

## Crisi finanziaria: una lettura alternativa

Henri Lepage

Non mancano analisi che spieghino come la crisi finanziaria si sia sviluppata e come si sia poi propagata ovunque, al punto da dar vita ad una crisi economica globale che s'annuncia come la più grave dalla Grande Depressione degli anni Trenta. Salvo rare eccezioni, tutte queste analisi condividono però un punto: se pure descrivono perfettamente le conseguenze scatenate dall'esplosione della bolla immobiliare americana e dalla vicenda dei *subprime*,<sup>1</sup> esse rinunciano a menzionare la parte di responsabilità che grava sugli effetti perversi dell'ideologia regolamentare. Ma prendere in esame tale aspetto è invece essenziale ed è cruciale per comprendere cos'è successo, così da derivarne conclusioni utili per l'avvenire. La tesi corrente – proposta in maniera più o meno sistematica – presenta la crisi finanziaria come il prodotto inevitabile di un processo di liberalizzazione, globalizzazione ed innovazione finanziaria su cui, a causa del dogmatismo neoliberale, si sarebbe fatto troppo affidamento. È comunemente ammesso che, quando l'economia di mercato capitalista è lasciata a se stessa e non è sufficientemente “controllata”, lungi dall'autoregolarsi essa conduce ad eccessi, abusi e deregolamentazioni finanziarie che, prima o poi, in virtù di meccanismi complessi producono un crollo generale. Gli avvenimenti attuali non sarebbero altro che una nuova conferma di questa fondamentale e mortifera instabilità dell'economia capitalista. Un'economia che solo l'intervento pubblico saprebbe controllare, limitando i danni.

Si è anche evocata l'ipotesi di un tremendo errore di politica monetaria di cui sarebbero responsabili l'ex governatore della Fed, Alan Greenspan, e il suo successore dal 2005, Ben Bernanke.<sup>2</sup> In realtà, ripetiamolo, gli avvenimenti

*Henri Lepage è presidente dell'Institut Turgot (Parigi)*

1 Il termine indica una forma di credito ipotecario (*mortgage*) garantito dall'abitazione del debitore. Più in generale, un *subprime* (*subprime loan* o *subprime mortgage*, in inglese) è un credito a rischio, a tasso più elevato per il debitore e quindi con un rendimento maggiore per il creditore, data la necessità di remunerare il rischio di non vedere rimborsati i propri soldi, un rischio che comunque deve essere limitato dalla garanzia ipotecaria ottenuta sull'abitazione. Perché il credito resti interessante per il debitore, strutture sofisticate di tassi variabili e di prodotti finanziari complessi potevano permettere di mantenere tassi contenuti all'inizio del prestito. Per i creditori, i prestiti *subprime* erano considerati come individualmente rischiosi, ma globalmente sicuri e redditizi. Questa percezione poggiava su una crescita rapida dei prezzi del settore immobiliare. Se un debitore non poteva pagare, il creditore ne otteneva l'alloggio e lo rivendeva. È il fallimento di circa tre milioni di famiglie intestatarie di tali crediti che, nel 2007, ha scatenato la sequenza di investimenti che ha poi condotto alla crisi finanziaria.

2 Viene loro rimproverato di non aver visto profilarsi la bolla immobiliare e, quale reazione alle inquietudini economiche suscitate dallo choc dell'11 settembre 2001, di aver mantenuto tassi troppo bassi durante un periodo troppo lungo (dal 2001 al 2005). Alan Greenspan ora si difende invocando i vincoli del sistema monetario internazionale – particolarmente il modo

che abbiamo vissuto sono meno la conseguenza di un fallimento massiccio dell'economia di mercato che non la manifestazione di una crisi dell'ideologia regolamentare e delle forme contemporanee di economia mista, così come si è manifestata nel contesto specifico di un mercato (quello abitativo) corrotto da ambizioni e pratiche politiche irragionevoli.

### *Subprime: una creazione del mercato politico*

Per comprendere la successione degli avvenimenti, bisogna ripartire dal crollo delle due istituzioni di investimento ipotecario americane, Fannie Mae e Freddie Mac. La stampa le ha presentate come le vittime collaterali di un contagio finanziario che le avrebbe mandate in crisi, e che aveva messo in crisi altre istituzioni finanziarie qualche mese o settimana prima. Sono rari quanti hanno rilevato che queste imprese, in linea di principio "privatizzate" ma tali da beneficiare di uno statuto quasi pubblico, erano dall'inizio all'origine – o quanto meno al cuore – dei processi che hanno generato la bolla dei *subprime*.

Tutto è iniziato con una direttiva federale del 1977 (la RCA, Reinvestment Community Act) che, in nome della lotta alle ineguaglianze economiche e sociali, mirava a spingere le banche e gli altri istituti finanziari americani a sviluppare le loro attività nei quartieri sfavoriti. Per una dozzina di anni questa legge non ha creato particolari problemi, ma nel 1989 un emendamento votato dal Congresso ha obbligato le banche a fornire una gran quantità di dati statistici (colore della pelle, livello degli studi, origini socio-economiche...) al fine di conoscere meglio il profilo sociale della loro clientela e l'evoluzione che essa conosceva.

Nel 1992 queste statistiche sono state utilizzate da taluni accademici di Boston per dimostrare che la distribuzione dei crediti a fini residenziali (*housing mortgages*) non era socialmente equa e che le banche erano responsabili di pratiche "discriminatorie" a scapito delle fasce sociali meno favorite, in modo particolare le famiglie di colore.<sup>3</sup>

All'inizio degli anni Novanta un movimento politico di grande ampiezza ha iniziato a mobilitare il Paese intorno all'idea che ogni americano doveva diventare proprietario della propria casa. È in quel momento che il ministero per le questioni abitative (l'HUD, Department of Housing and Urban Development) ha deciso di dare la propria garanzia soltanto a prestiti concessi da istituti o banche che accettavano di ridurre le loro esigenze (ad esempio, dando meno importanza ai criteri di reddito e alla capacità di rientrare dal debito, o che non consideravano i precedenti riguardanti l'indebitamento degli individui). Simultaneamente, la RCA è stata modificata: le associazioni ormai potevano denunciare alle autorità politiche locali le banche che non facevano abbastanza sforzi per offrire prestiti, specialmente a favore dei clienti meno in grado di rimborsare quanto ricevuto. Infine nel 1995 lo Stato ha riformato lo statuto di Fannie Mae e di Freddie Mac. In cambio di un impegno attivo al servizio della nuova politica di accesso alla

---

in cui le eccedenze cinesi hanno inondato il mondo di liquidità. Chi ha torto? Chi ha ragione? Gli economisti sono divisi.

