

Viaggio tra superfluo e necessario

Crisi economica- finanziaria: origine, situazione attuale e prospettive

Giovedì, 4 Dicembre 2008

Marco Nicolai, consigliere Fondazione San Benedetto

Sommario

PREMESSA	2
RINGRAZIAMENTI	2
LA FINANZA, VALORE AGGIUNTO PER TUTTI O SOCIALIZZAZIONE DEI COSTI DELLA CUPIDIGIA DI POCHI?	2
LA FINANZA UN ARMA A DOPPIO TAGLIO PER IERI E PER DOMANI	4
LA CRISI DEL 2008	10
L'ORIGINE	10
LE CARATTERISTICHE	11
LA PROGRESSIONE TEMPORALE	14
ERA PREVEDIBILE	18
CONCAUSA: ANARCOLIBERISMO	19
IL FUTURO.....	20
SUPERFLUO O NECESSARIO	21
VIZIO DELLA COMUNITÀ FINANZIARIA O DELL'ECONOMIA REALE?	21
BENE COMUNE SI REALIZZA CON IL DETERMINISMO DELLA MANO INVISIBILE?.....	21

PREMESSA

Ringraziamenti

Non posso esimermi dal **ringraziare il Comune di Cortefranca** per la puntualità della riflessione a cui mi ha chiamato a concorrere. Il mio intervento si articolerà esclusivamente nel fare il punto su tre riflessioni:

- la finanza aggiunge valore o lo sottrae?
- excursus sulla crisi in essere
- per chiudere con uno spunto sul titolo dell'evento "tra superfluo e necessario"

IL PARADIGMA: È DROGATA L'ECONOMIA REALE O LA FINANZA?

La finanza è un valore aggiunto o un valore sottratto?

A commento di un bel libro di Robert J. Shiller¹, Franco Bruni, ordinario di Teoria e Politica Monetaria Internazionale all'Università Bocconi, sottolinea come **i fisiocratici del '700** pensavano che la produzione agricola fosse l'unica a creare valore (sulla spiga il moltiplicarsi dei grani è evidente e il grano si mangia) e che solo **Adam Smith e Ricardo abbiano rivalutato con la teoria del valore** il contributo che artigianato, industria e commercio danno in termini di produttività e creazione del valore alla società (precedentemente erano visti come settori che trasformavano o spostavano ricchezza già precedentemente creata). Venendo a tempi più recenti, **i regimi comunisti escludevano nella contabilità nazionale i servizi**, nonostante la storia abbia dimostrato la debolezza di tale posizione, tanto che il sistema in cui viviamo vede i **Paesi più industrializzati con un PIL per i 3/4 generato da servizi**, una ricchezza che solo in minima parte viene dall'industria. Di tutti i servizi sicuramente la finanza è quello **maggiormente intangibile, virtuale** al tal punto da

Finanza valore aggiunto o valore sottratto

¹"FinanzaShock come uscire dalla crisi dei mutui subprime" di Robert J Shiller Professore di Economia all'Università di Yale già autore di Irrational Exuberance nel 2000 e il nuovo ordine finanziario il rischio del XXI secolo nel 2003

rendere difficile l'apprezzamento del contributo che garantisce alla crescita e da far nascere pregiudizi e sospetti fino ad indurre il pensiero che **la finanza consolidi un valore sottratto più che un valore aggiunto alla contabilità nazionale.**

In realtà, il **contributo al PIL** che garantiscono i servizi finanziari è **significativo** e alcuni Paesi ne hanno fatto l'elemento di competitività e leadership internazionale. La dimostrazione di questo è che **il livello d'istruzione e retribuzione dei lavoratori del settore finanziario - appena al di sopra della media fino agli anni '70 - è cresciuto successivamente più rapidamente della media di altri settori.** Ciò riflette il peso di un'evoluzione tecnologica significativa e di una sofisticazione finanziaria rilevante. **Il risultato è che fino alla fine degli anni '80 negli USA il settore finanziario e manifatturiero avevano la stessa dimensione** in termini di valore aggiunto, mentre, dopo gli anni '90, **il settore finanziario è diventato in termini aggregati più importante dell'intero settore manifatturiero**, superandone di un miliardo di dollari la produzione del 2004 in termini nominali. In Inghilterra *finanza e business services* pesano circa il 30% del PIL del Paese, anche se da una stima di Goldman Sachs emerge che i servizi puramente finanziari non pesano più del 7-8%. I rapporti tra quanto gestiscono alcuni operatori finanziari e gli Stati dove hanno la propria sede sono, in alcuni casi, impressionanti: basti pensare, ad esempio, che UBS gestisce attività pari a 4 volte il PIL della Svizzera (avrò modo poi di ritornare sulle complicazioni che ciò genera).

Contributo al GDP
della Finanza

Penso che tale visione rifletta la **difficoltà che l'opinione pubblica incontra nel capire e comprendere la finanza e, ancor più, l'innovazione finanziaria.** Ciò costituisce un problema, perché anche nei Paesi più avanzati esiste un **basso livello di conoscenza dei concetti elementari di finanza**, come documentato in uno **studio di Lusardi²**, da cui emerge che l'interesse composto o il tasso d'interesse al netto dell'inflazione oppure l'idea che la diversificazione di un portafoglio possa abbassare la rischiosità di un investimento sono concetti non acquisiti dalla consapevolezza media. Se guardiamo poi all'Italia un'**indagine di Tito**

Diffidenza e
negazione sono
frutto di una scarsa
cultura finanziaria

² A Lusardi "Financial literacy: an essential tool for informed consumer choice" w.p. 14084 June 2008.

Boeri e Luigi Zingales - pubblicata sull'Espresso - ha rivelato che più della metà degli italiani non distingue un'obbligazione da un'azione, il 40% crede che sia meno rischioso investire in un solo titolo invece che in un pacchetto azionario (alla faccia di Harry Markowitz³) e la maggior parte, il 62%, ignora cosa sia l'interesse composto, oltre a non saper calcolare un interesse composto anche nei casi più semplici.

