo *boom-bust*. Il tasso di risparmio che nel periodo precedente era stato negativo in seguito alla forte espansione dei consumi e dell'indebitamento cominciò ad aumentare fino a raggiungere l'8% nel 1993. Il processo di aggiustamento delle famiglie prevedeva inoltre la vendita degli asset, che aveva come effetto quello di deprimerne ulteriormente il valore. A questo si aggiunse il fattore tasso di cambio: numerose imprese avevano contratto debiti in valuta estera e la svalutazione della corona svedese aumentò il valore domestico dei debiti contratti in valuta. Le imprese più colpite furono quelle operanti nel settore immobiliare, nelle costruzioni e nel settore finanziario. Le imprese dovettero così affrontare problemi nel reperire risorse sul mercato. In questa fase anche imprese considerate solide erano a rischio **fallimento** in quanto incapaci di fronteggiare i problemi di liquidità per mancanza di nuovi finanziamenti. In breve tempo il numero di fallimenti raggiunse livelli record. L'accumulazione di perdite da parte di imprese non finanziarie, i fallimenti in cui alcune erano incorse e le difficoltà di pagamento sperimentate dalle stesse sommate a quelle sperimentate dalle famiglie caratterizzate da livelli alti di indebitamento si tradussero in un numero elevato di sofferenze (***non-performing-loan***) per le banche. Tutti questi fattori

determinarono **il trasferimento delle perdite dalle famiglie e dalle imprese al settore finanziario e bancario, mettendo a rischio il sistema bancario.**

Nella fase iniziale della crisi la maggior parte delle perdite fu dovuta alla crisi del mercato immobiliare (4/5 delle perdite totali nel 1991 e 1/2 nel 1992). Le perdite registrate nel 1991-1992 sui crediti potevano essere così scomposte: circa il 7% del totale delle perdite era dovuto alle famiglie che non riuscivano più a fronteggiare il pagamento dei prestiti contratti; la maggior parte delle perdite, attorno al 70-75% era attribuibile a imprese non finanziarie, mentre una quota tra il 10 ed il 15% era dovuto a imprese finanziarie svedesi. Il 5% era associato a debitori esteri mentre il restante 3-4% ad altre categorie di debitori (Drees and Pazarbasioglu, 1995). **Infine nel 1993 le perdite sui prestiti bancari ammontavano all'11% del PIL.**

Con l'aumento dei tassi di interesse, il prezzo degli immobili in discesa così come il prezzo delle azioni, le imprese finanziarie coinvolte nel finanziamento di imprese che si occupavano di immobili cominciarono a sperimentare le prime perdite già a partire dall'estate del 1990. La prima compagnia finanziaria a sospendere i pagamenti fu la Nyckeln nel 1990. Il sorgere dei primi problemi attirò l'attenzione verso tutte quelle imprese finanziarie caratterizzate da una maggior esposizione al settore immobiliare. Queste compagnie sperimentarono in questo periodo problemi di finanziamento non riuscendo a far fronte alle loro esigenze di liquidità, mettendo a rischio la loro stessa solvenza. Inizialmente la crisi delle imprese finanziarie fu concepita come un fenomeno isolato ma ben presto fu chiaro come la crisi avrebbe avuto ricadute pesanti sul sistema bancario in quanto le banche erano tra i principali finanziatori di tali imprese.

**Nel 1991 due delle principali sei banche svedesi ebbero i primi problemi finanziari e necessitavano di capitale al fine di rispettare i vincoli minimi richiesti.** Tali problemi, inizialmente concepiti come circoscritti, si diffusero rapidamente al sistema bancario nel suo complesso.

### ***La reazione di politica economica: la soluzione Svedese***

Nell'autunno 1991 Nordbanken, una delle principali banche svedesi, la cui composizione azionaria prevedeva anche una partecipazione di maggioranza dello Stato, fece le prime previsioni di ampie perdite sui prestiti effettuati e lo Stato decise di sottoscrivere circa l'80% di una nuova emissione di capitale. Allo stesso tempo, un'altra banca, Forsta Sparbanken, registrò ingenti perdite e lo Stato fornì una garanzia di 3.8 milioni di corone svedesi su un prestito volto a garantire la ricostruzione della banca. Nel marzo 1992 il Governo concesse alla Forsta Sparbanken un prestito di 3.8 milioni di corone svedesi a un tasso agevolato e 3.5 milioni di corone a titolo di garanzia sui depositi.

Nella primavera del 1992 Nordbanken necessitava ulteriori interventi da parte dello Stato. Per facilitare la ricostruzione della banca, lo Stato acquistò tutte le outstanding azioni della banca e poi divise la banca in due entità: una "good bank" e una "bad bank", Securum. La seconda ricevette tutti gli asset tossici mentre la "good bank", che continuava ad operare sotto il nome di Nordbanken, rimase con tutti gli asset validi. Oltre a queste misure, lo Stato fornì alla "good bank" 10 milioni di corone in equity capital mentre alla "bad bank" 24 milioni di corone in equity capital e 10 milioni in garanzie sui prestiti.

Nel settembre dello stesso anno fu reso noto che Gota Group, nella quale rientrava Gota Bank, la quarta banca più grande, non avrebbe rispettato i vincoli minimi di capitale richiesti entro la fine dell'anno a causa delle ingenti perdite. Per promuovere la stabilità del sistema ma soprattutto la fiducia nella stabilità dello stesso, lo Stato assunse tutti gli impegni della banca, mentre lasciò fallire la compagnia madre Gota AB. Lo Stato assunse il controllo della banca come soluzione ad interim e fornì una garanzia sui prestiti di 10 milioni di corone svedesi. Tutti gli asset tossici furono trasferiti a una "bad bank", Retriva, e il resto degli asset furono venduti all'asta e in seguito la banca fu fusa con Nordbanken.