3 Si tratta di uno studio pubblicato dalla Fed di Boston, le cui statistiche pretendevano di dimostrare che i tassi di rigetto per le domande di crediti immobiliari erano sistematicamente più alti per le minoranze etniche. Dico "pretendevano", poiché analisi ulteriori hanno mostrato che tali risultati erano statisticamente contestabili. Sul ruolo chiave giocato dalla Fed di Boston nella genesi della bolla dei *subprime*, si veda il testo straordinariamente documentato scritto dal professor Stan J. Liebowitz, "Anatomy of a Train Wreck, Causes of the Mortgage Meltdown", pubblicato nella serie Independent Policy Report, 3 ottobre 2008 (The Independent Institute, Oakland, CA) e disponibile in italiano nel volume *La crisi ha ucciso il libero mercato?*, a cura di Alberto Mingardi, IBL Libri, Torino 2009.

proprietà abitativa, questi due istituti si sono visti attribuire nuovi privilegi concorrenziali, capaci di generare sensibili vantaggi finanziari. Ad esempio, essi hanno ottenuto la concessione dello statuto speciale di “Government sponsored enterprises”<sup>4</sup> (ciò che ha finito per dotarle di una garanzia implicita proveniente dal governo federale); o ancora il fatto di essere esentate dall’applicazione di quelle regole comuni, riguardanti il calcolo dei rapporti prudenziali, che invece sono imposte agli altri istituti finanziari privati.

Progressivamente la nuova RCA è diventata, in nome della lotta al razzismo e alle discriminazioni, un potente strumento di ricatto utilizzato da un esercito di “movimenti civici” legati al partito democratico (in particolare il celebre gruppo ACORN, per il quale Barack Obama operò quale avvocato). Questi movimenti si sono avvalsi sulla legge federale per minacciare di denunciare (alle autorità che in ogni stato sono incaricate del rinnovo delle licenze bancarie) gli istituti che non si spingevano abbastanza lontano nell’applicare i criteri di valutazione. È così che negli Stati Uniti si è generalizzata la pratica che consisteva nell’accordare prestiti ipotecari a famiglie le cui garanzie di rimborso divenivano sempre più problematiche. Ed è proprio così che sono stati i *subprime*.

La professione bancaria s’è fatta tanto più facilmente forzare la mano quanto più il contesto monetario favoriva tutto ciò. In un quadro di abbondanza di liquidità, bassi tassi di interesse e crescita continua dei prezzi immobiliari da molti decenni,<sup>5</sup> non c’era apparentemente alcuna ragione d’inquietarsi. E questa tranquillità era confermata anche dai modelli matematici di calcolo dei rischi, basati sull’analisi statistica del passato.

### *Uno scandalo affaristico-politico*

All’inizio Fannie Mae e Freddie Mac erano relativamente poco impegnate sul fronte dei *subprime*. Per ragioni contabili legate al loro statuto, il vantaggio concorrenziale di cui godevano in rapporto alle altre società di concessione delle ipoteche non le spingeva ad assumere rischi particolari. Ma tutto ciò non faceva i conti con l’HUD e lo spirito di crociata che motivava i suoi dirigenti. Questi hanno preteso da quanti attribuivano crediti di andare sempre più in là nell’alleggerimento dei criteri di eleggibilità dei prestiti (introducendo, ad esempio, una nuova categoria di crediti senza apporto iniziale). Delusi dalla crescita troppo lenta della percentuale dei proprietari di abitazioni tra le famiglie più modeste, hanno allora imposto a Fannie Mae e Freddie Mac di rispettare percentuali sempre più alte di prestiti *subprime*. Nel 1996 la regola era che la parte dei crediti accordati a famiglie che guadagnavano meno del reddito annuo mediano doveva essere del 45%; l’obiettivo è passato al 50% nell’anno 2000 e poi al 52% nell’anno 2005. Le 2F – come vengono familiarmente chiamate le due imprese negli Stati Uniti – si sono impegnate a raggiungere tale obiettivo con zelo. È vero che i privilegi legati al loro statuto generavano significative rendite finanziarie personali e che i loro direttori, per conservarne i vantaggi, praticavano una politica molto attiva di lobby nei confronti

4 Espressione che si può tradurre con “imprese patrocinate dallo Stato” o anche “imprese di cui lo Stato si fa garante”: da qui la conclusione che si trattava di imprese che beneficiavano di una “garanzia finanziaria” da parte dello Stato, mentre in realtà tale formula non appare da nessuna parte nella legge. Questa garanzia è una “credenza” del mercato, la quale non poggiava su alcuna realtà “legale”, ma che in definitiva si è “auto-avverata” quando lo Stato ha nazionalizzato le due imprese per impedir loro di fallire.