Una sottocultura finanziaria che così come porta nei trend negativi a demonizzare la finanza, parimenti origina nei trend positivi l'irragionevole esuberanza che alimenta le bolle speculative o, semplicemente, avalla interventi politici demagogici ma poco efficaci.

Il Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, ha sottolineato che *“Nessuna norma di trasparenza e tutela è veramente efficace se gli utenti non hanno gli strumenti per effettuare scelte informate: con l'accrescersi della complessità dell'offerta, assicurare l'educazione finanziaria del consumatore di servizi bancari è divenuto di cruciale importanza. Ma molto resta da fare”*. La citazione del Governatore è importante non tanto perché non potevamo arrivarci da soli, ma perché è fatta dalla massima autorità di vigilanza del mondo del credito. Speriamo che, a fior di crisi, **si lavori per accrescere la cultura finanziaria** così che il cittadino comune possa **distinguere un bond dal famoso “James Bond”** e possa sapere che i **prodotti cartolarizzati non si comprano in cartoleria** ma in banca e che, allo stesso tempo, **non può accettare che gli siano propinati come cancelleria.**

[La finanza etica](#)

Sul giudizio dell'economia come della **finanza prevale un approccio inadeguato, a volte censore e moralistico**. Sull'eticità degli strumenti di finanza innovativa si assiste a giudizi mediatici proporzionali solo all'incompetenza con cui questi temi vengono trattati. **Lo strumento finanziario non è morale o immorale di per sé**, non siamo alle latitudini

Etica e finanza

³ Premio Nobel e autore della teoria del portafoglio moderno.

della Shari'a del mondo islamico per bandire l'interesse, né ai tempi delle censure di Martin Lutero sull'uso del denaro⁴.

Trovo stucchevole la **connotazione negativa legata ad ogni innovazione finanziaria**, come trovo patetici i tentativi di **liquidare il problema dell'adeguatezza di tali strumenti al rispetto di alcune regole**. Non è appiccicando l'**aggettivo "etico" ad un fondo** che ne abbiamo garantito l'efficienza in una logica di mercato o la sua moralità. **Ad un banchiere non possiamo chiedere di essere etico**, gli chiediamo di esercitare il suo lavoro affrontando i rischi che ciò comporta e rispondendo di ciò alle imprese, ai clienti, agli altri operatori finanziari e agli azionisti, come un uomo di azienda deve fare e come il sistema deve garantire che accada. Troppe volte abbiamo assistito a manager che prima recitavano il vangelo o elargivano sermoni morali e poi facevano disastri con i derivati.

E allo stesso modo fa piacere **che un Ministro** riscontri come *"nell'economia il declino della disciplina basata su un forte ordine etico e religioso, avrebbe portato le leggi stesse del mercato al collasso"*, **scomodando Papa Benedetto XVI** in uno scritto del 1985 "Church and economy dialogue", dove l'allora Cardinale Ratzinger sottolineava, citando Peter Koslowski, che *"The economy is governed not only by economic laws, but is also determined by men [...]"*. **Tuttavia, concedetemi la citazione, è un fatto di significativo rilievo politico che non aggiunge nulla al piano della disciplina finanziaria.**

Le innovazioni finanziarie e tecnologiche possono essere usate per scopi positivi o negativi e a tali strumenti, nel tempo, si aggiungeranno nuove e più **raffinate soluzioni finanziarie** per combinare le remunerazioni e i rischi degli operatori. Si offriranno, altresì, **occasioni per risolvere dei problemi come nuove opportunità per un loro uso distorto**, ma nessuno può **postularne la perniciosità prescindendo dall'uso che se ne fa.**

regole etiche e
uomini etici

Come ogni
innovazione anche
quelle finanziarie
possono essere
usate bene o male

⁴ un passaggio che Martin Lutero trasse da una lettera di san Paolo: «Radice di tutti i mali è l'avidità del denaro».

Così, le **stock options**, diritti di opzione su azioni di una società, nate per garantire un compenso ai dirigenti postdatato e proporzionale al risultato ottenuto, nel tempo sono diventate, per gli stessi, un incentivo per condizionare la quotazione in Borsa, realizzandone la vendita ai valori massimi, magari prima della caduta.

Altrettanto può dirsi dei **futures e dei derivati**, nati per coprire il rischio di andamenti sfavorevoli dei mercati, fissando in anticipo i prezzi di acquisto e di vendita e poi impiegati a fini esclusivamente speculativi, tanto da far affermare a Warren Baffet che trattasi di vere e proprie “*bombe ad orologeria e armi finanziarie di distruzione di massa*”. Quando addirittura non sono stati usati, come testimoniano le recenti polemiche in ambito pubblico, a discapito degli equilibri finanziari delle amministrazioni (locali e nazionali) per non affrontare responsabilmente e con le modalità consone gli impegni di finanza pubblica.

Stesso discorso per i **leverage buy out**, ideati per garantire l’acquisizione di società a debito, consentendo l’ingresso di soci non sufficientemente patrimonializzati, ma in grado di portare in garanzia la propria credibilità manageriale per la conduzione d’impresa, sono diventati, in molti casi, strumento di speculazione, alimentando catene di controllo societario senza che vi fosse proporzione tra l’apporto di capitale e il potere esercitato dal gruppo di controllo.

E lo stesso dicasi per le **cartolarizzazioni**, che, mediante la cessione di attività materiali (es. immobili) o immateriali (es. crediti) a veicoli specializzati, consentono all’impresa di finanziarsi senza aumentare il passivo, naturalmente sul presupposto che gli *asset*, al di là dell’impiego finalizzato a puri interventi di estetica dei bilanci, possano registrare un adeguato apprezzamento. Bene, oggi, tale tecnica è diventata sinonimo di liquidazione e de-patrimonializzazione, talora con modalità attuative da saldi di fine stagione.

Non da meno il **project financing**, istituito in grado di garantire un governo efficiente della partnership pubblico - privato, di attrarre risorse in funzione del merito del credito progettuale (cash flow e redditività) e non del promotore, è diventato, in alcuni casi, per le pubbliche amministrazioni, occasione per assumere debiti fuori bilancio incontrollati e procedure meno trasparenti.