A questo punto risultò chiaro che i problemi del sistema bancario erano tali da **richiedere misure globali e la ristrutturazione del sistema non poteva più essere affidata a misure ad hoc, specifiche per ogni istituto**. Come prima misura quindi nel settembre 1992 il Governo annunciò **una garanzia ufficiale da parte dello Stato a tutti i depositanti e a tutte le controparti delle banche svedesi**. La garanzia era volta a garantire la stabilità del sistema dei pagamenti e la salvaguardia dell'offerta di credito. Questa misura aveva come obiettivo quello di ridurre la paura del pubblico di eventuali fallimenti bancari e di eliminare il rischio del fenomeno della "corsa agli sportelli", ristabilendo la fiducia nel sistema finanziario e bancario. Tutte le banche svedesi erano autorizzate a richiedere l'intervento dello Stato. Intenzionalmente **non fu fissato alcun limite alla garanzia posta dallo Stato** al fine di minimizzare i costi di ulteriori supporti futuri qualora quelli già messi in atto fossero falliti e nessun vincolo temporale oltre il quale la garanzia avrebbe perso efficacia. Sempre al fine di rafforzare la fiducia degli operatori nel sistema, il Governo promosse **una politica di massima trasparenza**, volta ad informare il pubblico di tutte le misure intraprese per contenere e superare la crisi in corso. Il Parlamento approvò la garanzia nel dicembre dello stesso anno. Con questa legge, lo Stato venne autorizzato a fornire garanzie sui depositi, effettuare iniezioni di capitale e a promuovere tutte le misure necessarie a risanare il sistema bancario, senza un tetto massimo alla spesa per simili operazioni.

Un'altra componente importante della gestione della crisi fu l'istituzione del Bankstödsnämnd, **Bank Support Authority (BSA)**, un organismo separato dal Ministero per le Finanze e dalla banca centrale svedese, Riksbank, il quale cominciò ad operare nel maggio del 1993. Questo organismo poteva contare sulla partecipazione di imprese ed esperti stranieri caratterizzati da una maggior competenza in ambito di gestioni di crisi bancarie. Il suo compito era quello di **analizzare i bad asset delle banche e la loro capacità di ritornare a produrre profitti nel medio-lungo termine**. All'analisi ad opera della BSA era condizionato il supporto dello Stato ai singoli istituti.

A livello operativo, le banche che richiedevano l'intervento della BSA vedevano i loro asset valutati secondo criteri uniformi. Il criterio adottato fu quello della massima trasparenza nel valutare gli asset delle banche e le perdite attese. In tal modo furono **resi noti i problemi delle banche** riuscendo così a definire con precisione l'ammontare di capitale richiesto. La BSA assegnò un valore realistico agli asset delle banche, fornendo **stime in modo tale da non dover rivedere successivamente al rialzo le perdite attese**. La stima realistica delle perdite a cui si sarebbe andati incontro promosse un maggior grado di fiducia e

confidenza nel sistema. Fu costruito quindi un modello di previsione per l'andamento finanziario e la profittabilità dei vari istituti sul medio periodo (3-5 anni), che tenesse conto di tutte le informazioni rilevanti, quali: la valutazione degli asset e del bilancio complessivo della banca, i dati e le previsioni macroeconomiche, la situazione attuale e l'evoluzione del sistema finanziario nel suo complesso. Sulla base di queste valutazioni, le banche furono divise in tre categorie: banche A, banche B, banche C (Andersson and Viotti, 1999):

- Nella categoria A rientravano le banche con problemi di liquidità a breve termine, ma il cui rapporto di capitalizzazione sarebbe rimasto entro i limiti. La soluzione adottata dalla BSA per questi istituti fu quella di mercato con iniezioni di capitale da parte degli azionisti.
- Nella categoria B rientravano invece gli istituti con problemi più gravi a breve, ma comunque profittevoli nel medio-lungo periodo. Si decise che il rapporto di capitalizzazione potesse temporaneamente scendere sotto il minimo dell'8%, richiedendo iniezioni di capitale da parte degli azionisti. Per incentivare gli azionisti a sottoscrivere gli aumenti di capitale, l'operazione fu supportata da una garanzia fornita dallo Stato. Tale garanzia poteva trasformarsi in sottoscrizione di capitale qualora il vincolo dell'8% sui requisiti di capitale non fosse stato rispettato. Anche in questo caso, la filosofia era quella di privilegiare in primo luogo l'intervento degli stessi azionisti con iniezioni di capitale, e solo in seguito l'intervento dello Stato. Infine la maggior parte degli asset tossici di queste banche furono trasferiti presso le "bad banks".
- Nella categoria C rientravano invece le banche tecnicamente fallite, con capitale pressoché nullo. Questi istituti furono lasciati fallire o furono nazionalizzati e fusi con altre banche più solide, a seconda di quale fosse l'alternativa con un minor costo sociale.

In assenza di una soluzione privata e qualora l'istituto non fosse considerato di importanza vitale per la stabilità del sistema, questo sarebbe lasciato fallire. Questa ipotesi si verificò nel caso di Gota AB che fu lasciata fallire nel 1992.

Per salvare due delle principali banche svedesi, fu ideata la ormai celebre divisione in **"good bank"** e **"bad bank"**. Il beneficio di questa misura risiede nella scissione degli asset della banca tra due istituti: gli asset problematici tra cui i *non-performing-loan* furono trasferiti all'interno di una nuova unità istituita ad hoc, nota come **Asset Management Company (AMC)** mentre gli asset solidi della banca furono lasciati in seno all'istituto originario. Un valore di mercato venne assegnato agli asset tossici trasferiti presso le AMC, propriamente capitalizzate dallo Stato. Questa operazione, al cuore della ricetta svedese per la crisi, ha tre aspetti importanti. In primis, la scissione degli asset consentì alla "good bank", una volta liberata dai bad asset e dalla loro gestione, la ripresa delle normali operazioni. Secondo, **gli asset tossici non furono immediatamente liquidati da parte dell'istituto ma furono trasferiti presso le AMC e in questo risiede parte del successo della gestione svedese.** Nel mezzo di una crisi finanziaria, una soluzione efficace deve cercare di fermare il processo di *stress selling*. Infatti, la necessità di vendere i titoli per fare fronte alle proprie obbligazioni, determina: (i) la sottovalutazione di questi titoli o prestiti, in un momento di scarsità della domanda; (ii) l'amplificazione ulteriore della caduta libera del prezzo degli asset. Questo a sua volta non fa che