5 Praticamente dagli anni Trenta, a parte alcune recessioni regionali (come nel Texas agli inizi degli anni Novanta).

degli ambienti politici, per i quali l'“alloggio popolare” era divenuto un argomento elettorale essenziale.<sup>6</sup>

Questo zelo è cresciuto ulteriormente a partire dal 2004, quando talune accuse riguardanti frodi e malversazioni contabili distribuite nell'arco di molti anni, e che interessavano vari direttori di epoche diverse (tra cui il nuovo capo dello staff di Obama, Rahm Emanuel), hanno attirato l'attenzione degli ambienti parlamentari sul modo in cui i due istituti erano gestiti. Dall'inizio del nuovo millennio taluni economisti avevano espresso inquietudine sulla deriva di tali attività. Sembrava infatti che i loro impegni, in termini di rischio, fossero divenuti del tutto irragionevoli e che in caso di svolta congiunturale del mercato le due imprese rischiassero di trovarsi rapidamente in difficoltà. Ma tenuto conto della garanzia implicita di cui beneficiavano da parte dello Stato americano, nessuno se n'è preoccupato più di tanto. La “bolla di Internet” ha nascosto l'emergenza progressiva di una “bolla immobiliare”, e ciò tanto più che, per proteggere i suoi obiettivi politici, il ministro per le questioni abitative dell'epoca, Andrew Cuomo, aveva perfino abusato delle sue funzioni spingendo i responsabili di Fannie Mae e Freddie Mac a mascherare la realtà delle cifre.<sup>7</sup>

Lo scandalo politico-finanziario sarebbe potuto esplodere nel 2004, quando taluni senatori hanno chiesto la creazione di una commissione d'inchiesta. Ma i dirigenti di Fannie Mae e Freddie Mac hanno mobilitato tutti i loro contatti politici e tutti quelli che in un modo o nell'altro avevano beneficiato della loro generosità politica lobbistica. Gli eletti democratici hanno risposto in massa “presente!” e hanno bloccato la costituzione della commissione. Se fosse stata costituita, il seguito degli avvenimenti probabilmente sarebbe stato assai diverso. Senza dubbio la crisi non avrebbe raggiunto il parossismo a cui abbiamo assistito.

La restituzione del favore non si è fatta attendere. Per gratitudine i responsabili delle 2F si sono messi più che mai al servizio degli obiettivi politici dell'amministrazione. Tutte le dighe sono saltate. Il 2004 segna il momento a partire dal quale le 2F finanziano la produzione dei *subprime* in quantità davvero industriale; il momento in cui la bolla si dilata in modo smisurato; il momento, al tempo stesso, in cui tutti i prodotti tossici (ma che all'epoca erano considerati sicuri come denaro contante) si diffondono ovunque lungo tutti i canali del sistema finanziario americano e finiscono per contaminare l'insieme dell'economia finanziaria internazionale. Se nel 2001 i prestiti classificati come *subprime* rappresentavano meno del 10% delle ipoteche, nel 2006 la proporzione è salita al 23%, e cioè un numero pari ad un terzo dei nuovi prestiti accordati nell'anno (per un volume globale di crediti immobiliari che era lui stesso cresciuto). Per il periodo 2005-2007 la percentuale dei *subprime* viene valutata a più del 40%. Ciò che testimonia una vera esplosione.

### Overdose regolamentare

La bolla è esplosa alla fine del 2006 quando un ritorno verso l'alto dei tassi di interesse deciso dalla Fed (per paura di un ritorno dell'inflazione) ha condotto ad un riallineamento dei prezzi immobiliari americani. Una semplice riduzione dell'1,5% del prezzo medio su sei mesi delle abitazioni è stato sufficiente a scatenare un aumento del 50% del numero di quanti non erano in grado di far fronte agli impegni. Da un giorno all'al-

6 Per una descrizione molto completa delle attività lobbistiche condotte da Fannie Mae e Freddie Mac si veda lo studio di Peter J. Wallison e Charles W. Calomiris, “The Last Trillion Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac”, *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, settembre 2008.

7 Si vedano le testimonianze citate nel *Village Voice* del 5 agosto 2008.

tro, molti debitori che si erano lasciati sedurre dalla generosa offerta di contratti senza apporto iniziale di denaro si sono trovati in trappola, con un debito ormai superiore al valore della vendita della loro proprietà. Piuttosto che continuare a onorare le scadenze, questi hanno preferito mettere la chiave sotto lo zerbino,<sup>8</sup> conducendo al fallimento di istituti di credito che, spinti dai poteri pubblici e per rispondere alle pressioni delle associazioni militanti, si erano specializzati in questo nuovo genere di prestito “sociale”.

Il seguito della vicenda è ben noto ed è stato largamente descritto dai media. Ciò che è stato molto meno esaminato è il modo in cui l’ambiente regolamentare e istituzionale progressivamente messo in piedi, dopo l’epoca Reagan-Thatcher, per rispondere ai grandi choc economici e finanziari degli ultimi quindici anni – il crac del 1987, la crisi asiatica del 1997, l’affaire dell’*hedge fund* LTCM, il fallimento di Enron, la bolla Internet-telecom, la crisi borsistica del 2001 – ha aggravato la situazione e trasformato una crisi che in origine era specificamente americana in un ciclone mondiale.

Il capitalismo non è perfetto. I boom e le crisi fanno parte del suo metabolismo naturale e sono il prezzo da pagare per il suo dinamismo e la sua “distruzione creatrice”. Ma soltanto fattori esogeni – come lo scatenamento di una guerra, il ritorno a politiche protezioniste, errori massicci di regolamentazione monetaria o, ancora, lo spiegamento di uno zelo eccessivo di angelismo regolamentare – possono spiegare come taluni di questi cicli si trasformino in autentici tsunami planetari come se ne producono “uno o due per secolo”, così come ha dichiarato François Fillon.

I governi delle grandi democrazie hanno appreso alcune lezioni dalla catastrofe del 1929. I loro dirigenti sono concordi nell’ammettere che il ritorno al protezionismo sarebbe l’equivalente, nell’ordine economico, ad un “peccato capitale”. Non si vedono le grandi banche centrali ripetere il tipo d’errore deflazionista che ha precipitato il mondo degli anni Trenta nella depressione.<sup>9</sup> Da questo punto di vista, le dichiarazioni e le dichiarazioni rilasciate dai governi negli ultimi mesi e gli interventi a ripetizione delle banche centrali per evitare una trombosi dei circuiti bancari possono rassicurarci. Ma l’attivismo nell’ambito della regolamentazione, anche se motivato da eccellenti intenzioni, e anche quando appare appropriato, può condurre – se non si fa attenzione – a conseguenze dello stesso tipo.