Lo stesso dicasi per il **venture capital** che, realizzato attraverso fondi mobiliari chiusi o fondi di fondi, ha consentito a chi opera nei settori tecnologici, di finanziare con capitale di rischio investimenti di esito incerto come la ricerca, ripartendo gli insuccessi in una logica di portafoglio ed attingendo al funding di investitori prima non interessati a questo tipo di *asset allocation*. Ebbene proprio questi prodotti, che hanno permesso di finanziare la generazione di valore della conoscenza, sono diventati l'occasione per raccogliere capitale vincolato nel tempo, su cui maturano *fee* non sempre connesse alle *performance* e, in molti casi, con discutibile trasparenza sulle scelte d'impiego.

E il **private equity**, funzionale alla patrimonializzazione d'impresa, al suo ricambio proprietario se non all'accompagnamento ai mercati regolari del capitale di rischio, è diventato lo strumento per acquisire imprese con leve finanziarie inaudite tanto da comprometterne lo sviluppo.

Potrei continuare, ma solo per evidenziare che non si possono dare pagelle di legittimità ai debiti senior e non ai debiti mezzanino, si può solo mettere tutta l'inventiva possibile per trovare soluzioni finanziarie alle esigenze delle imprese e della gente. **Rispettare le regole non esenta da responsabilità morale. A seconda della risposta** che saremo in grado di dare alla gente, misureremo se operiamo con **strumenti virtuosi o virtuali**. Allo stesso modo, dovremo cimentarci con strumenti che rispettano non formalmente ma sostanzialmente la natura per cui sono nati.

Più finanza e non meno finanza per rispondere al proprio ruolo e per uscire dalla crisi

Più Finanza

Shiller ricorda che dalla crisi del '29 si uscì con più finanza, non con meno, tanto che molte istituzioni e strumenti sono durati per 50 anni, allo stesso modo il futuro **non è nel ritornare a metodi finanziari del passato** - sarebbe un errore - **quanto nel raddoppiare gli sforzi finanziari per gestire i rischi che ci aspettano.**

Così si affrontò la crisi del '29 e si crearono :

- un sistema bancario per i mutui ipotecari, il **Federal Home Loan Bank (FHLB)** con la facoltà di scontare le attività di ogni banca che erogava prestiti ipotecari;

Più finanza per superare la crisi

- nel 1932 tutte le componenti del settore di valutazione immobiliare diedero vita **all'American Institute of Real Estate Appraisers**, succeduto dall'Appraisal Institute, un settore professionalizzato nella valutazione degli immobili;
- nel Piano Roosevelt si varò **Home Loan Corporation (HOLC)**, che erogava prestiti alle comunità locali per finanziare l'acquisto di case accettando ipoteche e revisionando il sistema di ammortamento dei mutui (estesi fino a 15 anni);
- nel 1934 il Congresso creò la **Federal House Administration (FHA)**, che promuoveva la casa a favore di coloro che non potevano permettersela. FHA estese i prestiti a 20 anni e pretese che fossero a tasso fisso e si ammortizzassero automaticamente;
- nel 1934 il Congresso creò la **Federal Deposit Insurance**, che assicurava i depositi assistendo il sistema del credito contro i terribili crolli avvenuti;
- nel 1938 il Congresso creò il **Federal Mortgage Association**, in seguito soprannominata Fannie Mac, sostenendo il settore dei mutui ipotecari e promuovendone la cartolarizzazione.

Tutte queste istituzioni esistono, tranne HOLC, e ciò a dimostrazione che le risposte finanziarie **hanno prodotto i loro risultati** non solo per affrontare la crisi, bensì anche **per gestire per quasi un secolo i problemi finanziari**.

Tuttavia, allo stesso tempo, potremmo affrontare il futuro, come dice Shiller, ipotizzando **una nuova democrazia finanziaria**:

- **un'ampia rete di consulenti finanziari** per i cittadini investitori (la stampa specializzata avvertiva dei rischi in essere, ma molti dei suoi acquirenti erano di fascia alta così che sulla fascia bassa degli investitori è mancata informazione, allo stesso modo i consulenti tradizionalmente trascurano i clienti di fascia bassa). In assenza di una consulenza, ricorrevano ad un agente immobiliare e ad un intermediario finanziario, entrambi incentivati a chiudere e non adeguati per un parere indipendente;

Più finanza per il futuro

- **future per le case**, contratti con cui le parti si obbligano a scambiarsi alla scadenza un certo quantitativo di attività e questo permette di domare le bolle speculative. Infatti, un investitore che teme per il futuro può vendere allo scoperto e con ciò controbilanciare la bolla speculativa. C'è un'esperienza pilota: quella del *Chicago Board of Trade*;
- **mutui ipotecari *continuous workout***, che prevedono di cambiare il tasso su base continua (anche mensile) con la possibilità di rivedere continuamente il piano di ammortamento e aggiustando le condizioni del mutuo in funzione della capacità di pagamento;
- **l'assicurazione del valore della casa**, che evitando il panico da perdita di valore, ne sconterebbero le possibili svendite;
- **l'assicurazione dei mezzi di sussistenza**: se si è lavorato sull'assicurazione contro la perdita del lavoro e contro l'invalidità, probabilmente si può lavorare anche su questo; .
- **prestiti per l'istruzione e la formazione**, da restituire con la prima occupazione.

Quindi **non diamo patentini di moralità** agli strumenti, **usiamo la leva della finanza** e non rinunciamo alla sua capacità di creare valore. **Poi, le regole e gli organismi che le fanno rispettare si moduleranno nel tempo in funzione di questa tensione.**

Non posso negare che le regole e le organizzazioni che le fanno rispettare sono in alcuni casi state inadeguate. Per quanto potente e tecnologicamente eccellente, un treno è sempre condizionato dalle rotaie. Le regole e le istituzioni regolamentative e assicurative che le generano o le gestiscono sono le rotaie su cui viaggiano i nostri mercati finanziari e mobiliari. Ma le istituzioni esistenti di gestione del rischio sono vecchie e instabili. Pertanto, rischiamo di fare correre treni come missili su vecchie rotaie, perché inadeguate sono molte regole. Compete a noi questa revisione.