peggiore la situazione finanziaria di altri istituti aggravando la crisi. La soluzione migliore consiste nell'aspettare e liquidare gli asset in futuro, una volta che i prezzi degli asset sono tornati su livelli considerati normali. Questo fu chiaro nel 1992-1993 quando i prezzi degli immobili, ad esempio, erano chiaramente sotto il loro valore di equilibrio di lungo periodo. Una liquidazione immediata del collaterale avrebbe contribuito a ridurre ulteriormente il prezzo delle case. Terzo, i **“bad asset” furono trasferiti a una asset management company**, esterna alla banca stessa. Il vantaggio di disporre di unità specifiche ad hoc è dovuto al maggior **grado di specializzazione di questi istituti**, alla possibilità di sfruttare economie di scala, e legata all'arco temporale impiegato per la dismissione degli stessi. La AMC non è spinta da una logica di profitto a breve e può aspettare il ritorno a normali condizioni di mercato prima di liquidare i suoi asset, procedimento che può richiedere un arco temporale prolungato. Un eventuale svantaggio associato invece consiste nella perdita di informazioni che si verifica nel momento in cui un *non-performing-loan* passa sotto la gestione della AMC che non ha seguito tutte le fasi del prestito.

Il punto di svolta si ebbe nel novembre 1992 con la decisione della banca centrale svedese di abbandonare il cambio fisso. Ne seguì un processo di svalutazione della corona che aumentò la competitività dei beni svedesi e favorì il decollo delle esportazioni. Ebbe così inizio la ripresa che fu principalmente trainata dalla domanda estera. Una volta abbandonato il cambio fisso, la politica monetaria si focalizzò sulla crescita, promuovendo una **politica monetaria espansiva** volta a rilanciare la domanda interna. Fu così che la banca centrale svedese ridusse i tassi di interesse. Toccato il massimo nel 1992, i tassi di interesse cominciarono un lento processo di riduzione. Nel gennaio 1993 la Riksbank annunciò una politica di *inflation targeting*, con efficacia a partire da gennaio 1995, fissando il target al 2% con una banda di oscillazione dell'1%. La riduzione dei tassi di interesse fermò il crollo continuo del prezzo degli asset e rallentò la pressione sul sistema bancario. Una politica monetaria espansiva associata allo stabilizzarsi del valore degli asset migliorò la condizione di famiglie e imprese. Nonostante il funzionamento degli stabilizzatori automatici e il seguente peggioramento del deficit di bilancio, gli effetti sulla domanda interna di una politica monetaria e fiscale espansiva furono comunque ridotti e il contributo della domanda interna alla ripresa fu minimo. Il tasso di risparmio delle famiglie rimase alto, indicando un continuo processo di adeguamento dei bilanci delle famiglie e delle imprese.

### ***I costi della crisi***

Il processo di aggiustamento svedese viene spesso preso di riferimento come modello di successo per la gestione di crisi finanziarie e bancarie in quanto evitò casi di *bank-run* e il sistema bancario continuò a funzionare senza alcun fenomeno di *credit crunch*. L'aspetto fondamentale che viene spesso citato a supporto del “modello svedese” fu il costo sostenuto dai contribuenti. Inizialmente il costo per salvare il sistema bancario fu pari al 3,6% del PIL o 65 milioni di corone, l'equivalente attuale di 18.3 milioni di dollari, determinando un notevole aumento del deficit di bilancio e del debito pubblico. Il deficit di bilancio nel 1993 raggiunse il 12% del PIL; tale deficit fu principalmente dovuto ai generosi stabilizzatori automatici svedesi. Ciononostante oggi si calcola che il



**costo finale dell'operazione per i contribuenti sia stato sostanzialmente nullo, se non addirittura leggermente positivo** (Jonung, 2009).<sup>1</sup> È questo un risultato che non ha quasi precedenti in altri casi di gestioni di crisi finanziarie. Questa riduzione dei costi effettivi sostenuti fu dovuta alla liquidazione da parte delle AMC degli asset che avevano ereditato dalle banche in crisi. Tali asset furono venduti alcuni anni dopo quando il sistema si era stabilizzato e il valore di questi asset era tornato su un livello normale. Il Governo e i contribuenti guadagnarono sulla differenza del valore degli asset. In questo modo fu ampiamente perseguito l'obiettivo di minimizzare i costi sostenuti dai contribuenti, alla base dell'intervento del Governo.

**Se i costi per i contribuenti furono ridotti, i costi macroeconomici invece furono ingenti**, nonostante l'intervento da parte delle autorità svedesi per arginare la crisi fu tempestivo ed efficace. Il livello di disoccupazione, ai minimi negli anni precedenti lo scoppio della bolla, aumentò notevolmente fino ad assestarsi all'8%. I principali indici disponibili sull'andamento dei prezzi degli asset subirono un consistente processo di deflazione (nel periodo 1991-1993 il prezzo delle case diminuì del 26,5% annuo). Tra il 1991 e il 1993, la contrazione media annua del PIL fu del 2%, quella dei consumi del 1,6% e quella dell'investimento di circa il 12% (Jonung et al., 1996).