Solo comprendendo il contesto regolamentare e le condizioni dell’intervento dello Stato è possibile spiegare il carattere eccezionale, in termini di ampiezza e di diffusione, delle conseguenze della bolla immobiliare americana.

Gli elementi da tenere in considerazione sono molti, complessi e spesso strettamente interconnessi.

---

8 Nel senso letterale del termine. Bisogna infatti sapere che, nel diritto americano, il creditore immobiliare non può recuperare quanto gli spetta colpendo nei suoi redditi personali il debitore non rispettoso degli impegni. Il solo mezzo di cui si dispone è quindi la sottrazione del bene ipotecato. In questo senso si parla di un “non recourse loan”. È dunque frequente vedere un debitore che non può più pagare le rate della propria casa mettere puramente e semplicemente la chiave sotto lo zerbino e trasferirsi altrove senza neppure avvertire l’istituto di credito, sicuro che in tutti i modi egli non andrà incontro a ulteriori conseguenze personali (come invece avverrebbe in Francia).

9 Si fa qui allusione alla politica francamente “deflazionista” della Fed che, a seguito del crac del 1929 (e in ragione di un errore mirabilmente raccontato da Richard H. Timberlake in un articolo del *Cato Journal*, volume 28, n.2, primavera-estate 2008, “The Federal Reserve Role in the Great Contraction and the Subprime Crisis”) ha condotto, nell’arco di qualche mese, ad una riduzione massiccia della massa monetaria in circolazione (<http://www.cato.org/pubs/journal/currentissue.html>).

### La regolamentazione del territorio

Nel corso degli ultimi dieci anni le politiche di pianificazione del territorio (ribattezzate “politiche di efficace crescita urbana”, *smart growth policies*) negli Stati Uniti sono state considerevolmente rafforzate e ciò al fine di limitare l’espansione spaziale delle città (il primato, in questo senso, spetta alla California).

Gli studi empirici mostrano come i prezzi immobiliari siano superiori negli agglomerati urbani in cui la pianificazione territoriale è più stringente. Allo stesso modo è nelle aree in cui le regole urbanistiche sono più strette che i tassi di *subprime* sono più alti. È in queste zone che il ritorno del ciclo immobiliare ha fatto più vittime (fallimenti, individui rovinati, espulsioni).

Secondo l’esperto Wendell Cox che, ogni anno, elabora per gli Stati Uniti un insieme di indici regionali sulla difficoltà di trovare casa, non c’è dubbio che l’irrigidimento delle regolamentazioni urbanistiche nella maggior parte delle grandi città americane ha giocato un ruolo significativo nella formazione della bolla immobiliare. I suoi dati mostrano che la bolla non s’è sviluppata che nelle aree urbane dotate di piani regolatori molto restrittivi, dove l’aumento dei prezzi delle abitazioni è stato più forte.<sup>10</sup>

### Le percentuali prudenziali della Banca dei regolamenti internazionali

Infatti è là che tutto è iniziato. Gli accordi di Basilea, negoziati tra le grandi banche centrali occidentali sotto l’egida della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), risalgono al luglio 1988.<sup>11</sup> Imponendo di conservare un montante minimo di capitali propri almeno pari all’8% del totale degli impegni, questi accordi hanno costretto le grandi banche a ridurre i prestiti (e dunque i profitti) o ad aumentare i capitali propri (e così a diluire il loro azionariato).

È per sfuggire a questo dilemma che le banche si sono lanciate a corpo morto nella fabbricazione di prodotti cartolarizzati.<sup>12</sup> Nelle loro relazioni con le grandi imprese e con gli investitori istituzionali, esse hanno semplicemente cambiato mestiere. Invece che concedere prestiti su cui essere remunerate prelevando un interesse, esse si sono orientate verso l’emissione di prestiti di cui si sono servite quale materia prima per la rivendita di prodotti finanziari sempre più complessi, concepiti per ripartire i rischi e fonte di commissioni generose.

10 Si vedano gli eccellenti articoli di Vincent Bénard sui due blog *Objectif Liberté* (<http://www.objectifliberte.fr/>) e *Logement, crise publique, remèdes privés* (<http://www.crisepublique.fr/>). In particolare, è da leggere l’intervista a Wendell Cox, “Pourquoi les législations anti-étalement urbain sont les principales responsables de la crise des subprimes”, (<http://www.crisepublique.fr/2008/04/interview-de-we.html>).

11 Gli accordi di Basilea costituiscono un dispositivo prudenziale destinato a gestire meglio i rischi bancari e principalmente il rischio connesso al credito e le esigenze di fondi propri. Queste prime direttive sono state elaborate dal Comitato di Basilea sotto l’egida della “banca delle banche centrali”: la Banca dei regolamenti internazionali (BRI). Una versione rivista – detta Basilea II – è stata oggetto di un accordo firmato nel 2004.

12 La cartolarizzazione è una tecnica finanziaria che consiste nel trasferire ad investitori alcuni titoli finanziari come i crediti (ad esempio fatture emesse non saldate o prestiti in corso, trasformando tali crediti – grazie al passaggio di una società *ad hoc* – in titoli finanziari emessi sul mercato dei capitali. Una tale cartolarizzazione si opera raggruppando in un portafoglio (cioè in un lotto) crediti di natura simile (prestiti immobiliari, prestiti al consumo ecc.) che si cedono allora ad una struttura *ad hoc* (società, fondo o *trust*), la quale ne finanzia il prezzo di acquisto piazzando titoli presso gli investitori. I titoli rappresentano ciascuno una frazione del portafoglio di crediti cartolarizzati e danno diritto agli investitori di ricevere il pagamento dei crediti (ad esempio, quando le fatture sono pagate o quando i prestiti immobiliari versano le loro mensilità) sotto forma di interessi e di rimborso del capitale.