Regole e
organizzazioni

LA CRISI DEL 2008

L'origine

La crisi inizia con **l'erogazione sempre più abbondante di prestiti ipotecari** per l'acquisizione della casa. **Il boom della casa in America** decorre proprio dai tardi anni '90, tanto che i prezzi delle case crebbero dell'85% dal 1997 al 2006⁵, momento di picco. **La crescita dei valori immobiliari è stata amplificata dal contagio sociale** che alimenta ogni bolla. Un'indagine del 2005, svolta da Karl Case nel momento in cui il mercato si gonfiava, registrava che l'incremento del prezzo medio atteso dagli acquirenti di San Francisco nei successivi anni era del 9%, il prezzo per l'anno successivo del 14%, e, ancora, circa un terzo degli intervistati rivelò aspettative nell'ordine del 50% all'anno.

Boom immobiliare

La bolla faceva piacere, era **nella linea dell'“American Dream”**, conteneva l'impatto sociale e sorreggeva la crescita. **Merrill Lynch ha stimato che circa la metà del PIL americano del 2005 era relativa agli immobili** e alle spese indotte.

I bassi tassi d'interesse hanno reso esplosiva la miscela, sia perché rendevano meno onerosa l'assunzione di mutui, sia perché incoraggiavano gli investitori a cercare investimenti più remunerativi seppur a maggior rischio. **Del resto, quando l'aspettativa dell'apprezzamento dell'immobile è di gran lunga superiore al costo del denaro ha senso acquistare più proprietà che si può.** La Federal Reserve tagliò il tasso chiave sui fondi federali portandolo alla metà del 2003 fino all'1% e tenendolo su quel valore fino alla metà del 2004. **Insomma, un tasso reale (depurato dall'inflazione) per 31 mesi negativo (da ottobre 2002 ad aprile 2005).** Un tasso basso anche originato dalla bolla del 2001 dei mercati azionari (già per reagire alla bolla internet la Federal Reserve aveva abbassato i tassi in poco tempo dal 6,5% al 3,5%) e l'esigenza di reagire alle perturbazioni economiche dell'11 settembre del 2001 la portarono a continuare in questa regressione. **Va notato che se il boom immobiliare è**

Bassi tassi interesse

⁵ Robert Shiller Irrational exuberance 2° Princeton, NJ Princeton University Press 2005 e Finanza shock

stato tre volte più lungo del periodo dei bassi tassi d'interesse, ciò dimostra che la politica monetaria era una causa esogena alla bolla.

Anche interventi normativi favorirono questa bolla.

Solo per citarne due :

- il **Depository Institutions Deregulatory and Monetary Control Act del 1980** aveva **posto fine alle leggi statali sull'usura** aumentando i profitti che si potevano fare con i mutui subprime;
- durante l'Amministrazione **Clinton** fu anche approvata una legge che obbligava le banche a destinare una certa percentuale di **prestiti a cittadini poveri e minoranze etniche**⁶.

Le caratteristiche

La crescente rischiosità che si forma presso le banche si è gestita attraverso un'innovazione finanziaria: **la cartolarizzazione**. **In sostanza, i prestiti vengono venduti ad altri soggetti o ceduti ad una società appositamente costituita** che, per comprare i crediti, si indebita sul mercato dei capitali. I crediti vengono **divisi per grado di rischio** così che si possa assicurare un diverso *pricing* in funzione del rischio e incontrare le diverse esigenze degli operatori più o meno propensi al rischio. **Alle fasce di rischio più esposte possono essere abbinare garanzie** o impegni al riacquisto così che possano godere di valutazioni di comunque buon standing creditizio.

La catena a volte si allungava e dai CDO (Collateralized Debt Obligation, i titoli in cui venivano impacchettati i crediti ipotecari) si passava ai CDO2 e CDO3, ulteriori titoli in cui venivano impacchettati titoli del livello inferiore, magari con una copertura assicurativa. In pratica, **una catena di Sant'Antonio** alla fine della quale, c'erano più passività AAA rispetto ai sottostanti e il volume dei prodotti sintetici era più della metà di quello scambiato.

Ma ciò che è importante notare è che il modello evolve: si passa da un modello *originate to hold (OTH)* ad un modello *originate to distribute*

Dal modello **Originate to hold** al modello **Originate to distribute**

⁶ Alesina Giavazzi "La crisi" pag.40

(OTD). Ma così **i rischi passano dalle mani di chi li riconosce alle mani di chi non ha con essi la stessa familiarità** e, in alcuni casi, nel passaggio di mano si è colta l'occasione per ripulire i bilanci e per effettuare operazioni per il tramite di *“investitori non soggetti ai controlli e all'attività persuasiva delle autorità regolatrici.”*⁷

Il passaggio di mano ha **de-responsabilizzato chi costruiva il portafoglio, inducendolo ad assumere sempre maggiori rischi** ed esponendosi nei confronti di mutuatari dal *credit standing* meno apprezzabile.

La progressiva deresponsabilizzazione nella costruzione di un portafoglio di più 10 trilioni di dollari

Aumenta la quota di **subprime**, i mutui erogati senza garanzie nei confronti di debitori ad alto rischio di insolvenza per storie creditizie fatte di inadempienze, pignoramenti, fallimenti e ritardi. Si è arrivati a prestiti assurdi come **i ninja**, che non sono le famose spie del Giappone feudale, ma l'acronimo di *“No Income, no Job, no Asset”*, prestiti con forte rischio di insolvenza dei contraenti ovvero prestiti nei confronti di persone con poco e nessun credito. Il tutto veniva erogato anche con formule molto spinte di prestiti, come gli ipotecari a tasso variabile ART (*Adjustable Rate Mortgages*) con tassi per i primi due anni sotto la media di mercato.

Il paradosso è che **le agenzie di rating hanno collaborato significativamente a questo lavoro**, tanto che, solo a titolo esemplificativo, nel 2006 le entrate di Moody's relative al rating di prodotti strutturati erano pari alle entrate relative alle attività tradizionali (si parla di quasi 900 miliardi di dollari).