**La relativa velocità di uscita dalla crisi e il costo pressoché nullo per i contribuenti sono i fattori citati per segnalare il caso svedese come modello di successo di *crisis management***. Per valutare l'effettivo successo occorre considerare due ulteriori fattori. Il primo riguarda l'**occupazione**. Un aumento notevole del tasso di disoccupazione può portare molti lavoratori ad uscire dalla forza lavoro, contenendo le statistiche sulla disoccupazione. Un dato più significativo risulta dunque quello sull'occupazione totale. In riferimento ai costi reali della crisi in un'ottica di medio periodo può essere interessante esaminare la dinamica dell'occupazione per osservare quanto il sistema ha impiegato per recuperare i livelli di occupazione precedenti alla crisi. La Figura 4 mostra i dati sull'occupazione svedese: per tornare ai livelli occupazionali dei lavoratori full-time del 1987 (due anni prima del massimo del ciclo) la Svezia ha impiegato quasi 14 anni! (i dati relativi ai lavoratori part-time mostrano addirittura una dinamica peggiore). Questo dato mostra come i costi in termini di occupazione e forza lavoro furono rilevanti e prolungati, anche in termini di perdita di output potenziale.

Un secondo aspetto importante riguarda gli **effetti di lungo periodo sul sistema bancario della politica di salvataggio delle banche**. La soluzione svedese è perfettamente cosciente del **problema dell'azzardo morale** nel fornire una rete di salvataggio alle banche a fronte di comportamenti altamente speculativi e rischiosi. In un'ottica di gioco ripetuto, l'aspettativa che una simile politica sia messa in campo nel caso di una nuova crisi incentiva questi comportamenti, invece di frenarli. Da questo punto di vista, un buon test per il "successo" del modello svedese è rappresentato dalla crisi corrente, che si verifica a distanza di pochi anni dalla crisi degli anni '90. Le domande da porsi sono dunque le seguenti: qual è la condizione attuale del settore bancario

---

<sup>1</sup> Jonung e Hagberg (2005) confrontano i costi della crisi bancaria degli anni '90 con i costi delle precedenti crisi svedesi. Jonung et al. (2005) confrontano i costi della crisi svedesi rispetto ad altre crisi che hanno colpito vari paesi industrializzati tra il 1970 ed il 2002.

svedese? **La politica di management della crisi e la regolamentazione svedese post-crisi anni '90 hanno promosso comportamenti virtuosi nel sistema bancario, proteggendolo dalla crisi corrente?** Se così non fosse sarebbe difficile riferirsi al modello svedese come un modello di successo nel medio periodo. L'evidenza a riguardo è mista.

Secondo Moody's, **l'esposizione del sistema bancario svedese ai titoli definiti tossici** che hanno contribuito al crollo del sistema finanziario mondiale **sembra essere ridotta**. Le preoccupazioni per la stabilità del sistema bancario, provengono, non tanto dagli investimenti in asset che si sono rivelati tossici nel corso della crisi, ma dalla composizione del portafoglio prestiti delle **banche svedesi, che sono molto esposte verso i paesi baltici**.

Nel Financial Stability Report del novembre 2008, la banca centrale svedese effettua un'analisi dei principali rischi che gli istituti di credito si troveranno ad affrontare. Questi rischi riguardano la possibilità di default da parte dei debitori esteri delle banche svedesi.

Il portafoglio prestiti delle banche svedesi è così composto: il 22% è stato emesso nei confronti di famiglie svedesi mentre una percentuale pari è stata emessa nei confronti di imprese nazionali. La componente estera per le famiglie conta per il 19% dei prestiti, mentre il restante 37% dei prestiti è stato emesso nei confronti di imprese straniere.

I rischi connessi alle famiglie sono contenuti; la loro situazione patrimoniale sembra essere abbastanza solida nonostante il crollo della ricchezza dovuta alla caduta del valore degli asset. Le famiglie sembrano essere maggiormente colpite da uno shock sui tassi di interesse che dalla possibilità di perdere il lavoro e rimanere disoccupati (in quanto in questa ipotesi entrerebbero in gioco a sostegno del reddito i sussidi alla disoccupazione). Nel complesso, la capacità delle famiglie di ripagare i debiti contratti non sembra essere compromessa anche se un peggioramento della crisi aumenterebbe il rischio di insolvenza da parte delle fasce di debitori a basso reddito, che rappresentano comunque una frazione minima dei debitori totali. Le imprese svedesi contano per il 22% dei prestiti totali emessi. Il rischio di insolvenza da parte di queste imprese è storicamente basso anche se con l'aggravarsi della crisi questo rischio potrebbe essere rivisto al rialzo in seguito al peggioramento delle prospettive di profitto da parte delle stesse.

Le preoccupazioni maggiori provengono dal settore estero che rappresenta la maggioranza dei prestiti concessi dalle banche. **Gran parte di questi prestiti sono stati emessi nei confronti dai paesi dell'area Baltica che in questo periodo stanno attraverso una profonda crisi economica** mettendo in dubbio la capacità dei debitori di far fronte agli impieghi contratti. Le banche svedesi entrarono nei mercati di Estonia, Lettonia, Lituania una quindicina di anni fa, quando questi paesi sperimentarono un processo di liberalizzazione del mercato finanziario. Questo evento fornì un'ottima occasione per le banche svedesi alla ricerca di nuove opportunità di investimento, con l'obiettivo di diversificare le loro attività e ampliare i loro margini di profitto. Nel 2008, i prestiti concessi da Swedbank, una delle principali quattro banche svedesi, costituivano il 49% del totale prestiti contratti in Estonia mentre SEB detiene il 30.1% del totale dei prestiti effettuati in Lituania. Queste cifre indicano come le principali banche svedesi siano ampiamente coinvolte nel processo di

finanziamento di queste economie e detengano una considerevole quota di mercato. **Le banche svedesi nel complesso hanno prestato ai paesi dell'area dei Balcani un ammontare pari a 500 milioni di corone svedesi, l'equivalente di 58.2 milioni di dollari** (Fonte: Sweden Financial Supervisory Authority). Questi 500 milioni di corone vengono così suddivise tra le principali banche svedesi: 80 ad opera di Nordea, 200 ad opera di SEB e 220 da parte di Swedbank. Quest'ultima risulta essere la banca svedesi più esposta in quanto il 17% del totale dei prestiti concessi riguarda l'area dei Balcani e nell'ultimo anno ha visto **quadruplicare il suo tasso di perdita sui prestiti**. L'esposizione delle altre banche è minore, con SEB esposta per il 12% dei prestiti totali e Nordea per il 3%. La situazione nei Balcani è critica e le perdite attese sono ingenti. Con l'aggravarsi della crisi economica e finanziaria, il crollo della produzione e del reddito, le famiglie e le imprese saranno sempre meno capaci di far fronte al pagamento dei prestiti contratti. La situazione economica di questi paesi che stanno sperimentando una caduta del PIL nell'ordine del 6%-10% costringerà le banche coinvolte a dichiarare ingenti perdite sui crediti concessi.