È in tali circostanze che sono nati i prodotti “strutturati”, i CDS (*credit default swaps*),<sup>13</sup> i CDB (*collateral debt obligations*),<sup>14</sup> i MBS (*mortgage-backed securities*)<sup>15</sup> e altri SIV (*special investment vehicles*)<sup>16</sup>... tutta una piramide di strumenti e pratiche oggi denunciati quali responsabili della disfatta.

Paradossalmente mentre la nuova regolamentazione puntava a sanare l'attività delle grandi banche, essa al contrario ha incoraggiato i loro dirigenti ad orientarsi verso una gestione capitalistica sempre più aggressiva e senza vincoli. Tanto più che le loro nuove attività le mettevano direttamente in concorrenza con altri organismi di investimento e gestione – come gli *hedge funds* – che, da parte loro, non erano assoggettati ai medesimi obblighi.

Senza i rapporti fissati da Basilea la bolla non avrebbe certo preso l'ampiezza che poi ha avuto. Le percentuali prudenziali dovevano servire da sistema d'allarme avanzato, al fine di evitare i fallimenti delle banche e degli istituti finanziari. L'esperienza giapponese degli anni Novanta ha soprattutto mostrato che il sistema emetteva segnali d'allarme solo quando era ormai troppo tardi.<sup>17</sup>

Gli accordi di Basilea sono stati rivisti nel 2004 e rimpiazzati da una nuova e più complessa regolamentazione, detta “Basilea II”. L'esperienza non è stata più felice. Vi sono in effetti forti ragioni per pensare che sia stata l'adozione di queste nuove regole da parte della Securities and Exchange Commission nel 2004 – e la loro applicazione alle sei grandi banche d'investimento americane – che è stata all'origine del formidabile aumento dei loro coefficienti di leva. Da cui, quale conseguenza, la spettacolare scomparsa di due di loro nel corso del 2008 (Bear Stearns e Lehman Brothers).<sup>18</sup>

### Il “mark to market”

13 Il *credit default* è lo strumento più elementare dei derivati del credito. È un contratto che permette al detentore di acquistare una protezione contro il rischio di credito di un'entità di riferimento per un nominale e una redditività dati. L'acquirente di protezione paga regolarmente un premio fino alla conclusione del contratto o al venir meno dell'entità di riferimento. In cambio, il venditore di protezione garantisce all'acquirente fino al maturare degli interessi che egli coprirà il nominale in caso di difetto dell'entità di riferimento.

14 I CDO sono titoli di debito emessi da strutture di cartolarizzazioni ad hoc che acquistano e detengono obbligazioni emesse da imprese o banche. Essi permettono di rendere liquidi taluni titoli che non lo sono spontaneamente e sono usati dalle banche che desiderano rifinanziarsi presso investitori che accettano di prendere un rischio su un portafoglio di debiti.

15 Un *mortgage-backed security* (MBS) è un valore immobiliare collegato a titoli il cui valore è garantito da un insieme di porzioni di ipoteche e dagli interessi pagati su di esse.

16 Gli *special investment vehicles* sono strutture speciali create dalle banche per gestire portafogli di crediti cartolarizzati fuori dal campo di applicazione di norme prudenziali.

17 Si confrontano i lavori dell'economista giapponese Yoshinori Shimizu in “Impacts of the BIS regulation in the Japanese Economy”, *Journal of Asian Economics*, febbraio 2007.

18 Si veda la spiegazione data Charles W. Calomiris in un articolo del *Wall Street Journal* datato 18 ottobre 2008: “Another Deregulation Myth”. Gli accordi di Basilea II sostituiscono l'obbligo per le banche di conservare un montante di capitali proprio almeno uguale all'8% delle esposizioni con un sistema in cui il montante minimo dei capitali da rispettare è fissato in funzione del grado di rischio dei diversi investimenti, dove questo livello di rischio è determinato da modelli matematici fondati sull'analisi di serie statistiche del passato. Il passaggio ad un tale sistema fu particolarmente funesto in considerazione del fatto che gli Stati Uniti si trovavano nel pieno di un boom immobiliare. La semplice analisi dei dati storici conduceva, in effetti, a sopravvalutare la fiducia che poteva essere piazzata in tutta una serie di strumenti finanziari i cui sottostanti contenevano in realtà elementi tossici non ancora identificati. È così che le grandi società di Wall Street hanno potuto liberamente far crescere i loro coefficienti di leva a 20, poi a 25 e infine a 30 volte i loro capitali propri, senza che la Sec avanzasse obiezioni.

Il “mark to market” è una regola contabile che obbliga i bilanci delle imprese a tenere in considerazione il valore di borsa dei loro titoli alla chiusura dei periodi contabili. In senso proprio, non si tratta di una norma regolamentare imposta dal legislatore, ma di una decisione presa dagli organismi di normalizzazione contabile a carattere professionale. Nonostante ciò la decisione è stata largamente adottata in risposta alle domande e alle pressioni della Securities and Exchange Commission, che oggi vigila per la sua applicazione.

Gli specialisti sono concordi nel riconoscere il ruolo essenziale che la regola contabile del “mark to market” ha avuto (e continua ad avere) nell’amplificazione dei processi di smobilizzo e dunque nell’accentuazione del carattere drammatico degli avvenimenti borsistici.<sup>19</sup> È in larga misura questa regola, generalizzata a partire dal 2004, che spiega il carattere molto eccezionale dell’ultimo uragano in rapporto alle crisi precedenti.

Dalla fine del mese di settembre del 2008, la Sec e le autorità europee hanno deciso di ammorbidire l’applicazione della regola. Talune imprese, in determinate circostanze, sono ormai autorizzate a tornare alla tecnica del “mark to model” (20).<sup>20</sup> Ma il carattere assai sfumato ed impreciso di questa eccezione comporta effetti totalmente perversi in ragione dell’incertezza supplementare che ciò introduce nelle decisioni contabili.