Inoltre, questi titoli si sono infilati nei portafogli di mille operatori finanziari (fondi pensione, fondi investimento, intermediari finanziari, etc.) inquinando con la loro rischiosità mezzo mondo finanziario. Si aggiunga che anche le banche che li hanno originati a volte non sono state pienamente consapevoli dei rischi che permanevano sui loro bilanci anche dopo la vendita. Si è concretizzata **una silenziosa e permeabile infiltrazione in tutto il mondo finanziario**. Questo invisibile contagio non solo ne rende

Permeabilità epidemica di questi prodotti

⁷ Gerge Soros “ Cattiva Finanza- Come uscire dalla crisi un nuovo paradigma per i mercati”pg.112

difficile la quantificazione e l'identificazione, bensì rende difficile anche l'alleanza degli operatori per sconfiggere la crisi e, come si era sperimentato nella crisi del sistema bancario internazionale degli anni '80, *“la cooperazione volontaria tra partecipanti sconosciuti è cosa estremamente difficile se non impossibile da organizzare”*, come afferma Soros nel suo ultimo saggio sulla finanza.

Alcune cifre per gli USA: su uno stock di circa 26.000 miliardi di obbligazioni in circolazione negli Stati Uniti, più della metà, circa 13.000, sono mutui immobiliari e di questi circa 6.000 sono detenuti da istituzioni che si sono indebitate per acquisirli. Una piccola parte, 1.400 mutui, sono stati concessi a famiglie con una probabilità relativa di non riuscire a pagare le rate significative, una metà dei quali, 600 mld, è finita nelle mani degli investitori che avevano investito a leva. Se 6.000 miliardi di mutui sono stati comprati ad una leva pari a 30 volte il capitale, il capitale sarà di soli 200 mld, pochi per affrontare i 600 mld di perdita.

L'opacità del processo di cartolarizzazione non ha facilitato la quotazione di questi titoli. Ogni titolo aveva come sottostanti contratti diversi, non standardizzati, per lo più venduti su mercati non regolamentati (mercati in cui esiste una disciplina sull'organizzazione del mercato, cioè sulla loro operatività: i requisiti per la quotazione, requisiti per diventare intermediari, le regole di negoziazione) e ciò ha fatto sì che i prezzi stabiliti fossero in modo artificioso alimentati esclusivamente da un *trend* rialzista e da commissioni significative che rimpolpavano i bilanci dei *traders*.

A fronte della crescita dei tassi, alcuni mutuatari non sono stati più in grado di pagare, la vendita sui mercati ha determinato la caduta del valore degli immobili, compromettendo la garanzia dei prestiti. Fenomeno alimentato dal fatto che negli USA è possibile interrompere il rapporto di mutuo semplicemente mettendo a disposizione dell'istituto finanziatore le chiavi dell'immobile in garanzia. In fondo, perdere una casa dove non si è versato anticipo e magari pagare poche rate può essere un'alternativa all'affitto, perderla vuol dire perder poco, come rappresenta il sito

La progressiva deresponsabilizzazione nella costruzione di un portafoglio di più 10 trilioni di dollari

La scintilla si accende e le insolvenze accelerano

<http://www.youwalkaway.com/> dove si spiega come lasciare una casa semplicemente andandosene e come ovviare alle richieste del creditore⁸.

A questo punto c'è stata un'**accelerazione delle insolvenze**: si pensi che fra i primi prestiti subprime erogati nel 2007 il 13% è diventato oneroso in 10 mesi, mentre erano occorsi due mesi in più per quelli erogati nel 2006, 21 mesi per quelli del 2005, 27 per quelli del 2004 e 31 per quelli del 2003. Rispetto al 2003, nel 2007 la velocità d'insolvenza si è triplicata.

Le banche raccolgono denaro dal *retail* (le aperture di conto corrente) emettendo titoli di debito, prestandoselo tra loro (mercato interbancario) o semplicemente ricorrendo ai prestiti, assumendolo dalle autorità di emissione. La diffidenza sullo stato di insolvenza ha contratto **gli scambi sul mercato interbancario**, di gran lunga quello più significativo, contrazione che in alcuni casi si è sommata alle perdite sui titoli cartolarizzati. Questo ha generato una crisi di liquidità senza precedenti.

La contrazione della liquidità

La progressione temporale

In realtà, a decorrere dall'agosto del 2007 scoppia ufficialmente la crisi⁹ con l'avvio, il 6 agosto, della procedura fallimentare di **American Home Mortgage**, una delle più grandi aziende statunitensi di finanziamento per l'acquisto di immobili.

6 agosto 2007 inizio della crisi

L'evoluzione è significativa :

- Il 9 agosto 2007, **Bnp Paribas** sospende tre fondi per 2 mld di euro;
- il 16 agosto 2007, **Countrywide**, la più grande azienda USA specializzata in mutui ipotecari, ha richiamato 11,5 mld di linee di credito;
- **Rams**, società australiana specializzata anch'essa in mutui ipotecari, ammette problemi di liquidità;
- il 13 settembre 2007, **Northern Rock**, la più grande banca di credito ipotecario inglese, si avvicina all'insolvenza. Sotto l'assedio dei correntisti la Banca d'Inghilterra ne garantisce i depositi. Successivamente verrà nazionalizzata;

⁸ Alesina

⁹ Si veda George Soros "Come uscire dalla crisi un nuovo paradigm dei mercati " Fazi editore