Secondo la Financial Supervisory Authority il **rischio** che questi paesi rappresentano per la stabilità del sistema è **ridotto**: l'esposizione delle banche nei confronti di questi paesi in valore assoluto è notevole, ma rappresenta comunque la minoranza se si considera l'esposizione totale delle banche. **L'esposizione nei confronti di questi paesi a rischio risulta essere pari al 10% di tutto il settore bancario svedese e non dovrebbe pertanto rappresentare una minaccia per l'economia**. Sembra dunque che le banche svedesi nei prossimi mesi dovranno fronteggiare cospicue perdite sui prestiti effettuati, ma queste non dovrebbero mettere a rischio la stabilità del sistema in quanto, nonostante tutto, le banche svedesi risultano ben capitalizzate e in grado di affrontare gli sviluppi negativi che coinvolgeranno i paesi dell'area baltica.

Questo mese l'agenzia di rating Moody's ha dichiarato che nonostante i crescenti rischi, il sistema finanziario svedese resta solido supportato da buoni fondamentali finanziari che dovrebbero essere in grado di assorbire il deterioramento di alcuni parametri finanziari.

Nonostante le future perdite non sembrano mettere in dubbio la stabilità del sistema bancario, le banche svedesi, di fronte al calo degli utili registrato nell'ultimo trimestre dell'anno scorso, hanno annunciato piani di ristrutturazione e misure volte a migliorare la loro situazione finanziaria.

### **Lezioni da trarre**

Gli elementi principali che contribuiscono al successo della gestione della crisi svedese possono così sintetizzarsi:<sup>2</sup>

- **Elevato grado di trasparenza.** Elemento fondamentale della strategia fu la costituzione della BSA e l'indagine effettuata da questo organismo. Il risultato fu la massima trasparenza sulle perdite e sui bilanci delle banche, senza successive revisioni al rialzo delle perdite. Questo ha evitato che banche Zombie si aggirassero nel sistema, con il rischio di infettarlo.

---

<sup>2</sup> Si veda Ergungor (2007) e Jonung (2009).

- **Completo ed adeguato supporto alle AMC.** Lo Stato ha garantito piena indipendenza operativa e illimitato supporto finanziario alle AMC, che hanno quindi potuto godere del tempo necessario per uscire dalla crisi senza costi ingenti.
- **Ricorso, per quanto possibile, a meccanismi di mercato.** In particolare: (i) incentivare l'iniezione di capitale da parte degli azionisti fornendo garanzie statali, nei casi possibili; (ii) cercare di evitare i problemi di azzardo morale, nazionalizzando le banche fallite, e non salvando i loro managers.
- **Velocità e credibilità dell'azione politica.** La Svezia è un paese ad alto capitale sociale: la fiducia nei propri governanti e nelle istituzioni, e la coesione delle parti politiche nell'affrontare il problema ha sicuramente aiutato il ripristino della fiducia nel sistema da parte degli operatori.
- **Adozione di politiche monetarie e fiscali** espansive con l'obiettivo di stimolare la ripresa economica.

### **Confronto con la crisi attuale**

Una volta delineato il processo che ha portato alla crisi svedese, e le successive misure adottate per contenere il diffondersi della stessa è possibile effettuare un confronto con la crisi attuale.

La crisi attuale e la crisi che la Svezia affrontò negli anni '90 hanno alcuni **tratti in comune soprattutto nell'origine**, che può essere rintracciata in un classico processo *boom-and-bust* da *over-optimistic lending*. La bolla immobiliare sperimentata prima dalla Svezia nella seconda metà degli anni '80 e quella sperimentata in America tra il 2001 e 2006 trovarono le loro fondamenta in una politica monetaria accomodante. Tassi di interesse bassi favorirono la domanda di prestiti da parte di famiglie e imprese che si tradusse in maggiori consumi e investimenti, specie nel settore immobiliare. I mercati in rialzo spinti dall'aumento della domanda di case attirarono l'attenzione di ulteriori investitori e famiglie, alimentando ulteriormente la spinta dei prezzi al rialzo. Tutto questo fu la conseguenza del processo di liberalizzazione dei mercati finanziari che rese più facile e meno costoso l'accesso al credito. Tale processo favorì l'eccessivo indebitamento da parte delle famiglie e delle imprese. Alla crescita esponenziale del livello di indebitamento, in entrambi le crisi, si associò una riduzione drastica dei risparmi. In questo processo le famiglie si resero sempre più vulnerabili ed esposti a shock determinati da una variazione inattesa dei tassi di interessi. In entrambi i casi vi fu inoltre una carenza di controllo da parte delle autorità di vigilanza e una ridotta supervisione del sistema, volta a contenere i rischi assunti dalle banche e da altri istituti finanziari che avevano effettuato numerose operazioni caratterizzate da un elevato grado di leva.

Un ulteriore fattore che contribuì in entrambi i casi al crearsi della bolla speculativa fu la mancanza di una idonea regolamentazione in grado di disciplinare il comportamento delle banche e degli altri istituti finanziari. Questo elemento è un fattore comune a entrambi le crisi anche se lo svilupparsi e il diffondersi della crisi attuale è stato inequivocabilmente connesso al ricorso a strumenti finanziari complessi quali le cartolarizzazioni e i derivati che hanno permesso di differenziare il rischio di credito ma allo stesso tempo di diffondere il rischio tra innumerevoli investitori. Numerosi sono i vantaggi connessi all'uso

di derivati primi tra tutti la diversificazione del rischio e un uso più efficiente del capitale, ma numerosi sono anche i rischi connessi al loro impiego. In questo contesto, i problemi sorgono nel momento in cui questi strumenti non vengono valutati in maniera corretta e il rischio associato viene sottostimato. Il ruolo giocato dalle agenzie di rating è stato di primaria importanza, in quanto il loro giudizio sulla solvibilità e bontà degli strumenti finanziari in questione ne ha favorito la circolazione e diffusione.