Non è mai una cosa buona cambiare le regole in un periodo di tensioni, anche se esse appaiono inadatte. Molte imprese americane, abituate ai controlli piuttosto puntuali delle autorità finanziarie, si rifiutano di trarre vantaggio dalle nuove libertà contabili che, in linea di principio, sono state loro restituite, e questo perché la mancanza di chiarezza e di precisione dei testi fa sì che esse non sanno più come comportarsi in caso di controlli.

### *Le responsabilità della Sec (Securities and Exchange Commission)*

Le agenzie di *rating* hanno giocato senza dubbio un ruolo nel meccanismo che ha condotto alla formazione della bolla e, in seguito, alla sua esplosione.

La loro vigilanza si è rivelata fallimentare perché esse hanno accordato troppo facilmente un giudizio AAA (la tripla A) alle molte filiali bancarie specializzate nella gestione di portafogli con *subprime* e derivati. Si sono poste ben poche domande sulla qualità dei prodotti cartolarizzati che avevano il compito di valutare.

Che questo insuccesso si spieghi, in molti casi, grazie alla presenza di un conflitto d’interessi – come hanno abbondantemente sottolineato i media – è del tutto plausibile. In sostanza, le agenzie di *rating* non hanno fatto il loro mestiere. Ma chi è la colpa? È a causa di un insufficiente inquadramento regolamentare delle loro attività? O non sarà, più semplicemente, che si tratta di un bell’esempio di professione in cui la concorrenza non esiste quasi più?

<sup>19</sup> A prima vista, questo obbligo sembra ragionevole. Dopo tutto quando un titolo si deprezza, sembra logico che la contabilità dell’impresa, che deve informare i mercati in merito al suo reale stato finanziario, prenda in conto questo deprezzamento. Ma la regola diventa velenosa quando, in un periodo di perturbazioni, i volumi scambiati su un titolo cadono quasi a zero, le rare vendite effettuate dalle persone che possedevano questi titoli essendo transazioni del genere “si salvi chi può” rese assolutamente necessarie dalle condizioni della tesoreria dell’impresa, e che piazzano il venditore in una posizione di drammatica debolezza. Si vedano le spiegazioni di Vincent Bénard nel suo blog: <http://www.objectifliberte.fr/2008/10/subprimes-never.html>.

<sup>20</sup> La tecnica del “mark to model” consiste nel valorizzare una posizione sulla base di un modello finanziario e, dunque, sulla base di ipotesi formulate da colui che effettua la valutazione. Tale valutazione è sottomessa al rischio che il modello impiegato o le ipotesi che gli sono sottese siano errati.



La maggior parte dei commentatori dimenticano che a seguito dello scandalo di Penn Central, negli anni Settanta, per inquadrare l'attività degli agenti di cambio e di altre aziende per la gestione di azioni, la Sec ha progressivamente predisposto un insieme di disposizioni regolamentari molto rigorose la cui conseguenza indiretta è stata quella di proibire l'accesso al mercato americano di nuove società.<sup>21</sup> In questo modo, il *rating* è oggi una professione ormai dominata da un piccolissimo numero di imprese (tre, per essere esatti: Moody's, Standard and Poor's, Fitch) che – grazie allo statuto di Nationally Recognized Statistical Rating Organisations, NSSROs – si dividono il privilegio di essere le sole abilitate dalla Sec a valutare le obbligazioni detenute dalle istituzioni finanziarie americane regolamentate.

Come sottolinea Fred Smith, presidente del Competitive Enterprise Institute di Washington, una tale posizione monopolistica aggrava gli inconvenienti del conflitto di interessi che oppone le agenzie di *rating* alle imprese che esse esaminano, ma alle quali portano anche – e sempre più – molte consulenze remunerate. Queste pratiche nociono alla qualità delle loro funzioni d'analisi valutazione, e dunque all'informazione e alla trasparenza dei mercati.<sup>22</sup> In questo caso, allora, ad essere in causa non è più il mercato, né la brama di profitto dei capitalisti.

### *I misfatti della garanzia di Stato*

Dato che beneficiavano implicitamente di una garanzia dello Stato federale, Fannie Mae e Freddie Mac non provavano alcuna difficoltà ad emettere i prodotti cartolarizzati sulla base dei flussi ipotecari ottenuti dagli istituti di credito. Allo stesso modo, i due istituti potevano piazzare tante obbligazioni quante ne desideravano per finanziare le loro acquisizioni di nuovi prestiti. I finanziari di tutto il mondo erano disposti ad assorbire tutto quanto era disponibile, poiché bastava che i prodotti che essi ritrasformavano contenessero elementi etichettati Fannie Mae o Freddie Mac perché essi ricevessero una nota AAA – la migliore tra le quotazioni del mercato.

È così che la pompa che ha messo in circuito i *subprime* si è imballata. Ma il meccanismo aveva il suo rovescio.

Dal momento che la garanzia statale di cui sembravano godere dava loro uno sbocco e una capacità di appello al mercato finanziario quasi illimitati, i due istituti si sono mostrati meno rigorosi e accorti, in particolare sulla qualità relativa dei pezzi di ipoteca che essi scomponavano, al fine di integrarli in prodotti strutturati. Hanno fatto loro il mestiere in maniera meno seria e con meno cura.

Numerosi prodotti derivati e “derivati di derivati” si sono così trovati contaminati dalla diffusione di crediti ad alto rischio, senza che nessuno (perfino all'interno dei due istituti) sapesse esattamente dove si trovavano tali rischi e quali montanti rappresentassero. È il timore che tali pezzi si trovassero in altri prodotti, senza che si potesse identificarli né svelarne la presenza, che – una volta che il settore immobiliare è crollato – ha spinto i mercati borsistici sul piano inclinato delle operazioni di disimpegno.