- nel gennaio 2008, **UBS**, il gigante bancario svizzero, annuncia 18 miliardi di dollari di perdite per l'esposizione nei confronti del mercato immobiliare americano. **Citibank** perde 18 miliardi di dollari e **Merrill Lynch** vende quote per 6.6 miliardi di dollari ad investitori stranieri tra cui Corea e Kuwaiti. **Bank of America acquisisce Countrywide Financial**;
- a marzo 2008, **Bear Sterns**, sull'orlo del collasso e sotto la pressione della Federal Reserve, è spinta ad accettare l'**acquisizione da parte della JPMorgan Chase**. L'investimento è garantito da un prestito della **Federal Reserve per 30 miliardi di dollari**;
- a luglio 2008, **California Mortgage Lender IndyMac** fallisce. I problemi di **Fannie Mae e Freddie Mac** continuano a crescere e il Tesoro americano e la Federal Reserve garantiscono i loro debiti. **A settembre vengono nazionalizzate**. Le due agenzie detengono più di 5.000 miliardi di dollari di titoli legati ai mutui ipotecari e hanno una quota dell'80% dei prestiti dell'ultimo anno.¹⁰
- tra il 14 e il 21 settembre 2008, **Lehman Brothers fallisce** dopo 150 anni di attività, una bancarotta da 600 miliardi di dollari;
- a settembre 2008, **Merrill Lynch** viene assorbita da **Bank of America**;
- a settembre 2008, gli Stati Uniti firmano **cauzioni a favore di AIG**, la più grande società d'assicurazione del mondo, per 85 miliardi di dollari e, il mese successivo, la Federal Reserve aggiunge un credito di 38 miliardi di dollari. Si è stimato che le perdite di un fallimento di AIG ad altre istituzioni finanziarie avrebbero superato i 180 miliardi di dollari;
- a settembre 2008, le ultime due maggiori banche d'investimento americane, **Morgan Stanley and Goldman Sachs, vengono trasformate in banche commerciali**: con questa trasformazione i due istituti possono accedere alla raccolta del risparmio *retail* e alla liquidità della Federal Reserve;

¹⁰ Protiviti Bulletin

- a settembre 2008, il **Governo inglese interviene a salvare** la maggiore banca specializzata in mutui ipotecari, **Bradford & Bingley**;
- a settembre 2008, i **Governi di Olanda, Belgio e Lussemburgo** annunciano **l'acquisizione del gruppo bancario e assicurativo Fortis**. L'Olanda successivamente nazionalizza le partecipate del gruppo presenti nel Paese, comprese le quote detenute in ABN AMRO Holding;
- a settembre 2008, **l'Islanda rileva il 75% della Glitnir Bank** e, successivamente, il Governo **nazionalizza Landsbank e Kaupthing Bank**, i maggiori intermediari finanziari nazionali completando la nazionalizzazione del sistema del credito e spingendosi verso una situazione d'insolvenza;
- a settembre 2008, **Citigroup** annuncia di aver raggiunto l'accordo per l'acquisto della **banca Wachovia Corp.**, acquisizione che prevede una **garanzia sulle perdite** della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) per **42 miliardi di dollari** e un pool di prestiti per 312 miliardi di dollari (poi viene acquisita dal gruppo Wells Fargo & Company);
- a ottobre 2008, una pioggia d'interventi: **700 miliardi del piano Poulson, 500 miliardi di intervento sulle banche** (Royal Bank of Scotland, HBOS and Lloyds TSB) **del Governo inglese** (per acquisizioni, garanzie e iniezione di liquidità). Lo stesso avviene in Francia e Germania;
- a ottobre 2008, il governo del **Kuwait è costretto a rilevare la Gulf Bank** esposta con controparti in derivati e il governo Giapponese inaugura un piano da 5.000 miliardi di YEN (circa 43 miliardi di euro);
- a novembre 2008, anche la Cina annuncia un piano;
- a novembre 2008, l'American Express ottiene l'approvazione a trasformarsi in una holding bancaria per accedere ai rifinanziamenti della Fed.

Tutto ciò è accompagnato da iniezioni di liquidità della Banca Centrale, della Federal Reserve, della Banca del Giappone e delle altre Banche

Le perdite raggiungono quasi i 3.000 miliardi di dollari

centrali, oltre che da provvedimenti di contenimento del tasso di sconto (tasso di rifinanziamento per le banche).

Il Fondo monetario internazionale ha stimato che le perdite generate nel mondo ad aprile dalla crisi dei mutui ipotecari ammontano a 945 miliardi di dollari e la Banca d'Inghilterra, alla fine di ottobre, ha affermato che le imprese nel mondo hanno già perso 2.800 miliardi come risultato della crisi che, comunque, continua. Ci vorrà del tempo prima che si sappia quanto costa realmente. Se lo paragoniamo alle altre crisi, la gravità della crisi attuale è evidente ¹¹.

Si faticano a sommare gli interventi, che dovrebbero essere circa 1.000 miliardi di \$ del Tesoro americano, 800 miliardi di \$ della FED, 2.000 miliardi di € di impegni UE. Sono cifre incredibili: basti pensare che il debito pubblico italiano, il terzo debito pubblico al mondo, è poco più della metà di questo importo (1.654,1 miliardi di euro nel 2008), che tutte le entrate tributarie dei comuni non raggiungono i 30 miliardi di euro e che la manovra per l'abolizione dell'ICI sulla prima casa è stimata in 2 miliardi.

Il Governo degli Stati Uniti decise di affrontare il problema **stanziando il piano Poulson, un aiuto pubblico alle banche di circa il 6% del PIL USA**, un intervento che alcuni giudicano ragionevole se consideriamo che succede a 5 anni di crescita ininterrotta al ritmo del 4%, che significa 20 punti % di PIL.¹²

In realtà, **dovremo rivedere tutte le cifre**, visto che l'effetto dei mutui subprime è originato da **politiche di spesa eccessive e da una propensione all'indebitamento degli americani significativa**, e i suoi effetti si possono tranquillamente scaricare su altri prodotti, quali carte di credito e hedge fund.

Ci sono stime che prevedono il **fallimento** nel giro di un anno **di metà dei 10.000 hedge fund** che esistono, considerato che gli asset che gestiscono

¹¹ Protiviti Global Financial Crisis Bulletin 13 novembre

¹² In realtà è quanto è successo anche con la Svezia quando a fronte della crisi bancaria lo stato nazionalizzò le banche investendo circa il 6% del PIL ma quando rivendette dopo anni le banche ai privati incassò più o meno quanto aveva speso.

continuano a deprezzarsi.¹³ **La scelta di American Express ne è un primo segnale, per cui la storia continua.**

Era prevedibile

Ma perché organismi di vigilanza, economisti e media hanno la **sindrome da pompieri**? Li avete mai visti accorrere prima che una casa abbia cominciato a bruciare?