Così come le origini della crisi **sono simili anche gli eventi che hanno portato allo scoppio della crisi**. La crisi attuale è stata determinata dal crollo del mercato immobiliare americano dovuto a un peggioramento delle condizioni economiche e a una stretta monetaria da parte della Fed che ha cominciato una manovra restrittiva, riportando i tassi di interesse su livelli considerati normali. L'aumento dei tassi di interesse colpì duramente tutti i debitori che avevano contratto mutui a tasso variabile e che non si sarebbe mai aspettati un aumento dei tassi e determinò le prime insolvenze. Inoltre ridusse la domanda di prestiti per l'acquisto di immobili, con una riduzione della domanda di case e un conseguente calo dei prezzi degli immobili. I problemi di pagamento dei debitori si tradussero velocemente nelle prime perdite da parte degli istituti di credito. Fu presto chiaro che le perdite erano di gran lunga superiori a quelle attese e previste. La stessa crisi svedese fu scatenata da un aumento dei tassi antecedente la crisi dello SME a causa dell'unificazione tedesca, che sgonfiò la bolla che si era venuta a creare sul mercato immobiliare e creò numerosi problemi per quei debitori caratterizzati da un elevato livello di indebitamento. In entrambi i casi allo shock dei tassi di interesse seguì un processo di adeguamento di bilancio da parte di famiglie e imprese che contrassero notevolmente consumi e investimenti, trascinando il sistema verso il basso.

Alla luce dell'esperienza svedese, una misura volta a rafforzare la fiducia degli operatori nel sistema è rappresentata dalla garanzia sui depositi, introdotta o ampliata in quei paesi che ne erano precedentemente sprovvisti. Come accennato precedentemente, una simile garanzia contribuisce a mantenere salda la fiducia dei depositanti nei confronti del sistema bancario e li trattiene dal farsi prendere dal panico di perdere i loro depositi e correre in banca a ritirare i risparmi, mettendo in serio pericolo la stabilità della banca.

Un ulteriore richiamo alle misure adottate negli anni '90 può essere colto nelle seguenti misure del recente "piano Geithner" dell'Amministrazione Obama: il CAP, secondo cui la ricapitalizzazione delle banche è subordinata a test di stress sui loro bilanci e l'istituzione del PPIF, che in qualche modo ricalca le AMC svedesi.

**Nonostante le similitudini siano numerose, le differenze fra le due crisi sono decisive e rendono difficile l'adozione delle misure che furono applicate per risolvere la crisi negli anni '90.** La prima differenza riguarda la **dimensione ridotta del sistema bancario svedese** che ha reso possibile l'intervento dello Stato per ricostruire la stabilità del sistema bancario. Per molti paesi la dimensione delle banche è semplicemente troppo grande per permettere la loro nazionalizzazione. Il costo di una simile operazione sarebbe troppo onerosa per la finanza pubblica date le ingenti perdite registrate dagli istituti e l'enorme diffusione degli asset tossici (Gros e Micossi, 2008).

Una seconda differenza riguarda **la struttura del mercato finanziario**. Il sistema finanziario svedese non era molto sviluppato ed era relativamente chiuso. Si calcola che al momento della crisi, le sei principali banche svedesi coprissero una quota pari al 90% del mercato. Al tempo inoltre non erano ancora diffusi strumenti finanziari complessi quali le cartolarizzazioni e i derivati. In un sistema relativamente chiuso e non globalizzato, i fenomeni di contagio e di diffusione ad altri paesi sono limitati se non nulli; questo ha permesso che la crisi rimanesse un fenomeno isolato. Mentre la crisi degli anni '90 può essere definita di tipo locale in quanto coinvolse un numero limitato di paesi (Svezia, Finlandia e Norvegia) la crisi attuale è di natura globale coinvolgendo tutti i paesi industrializzati e anche quelli in via di sviluppo. Ne segue che la maggiore e purtroppo fondamentale differenza fra la crisi svedese e quella odierna riguarda il **grado di diffusione della crisi**. Il sistema finanziario americano è un sistema altamente sviluppato e completamente integrato con i principali sistemi finanziari esteri. Questo ha favorito una rapida ed ampia diffusione degli strumenti finanziari connessi ai mutui. Una volta che il valore di questi titoli è crollato le perdite non sono state limitate al paese d'origine dove il debitore è risultato insolvente, ma si sono diffuse tra tutti gli investitori che hanno acquistato i titoli in questione, rendendo la crisi di natura globale. La crisi che stiamo attraversando oggi è più pervasiva e profonda, con una portata maggiore, e sta coinvolgendo un numero crescente di paesi.

Nel caso svedese la ripresa fu dovuta alla decisione della banca centrale di lasciare libero il tasso di cambio di fluttuare. Tale manovra portò alla svalutazione della corona svedese che favorì le esportazioni. La natura della crisi attuale non permette una ripresa affidata a una manovra sul tasso di cambio. Data l'estensione della crisi non è possibile che il rilancio dell'economia sia dovuto alla componente estera della domanda in quanto tutti i principali paesi industrializzati e non stanno sperimentando una fase di recessione, con una forte contrazione della domanda.

La differenza sta quindi infine nelle possibili **risposte della politica**. Nel caso svedese, la risposta da parte del Governo fu immediata e la crisi fu gestita in un clima di piena collaborazione tra i partiti politici. Tutte le misure intraprese dal Governo e dagli altri istituti che intervennero nella gestione della crisi furono ispirate alla massima trasparenza e pubblicità. La forte fiducia nei confronti della classe politica e nelle misure che questa avrebbe preso associato alla politica di continua informazione contribuirono enormemente a ristabilire il clima di fiducia nel sistema bancario.