Il numero dei *subprime* realmente nocivi era relativamente contenuto in rapporto alla somma dei prestiti ipotecari in circolazione. Ma l'incertezza in merito alla qualità dei prodotti primari fabbricati da Fannie Mae e Freddie Mac, e che servono da base a tutta

21 Su questo soggetto si veda quanto afferma il professor Lawrence J. White: “The SEC's Other Problem” nella rivista *Regulation*, primavera 2007, [www.cato.org/pubs/regulation/regv25n4/v25n4-10.pdf](http://www.cato.org/pubs/regulation/regv25n4/v25n4-10.pdf).

22 Fred Smith Jr., “Capitalism in Crisis: The Failure of the Mixed Economy”, intervento al convegno dell'International Leaders Summit, Bruxelles, il 12 novembre 2008.

la piramide, è bastata a scatenare il più grande disordine finanziario che il mondo abbia mai conosciuto.

### *Gli effetti dell'“azzardo morale”*

Da un punto di vista economico, la bolla degli ultimi anni si analizza come una classica crisi di sovrapproduzione. Un'irragionevole crociata politica volta ad accrescere la proprietà all'interno delle classe meno favorite ha condotto ad un sovrainvestimento in due settori particolari: l'immobiliare e il suo finanziamento – cioè la produzione dei servizi bancari e finanziari.

Come qualsiasi altra industria in sovrapproduzione, il superamento della crisi esige massicce ristrutturazioni che permettano agli istituti più in difficoltà di essere ristrutturati a favore di quelli più sani. La crisi di liquidità è il meccanismo che, di norma, obbliga i manager degli istituti i cui bilanci sono più squilibrati, anche se sono ben lungi dall'aver demeritato, a mettersi in vendita o a farsi assorbire da altri, che hanno dato prova di una gestione più prudente. È così che opera quella scrematura che ha il compito di ricondurre le capacità di produzione al livello della domanda che può essere realmente soddisfatta. A meno che lo Stato non s'impicci!

Quando nell'estate del 2007 la banca scozzese Northern Rock si è trovata in difficoltà, i suoi dirigenti si sono subito messi alla ricerca di un partner meglio in grado di assorbire il peso dei loro debiti. Il negoziato, condotto in maniera riservata, era sul punto di arrivare a soluzione quando il ministero britannico delle Finanze s'è improvvisamente ricordato che, sulla base della legislazione europea, una tale operazione aveva senza dubbio bisogno di una procedura di offerta pubblica. Non era più possibile conservare il segreto sulla cosa. L'informazione si è diffusa. I depositari – che non erano stati ancora informati sulle garanzie di cui disponevano – si sono agitati. I clienti si sono precipitati verso gli sportelli per ritirare i soldi. Non c'era più altra soluzione che fare intervenire lo Stato di tutta urgenza (nazionalizzazione).

Qualche mese dopo, la grande società americana d'investimenti Bear Stearns veniva salvata da un'operazione pilotata e garantita dalla Fed, a vantaggio della J.P. Morgan. Tutti si sono rallegrati della cosa. In quel momento sembrò che la rapidità della reazione delle autorità avesse permesso di evitare un contagio sistemico.

Ma tale salvataggio aveva il suo rovescio. Esso ha rafforzato la tesi (già totalmente abbracciata dal mercato ben prima dei salvataggi Northern Rock—che non era neanche “big”—e Bear Stearns, come evidente nei compressi spread rispetto ai titoli di stato a cui trattava il debito delle grandi banche e delle GSE malgrado il deterioramento negli anni dei loro bilanci) del “too big to fail” (troppo grande per fallire) secondo la quale lo Stato americano non può in alcun caso permettere di lasciare che un certo numero di società fallisca. Questa convinzione dei mercati si è ulteriormente rafforzata quando lo Stato è intervenuto di nuovo, nel corso dell'estate, per salvare Fannie Mae e Freddie Mac, acquisendo partecipazioni maggioritarie in capitale e iniettandovi miliardi di dollari freschi.

L'effetto di tali salvataggi, in realtà, è disastroso. “Se lo Stato salva il tale, o il tal altro, perché non me?”. Molte altre imprese, che occupano anch'esse una posizione strategica, possono ritenere che lo Stato non le lascerà sparire nel momento in cui incontreranno difficoltà.

Risultato: non c'è più nulla che incita i gruppi dirigenti delle diverse società a esplorare, ben prima di trovarsi in una situazione d'emergenza, le soluzioni di mercato suscettibili di offrirsi loro. Non è mai piacevole cedere le redini della propria impresa (il

potere e tutti gli emolumenti connessi) a qualche gruppo rivale. Piuttosto che ricercare con discrezione alleanze che possano senza dubbio evitare il peggio, si va ad investire sempre più su amici politici o sulle relazioni che s'intrattengono con l'amministrazione, e che saranno in condizione – quando si rivelerà necessario – di orientare le decisioni pubbliche a proprio vantaggio. I favori dei circoli politici diventano più importanti delle soluzioni imprenditoriali.

È quello che si chiama “azzardo morale” (*moral hazard*). Di colpo, i dirigenti sono impreparati ad affrontare le situazioni estreme. Tardano a prendere coscienza della gravità dei rischi ai quali i mercati sono esposti. E questo rende ancora più difficile l'uscita dalla crisi.

### L'effetto Bear Stearns

Conclusione: le soluzioni ai problemi posti dalla crisi passano non da una messa in discussione della globalizzazione e del capitalismo, né da un ritorno massiccio dello Stato nella regolamentazione delle attività economiche e finanziarie. Esse necessitano di un esame critico approfondito dell'insieme labirintico di interventi pubblici che sono stati predisposti nel corso degli anni, il più delle volte in maniera disorganica (compresi quelli proveniente da istituzioni assai rispettate, incaricate di gestire la politica monetaria e dalle banche centrali).

Perché non bisogna sbagliare la diagnosi. Quella che sta investendo il mondo non è una crisi del capitalismo, ma, al contrario, una crisi di sovra-regolamentazione, una crisi di overdose regolamentare (*overregulation*).