Certamente gli economisti sono bravissimi a descrivere questi fenomeni dopo (Smith ammette che se fosse il contrario sarebbero ricchissimi), **ma gli organismi di vigilanza nascono per evitare gli incendi.**

Alcuni negavano e alimentavano il fenomeno:

- **Alan Greenspan**, nel libro *“The age of turbulence”* del 2007, ricordo che afferma a proposito della bolla che *“non ci si trovava di fronte ad una bolla ma ad un po’ di schiuma”*¹⁴;
- **Bush** in nessuna dichiarazione pubblica ha mai menzionato il boom della casa e i suoi rischi, semplicemente magnificava *“i bassi tassi d’interesse e l’alta quota di proprietari di casa raggiunta”*.¹⁵
- **Ben Bernanke**, nel 2005, allora Segretario del Consiglio Economico del Presidente, affermò: *“Negli ultimi due anni i prezzi delle case sono saliti del 25%, annoverando alla crescita, forza dei fondamentali economici, posti di lavoro, redditi, crescita delle famiglie”*;
- durante la crisi immobiliare degli anni ‘80 in America fu creato **l’Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)** incaricato di vedere i rischi che venivano assunti da imprese sponsorizzate dallo Stato, come Freddie Mac e Fannie Mae. La legge stessa imponeva test che simulassero scenari sfavorevoli di tasso e di credito, i quali, tuttavia, non rilevarono fino a tutto il 2007 il boom del mattone, non riconoscendovi rischi di bolle.

¹³ “The Hedge Fund Collapse,” Eisinger, Jesse, Conde Nast Portfolio.Com, November 11, 2008, available at <http://www.portfolio.com/views/columns/wall-street/2008/11/11/Collapsing-Hedge-Fund-Industry>

¹⁴ Alan Greenspan *The Age of Turbulence Adventures in a New World* New York Penguin 2007 p.231

¹⁵ George W Bush “President’s Radio Address “ 6 agosto 2005 in <http://whitehouse.gov/news/release/2005/08/20050806.html>

Al contrario **alcuni denunciavano:**

- **Il Financial Stability Forum;**
- un membro del Consiglio della FED, **Edward Gramlich**, il 9 giugno 2007 avvisò sul Wall Street Journal del rischio che si stava accumulando nei bilanci delle banche per la vendita aggressiva di subprime, chiedendo l'invio di ispettori;
- **la BRI - Banca dei Regolamenti Internazionali** (istituzione posseduta dalle principali banche centrali fin dalle relazioni di giugno 2003) evidenziava che *“negli Stati Uniti l'allentamento delle condizioni monetarie potrebbe aver concorso a ulteriori incrementi nei prezzi delle abitazioni... non sono da escludersi fasi di debolezza acuta”*¹⁶. Nel 2004 *“il livello dei tassi dello 0, del 1% del 2% rispettivamente in Giappone e negli Stati Uniti sono ai minimi dell'era post bellica un potenziale pericolo potrebbe venire da una accelerazione dei prezzi...In molti Paesi continuano a crescere i prezzi degli immobili residenziali e con essi i livelli di indebitamento.. l'attuale livello di stimolo delle politiche non è sostenibile a lungo”*¹⁷.
- **Il Chief Economist del Fondo Monetario Internazionale**, in una conferenza nel giugno del 2006, prevedeva lo scoppio della crisi che sarebbe avvenuto dopo un anno e come l'eccesso di liquidità drogasse gli asset manager di hedge fund, private equity, fondi e banche d'investimento.¹⁸

Concausa: Anarcoliberismo

Sicuramente un elemento che ha fortemente abilitato il crescere delle bolle speculative è stata la forte deregolamentazione. **Sotto l'influenza del fondamentalismo del mercato, affermatosi come ideologia dominante durante la Presidenza Reagan**, fu progressivamente concessa massima libertà al sistema del credito.

¹⁶ Banca dei Regolamenti Internazionali 73° relazione Annuale edizione in Italiano pag. 168 e 5

¹⁷ Banca dei Regolamenti Internazionali 74° Relazione annuale edizione in Italiano p.3 e 6

¹⁸ R G Rain Monetary Policy and Incentives address at the Bank of Spain Conference on Central banks in the 21 century june 8 2006 www.imf.org/external/np/speeches/2006/060806.htm

IL *Glass Steagall Act* nel 1999 fece cadere il divieto delle banche di spingersi oltre i confini dello Stato e, soprattutto, la **separazione tra banche commerciali e banche d'investimento**.

Le regole sulle capitalizzazione delle Banche

E' ovvio che tanto meno capitale proprio devo avere e, quindi, quanto più mi posso indebitare, tanto più guadagno (il capitale sottoscritto dagli azionisti è, infatti, più oneroso, mentre indebitarsi a breve lo è meno e tanto più in una contesto di tassi bassi). Se con 1 dollaro di capitale posso investire fino a 50, ad un rendimento dell'investito del 10%, guadagno 5, ma se posso investire fino a 100, guadagno il doppio. Certo il rischio che assumo è alto, posso guadagnare molto, ma se i miei investimenti perdono più di un dollaro non ho abbastanza capitale per assorbire la perdita (rischio amplificato dalle banche d'investimento che non possono ricorrere alla liquidità della Banca Centrale). Due leggi, ci ricordano Francesco Giavazzi e Alberto Alesina¹⁹ nel loro ultimo saggio a commento della crisi, di cui una ha separato le banche commerciali dalle banche d'investimento (Gramm-Leach Bliley Act del 1999) e l'altra ha liberalizzato i prodotti derivati, consentendone l'investimento anche se non ne avevano capitale sufficiente.

Il futuro

Tremonti cita la massima socratica del "sapere di non sapere" e, diffidando da chi non ha previsto la crisi ma è in grado di prevederla il futuro, ammette di non poter dire come evolverà la situazione (e se lo dice lui che non passa per modesto...), soprattutto dopo aver constatato il contesto di discontinuità con il passato che caratterizza il nostro presente.