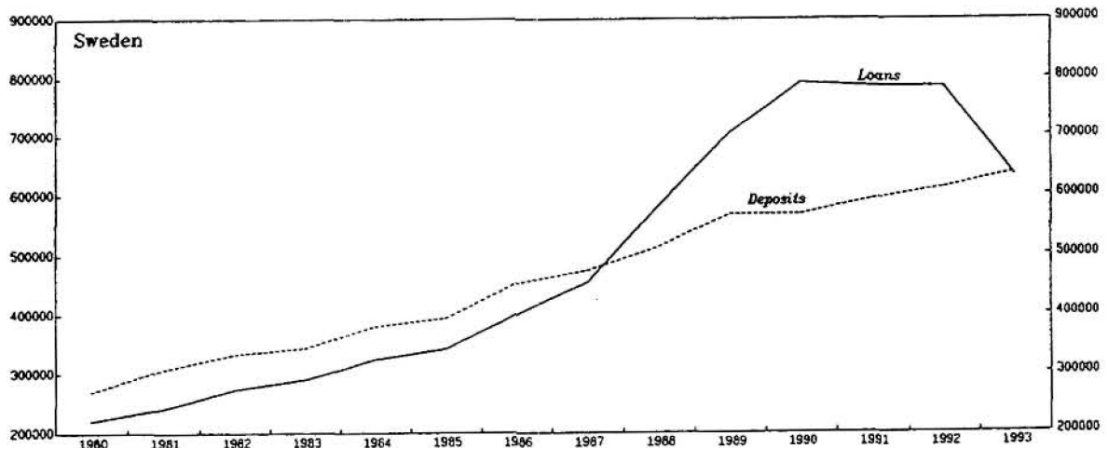
Questo è ovviamente molto più difficile in una crisi globale dove una soluzione efficace implica un certo grado di coordinamento fra i vari paesi coinvolti. Il concerto delle banche centrali, il Financial Stability Forum, ed il G-20 sono strumenti che tentano questa via con un successo per ora molto relativo. I limiti all'adozione di una soluzione a carattere coordinato sono numerosi e il caso lampante è l'Europa. Dal lato della politica monetaria, la BCE deve svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza senza avere un'autorità fiscale alle spalle come garanzia. D'altro canto, sul fronte della politica fiscale, l'Europa è intrappolata in un classico gigantesco dilemma del prigioniero. Una politica fiscale coordinata sembra molto difficile da architettare, e d'altra parte, data la forte integrazione fra le economie e gli effetti di *spillover*, gli incentivi a avviare

una forte politica fiscale espansiva da parte di un singolo paese sono molto ridotti.

Infine un elemento fondamentale della ricetta svedese fu quello di aumentare la **trasparenza sui bilanci delle banche**, effettuare una stima attendibile delle perdite complessive, far scomparire le banche "Zombie". Se le banche dovessero evitare di iscrivere a bilancio il valore attuale degli asset, nascondendo o rimandando le perdite, questo impedirebbe o ritarderebbe il ritorno al valore normale degli asset. La Svezia negli anni '90 optò per una valutazione stretta e realistica che peggiorò la situazione nel breve periodo ma che favorì e accelerò il processo di ritorno a condizioni di mercato normali e stabili. Nella crisi attuale invece l'ammontare delle perdite è tuttora ignota, con il FMI che dal 2007 continua ad aggiornare verso l'alto le stime, che oggi ammontano a 3.000 miliardi di dollari. Tutto ciò al contrario del caso svedese, tende a **minare la fiducia** degli operatori e degli agenti economici. Nel caso delle banche, porta a bloccare i flussi di finanziamento interbancari, determinando il *credit crunch* con notevoli ripercussioni per l'economia reale.

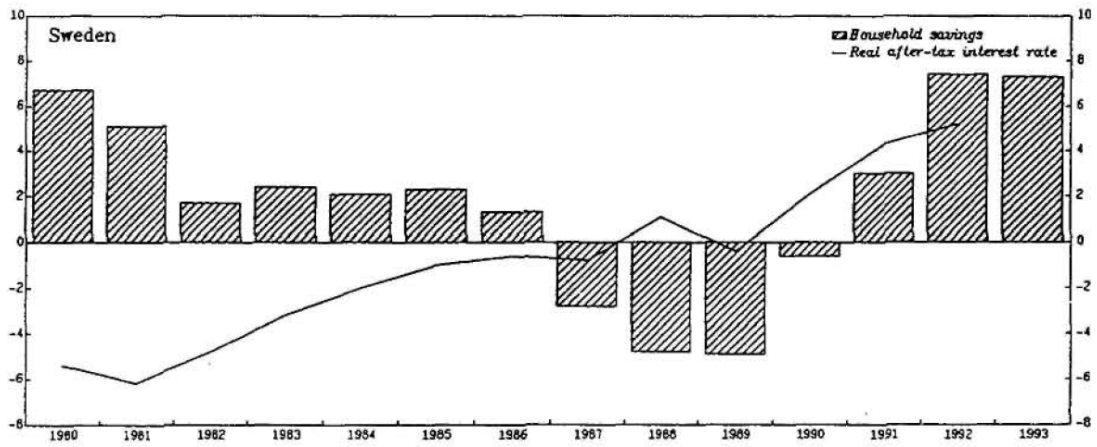
Ristabilire il funzionamento del mercato monetario è oggi una priorità delle banche centrali. Condizione fondamentale per ristabilire l'equilibrio reale è la stabilizzazione il sistema finanziario e bancario attraverso il recupero della fiducia degli operatori nella solvibilità del sistema.