Anche gli avvenimenti drammatici dell'autunno del 2008 offrono un ultimo esempio del modo in cui l'intervento statale, giudicato legittimo a priori, ha in realtà causato il disordine e seminato il caos.

Tutto è iniziato quando, all'inizio di settembre, è esplosa la notizia del fallimento della Lehman Brothers. Basandosi sul segnale inviato sei mesi prima dalle autorità federali in occasione dell'affare Bear Stearns, i mercati erano persuasi che in ogni caso Lehman Brothers faceva parte di quelle imprese che non si sarebbe mai lasciate fallire. Un errore funesto!

La caduta di Lehman Brothers è stato un choc tanto più rilevante quanto più era inatteso. Perché una e non l'altra? Perché si era salvata la Bear Stearns sei mesi prima? E perché ora si abbandonava Lehman? Perché, quasi nello stesso momento, si andava invece in soccorso di AIG? E perché quest'ultimo salvataggio si è fatto interamente a carico degli azionisti, mentre il denaro pubblico ha permesso di proteggere gli interessi degli altri partner finanziari dell'impresa?<sup>23</sup> Ci si può stupire del fatto che le borse abbiano reagito male? Sulla base di quali criteri sono state prese le decisioni da parte dei poteri pubblici? A quali influenze e a quali gruppi di pressione hanno risposto quelle scelte? Che logica c'è in tutto ciò? Ogni intervento dei poteri pubblici ha necessariamente un

<sup>23</sup> Sottolinea Alan Reynolds, ricercatore del Cato Institute, che “quando sono lasciati liberi di negoziare come vogliono, i mercati finanziari fanno emergere generalmente delle soluzioni che si sforzano di conciliare quanto più si può gli interessi delle diverse parti. Quando lo Stato s'intromette, le cose cambiano. Questi non esita a schierarsi direttamente dalla parte di qualcuno e sono di solito gli azionisti che finiscono per sopportare l'onere di tutto questo, a vantaggio della classe dei creditori. L'abbandono del ricorso al fallimento e dunque il mancato rispetto dei percorsi codificati dal diritto equivale ad un esproprio ai danni di quanti (all'occorrenza gli azionisti) che l'ukase dei poteri pubblici penalizza rispetto a quello che sarebbe stato il risultato di una procedura di fallimento. Conseguenza: un significativo aumento del premio di rischio delle azioni che, contrariamente alle intenzioni, non è fatto per fare crescere la borsa. “Why Bailouts Scare Stocks”, *The New York Post*, 18 settembre 2008.

aspetto soggettivo, discriminatorio e dunque imprevedibile. È così che, lungi dallo stabilizzare la situazione, l'intervento delle autorità ha creato confusione e ha avuto più l'effetto di suscitare inquietudine sui mercati che non già di calmare gli animi.<sup>24</sup>

È ragionevole ritenere che la vera origine di questa immensa discesa agli inferi vissuta dalle borse del mondo intero nel corso dell'ultimo trimestre del 2008 si trovi, con una sorta di effetto ritardato, proprio in questa catena perversa di anticipazioni e reazioni (nutrite da sempre ulteriori interventi) che da un anno a questa parte proviene, una decisione dopo l'altra, dai poteri pubblici.

La verità è che una volta che si è presa la decisione di salvare Bear Stearns, e quali che ne fossero le ragioni, non c'era più nulla da fare. Senza averne consapevolezza il mondo era già entrato in un processo inesorabile d'intensificazione della crisi finanziaria, con tutte le conseguenze che ne discendono oggi: crollo della crescita, ritorno in forze dello Stato e formidabile crollo, marcato da una crescente confusione in merito alle responsabilità economiche e politiche.

La responsabilità non grava principalmente sui vizi degli uomini – o soltanto di taluni tra loro – ma sui caratteri specifici di istituzioni che inquadrano e disciplinano i comportamenti. È sullo studio di tali realtà che bisogna concentrarsi per comprendere la natura di questi avvenimenti eccezionali che, come è avvenuto per gli anni Trenta, segneranno gli spiriti per varie generazioni.

(Traduzione di Carlo Lottieri.)

---

<sup>24</sup> E non è finita. Si può dire lo stesso per tutte le grandi decisioni pubbliche intervenute in seguito. Ad esempio, per la lunga serie di “piani Paulson” o per gli interventi dei governi europei nel capitale delle banche. Che tutto ciò sia stato voluto o no, fin dal momento del salvataggio dei primi istituti si è messo in moto un ingranaggio che non poteva che condurre alla decisione ultima di fare entrare lo Stato nella gestione delle banche. Ma una volta che questo stadio è stato raggiunto, è sbagliato credere che la storia si fermi. Le stesse richieste e i medesimi calcoli finiscono per essere ritrovati – al di fuori della finanza – nelle industrie più minacciate dalla crisi economica, come l'industria automobilistica, le assicurazioni o anche le piccole e medie imprese: perché mai rifiutare un credito di qualche decina di milioni di euro ad una piccola impresa quando lo Stato sta per impegnare molte centinaia di miliardi per salvare le grandi banche? Se lo Stato è intervenuto per salvare gli istituti di credito, perché non le altre grandi aziende “too big to fail”? La gestione dell'economia passa allora in una logica dominante di mercato politico di cui si conoscono in anticipo le conseguenze disastrose in termini di efficacia economica e crescita. Il fatto che i poteri pubblici non abbiano forse ripetuto lo stesso errore monetario commesso dai loro predecessori degli anni Trenta non impedisce di pensare che ora si sia già entrati in una sequenza di concatenazioni perverse del medesimo genere di quelle del New Deal rooseveltiano: un periodo durante il quale l'intervento massiccio dello Stato, contrariamente a ciò che si legge nelle lezioni di storia economica, ha in realtà ritardato (fino alla guerra) l'uscita dalla crisi, e non ha fatto per nulla per fare uscire gli Stati Uniti dalla crisi.



### *CHI SIAMO*

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

### *COSA VOGLIAMO*

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.