George Soros, pur ammettendo che vedeva già dal 2006 la bolla e che chiaramente non poteva che finire male, ammette che non può che innescarsi un contesto recessivo che considera una certezza e anticipa che dovremo affrontare nuovi equilibri mondiali politico – finanziari, anche se per il futuro ammette che non è in grado di dare risposte: "**E' difficile**

¹⁹ Alberto Alesina Francesco Giavazzi "La crisi Può la politica salvare il mondo?"

accettare l'incertezza. E' seducente l'idea di negare la realtà e gli altri, ma questo rischia di creare ancora più problemi.”

SUPERFLUO O NECESSARIO

Vizio della comunità finanziaria o dell'economia reale?

Charles Morris, nel suo saggio²⁰ appena editato, ammette: “**abbiamo goduto di una prosperità fallace**, resa possibile da un continuo turbinio di denaro, che ha assecondato una sbornia consumistica finanziata da debiti e favorita dalle importazioni”, una classica crisi di tipo argentino solo che stava parlando dell'America.

E' ovvio che se abbiamo pensato che i nostri consumi erano e sono tutti necessari, ma dovremo abituarci almeno per la nostra generazione a considerarli in parte superflui.

E qui torna prepotentemente un problema culturale e politico, perché da tutto quanto ho raccontato non può non emergere prepotentemente che la bolla, come le altre bolle o come la superbolla alimentata dalle speculazioni e dalle crisi che si sono articolate nel tempo, **è stata alimentata sì da imbrogli e malversazioni che ci sono in finanza come nell'economia reale** - emettere CDO subprime è anche meno disdicevole che produrre e distribuire vino al metanolo -, ma soprattutto è stata alimentata da **un uso spregiudicato delle politica monetaria, volta a garantire gli equilibri economici del mondo sviluppato.**

Bene comune si realizza con il determinismo della mano invisibile?

E ciò è stato possibile con tanta più audacia e determinazione tanto più gli uomini che guidavano le istituzioni anche culturalmente rispondevano ad un modello che credeva nel grande potere del libero mercato e nell'esigenza della massima deregolamentazione; la religione fridmaniana (della scuola di Milton Fridman), con l'ascesa di Reagan nel 1980, segnò **la fine del liberismo di stampo Keynesiano e l'assunzione a dogma del mito della “mano invisibile del libero mercato”**. Soros, esprimendo un giudizio su

La fiducia nella mano invisibile del mercato

Nella fiducia aprioristica della ragione individuale

²⁰ Charles R. Morris Crack come siamo arrivati al collasso del mercato e cosa ci riserva il futuro edizioni Elliot

Alan Greenspan, Presidente della Federal Reserve per 10 anni dal 1996, ammetteva che avesse *“una conoscenza dei processi economici più profonda di molti esperti”*, bisogna però rimproverargli di aver permesso alle sue opinioni politiche ispirate al Pensiero di **Ayan Rand** di avere influenzato il suo operato alla Federal Reserve. Ayan Rand²¹ fu fertile alimentatrice della corrente più estremista dell'interpretazione del libero mercato, vera sostenitrice dell'individualismo capitalistico.

E allora torna importante **il monito dell'allora cardinale Ratzinger**: *“che le leggi di mercato garantissero da sole progresso e giustizia è un dogma assunto da Adam Smith in poi, ma il determinismo per cui l'operare delle leggi di mercato evolvono solo in una direzione (efficienza, progresso e giustizia) oggi mostra il suo fallace presupposto filosofico”* e ancora *“Marxismo e liberismo se assumono l'approccio deterministico, sono uguali”* invece *“lo sviluppo economico ha a che fare con lo sviluppo della comunità e con la famiglia allargata dell'uomo” non con una somma indistinta di individualità”*.

Allora ci si deve domandare, anche in finanza, **che contributo diamo con la strumentazione finanziaria moderna alla costruzione della città terrena secondo principi di equità e giustizia**, come diceva **Papa Montini** durante l'inaugurazione della sede di un istituto di credito *“ho la fortuna di osservare che questa Banca intende avere un funzionamento che va al di là della propria buona amministrazione, che va al di là del proprio esclusivo benessere, ma vuole arrivare al bene della città, al bene della regione,è per questo criterio direttivo che l'isolamento economico, morale e sociale, che il denaro è tentato di produrre, qui non si produce e che gli effetti funesti del capitalismo si risolvono invece negli effetti benefici derivanti dalla disponibilità di mezzi di lavoro e di produzione”*.

Quindi, in questi giorni, sulla scia degli scandali finanziari che hanno tradito la fiducia dei risparmiatori compromettendo i loro investimenti e sull'onda della crisi che indurrà cambiamenti pesanti per tutti, si susseguono

Un capo espiatorio o
generici richiami
all'etica

²¹ Non è un caso che Ayn Rand abbia coltivato i suoi studi affascinata da Friedrich Nietzsche, e dalla sua descrizione dell'individuo eroico e indipendente che fa in *“Così parlò Zaratustra”*

prognosi, diagnosi e terapie e come al solito **si tenta anche la scorciatoia del capro espiatorio** identificando un'istituzione o un soggetto su cui scaricare la responsabilità di **un disastro a cui hanno concorso più soggetti, forse un sistema intero**, che acriticamente si è assunto a modello culturale.

Allo stesso tempo, oltre a rincorrere i responsabili, si assiste alla ricorrente e **astratta diatriba sull'etica degli affari e sull'etica degli strumenti**.

Non si ha il coraggio di ammettere che in assenza di ogni riferimento alla **responsabilità dei singoli e delle istituzioni verso il perseguimento del bene comune**, il dibattito volto ad individuare regole, pratiche e teorie tese solo a garantire l'efficienza dei mercati e dell'impresa **ha prodotto poco** per garantirci contro gli accadimenti a cui assistiamo.

Ma questo è un problema politico e non solo finanziario, che invade l'economia reale non solo l'immaterialità della moneta, invade l'uomo non solo nella sua sfera economica.