Figura 1



Fonte: Drees and Pazarbasioglu, 1995

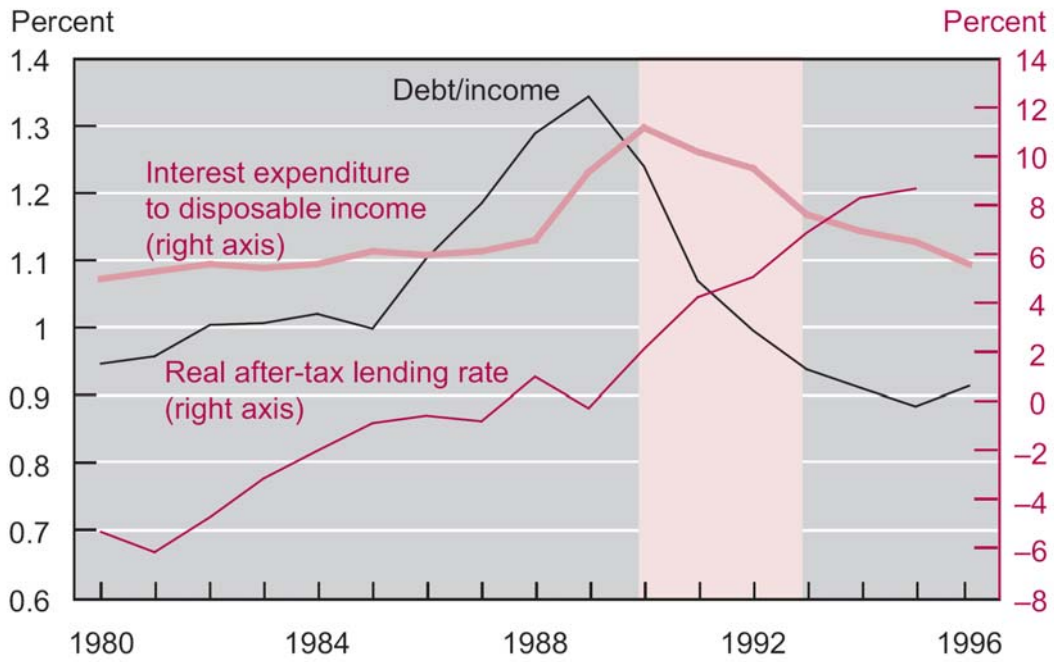
Figura 2



Fonte: Drees and Pazarbasioglu, 1995



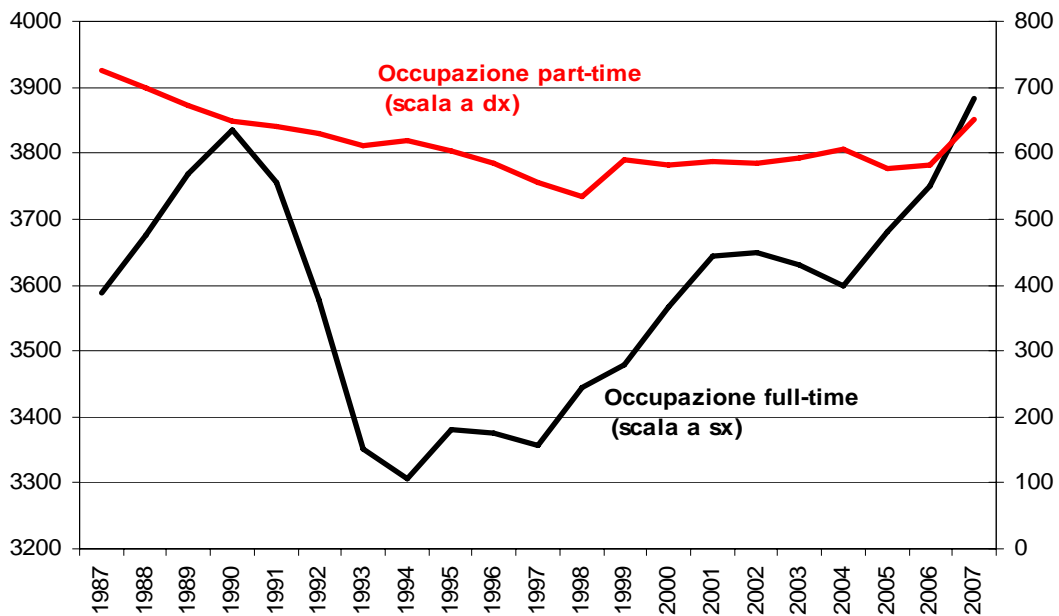
**Figura 3**



Note: The shaded bar marks the recession.  
Sources: Statistics Sweden; and the Riksbank.

Fonte: Ergungor (2007)

**Figura 4**



Fonte: OECD

## Riferimenti Bibliografici

- Andersson M., Viotti S., (1999), "Managing and preventing financial crisis - lessons from the Swedish experience", Sveriges Riksbank
- Dree B., Pazarbasioglu C., (1995), "The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization?", IMF Working Paper 95/61
- Ergungor E. O., (2007), "On the Resolution of Financial Crises: The Swedish Experience", Policy Discussion Paper, N. 21
- Gros D., Micossi S., (2008), "La madre di tutti i salvataggi", Lavoce.info
- Jonung L., (2009), "The Swedish model for resolving the banking crisis in 1991-1993. Seven reasons it was successful", Economic Paper 360, European Commission
- Jonung L., Hagberg T., (2005), "How costly was the crisis of 1990's? A comparative analysis of the deepest crisis in Finland and Sweden over the last 130 years", Economic Paper 224, European Commission
- Jonung L., Schuknecht L., Tujula M., (2005), "The boom-bust cycle in Finland and Sweden 1984-1995 in an international perspective", Economic Paper 237, European Commission
- Jonung L., Soderstrom H., Stymne J., (1996), "Depression in the North: Boom and Bust in Sweden and Finland, 1985-1993", Finnish Economic Paper, pp. 55-71
- Financial Stability Report, November 2008, Sveriges Riksbank
- [http://www.nytimes.com/2009/03/13/business/worldbusiness/13krona.html?\\_r=1&ref=europe](http://www.nytimes.com/2009/03/13/business/worldbusiness/13krona.html?_r=1&ref=europe)
- <http://www.thelocal.se/18024/20090305/>
- <http://www.thelocal.se/18240/20090316/>