

***“...nessuno dei governi, delle banche centrali, o delle istituzioni finanziarie internazionali del mondo sa ...come superare la presente crisi...Sono tutti come dei ciechi che provano ad uscire da un labirinto battendo sui muri con differenti tipi di bastoni nella speranza di trovare la via giusta...”***

**E. Hobsbawm**

**GLI STRUMENTI DERIVATI:**  
Da prodotto di copertura alla bolla speculativa

*Giovanni Gobello*

## **CAPITOLO PRIMO**

### **PRODOTTI DERIVATI FINANZIARI**

#### **I MERCATI A TERMINE**

Le origini della contrattazione a termine - La nascita dei mercati futures  
Financial futures

#### **UTILIZZO DEI MERCATI A TERMINE**

Speculazione (trading) - Copertura (hedging) - Arbitraggio  
I vari operatori del mercato

#### **PRODOTTI DERIVATI**

Le opzioni - Caratteristiche dei singoli prodotti mercato - Cassa di  
Compensazione

## **CAPITOLO SECONDO**

### **I MUTUI SUBPRIME E IL RISCHIO DI CREDITO**

#### **I SUBPRIME**

Che cosa sono i subprime - I debitori subprime - Carte di credito subprime  
La corsa sfrenata ai mutui - Un fenomeno tipicamente americano

#### **LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME**

**Le origini della crisi - La caduta dei prezzi - Le cause**

- *La cartolarizzazione*
- *I bassi tassi di interesse*
- *La bassa alfabetizzazione finanziaria*

Banche ed agenzie di rating

#### **IL MERCATO DEI CREDITI DERIVATIVES**

I Credit derivatives swap (CDS)

- *Credit Default Swap hanno amplificato la crisi finanziaria?*
- *La bolla immobiliare*
- *Lo scoppio della bolla*
- *Perché le banche davano soldi a chi non poteva restituirli*
- *Chi sono i creditori degli insolventi*
- *Il credit crunch*

## **CAPITOLO TERZO**

### **DIARIO DI UN DISASTRO FINANZIARIO**

#### **AGOSTO 2007 – OTTOBRE 2008: LE ORIGINI E L'EVOLUZIONE DELLA CRISI**

Lo scoppio della bolla immobiliare statunitense

I primi fallimenti, il dilagare della sfiducia e il crollo dei listini borsistici mondiali

#### **LE BOLLE SPECULATIVE: ANALISI E ATTUALIZZAZIONE DEL FENOMENO**

Le bolle speculative: analisi del fenomeno

Analisi delle più importanti bolle speculative dal XVII secolo ai giorni nostri

Il confronto con la crisi attuale

### **LE CAUSE DELLA CRISI**

La globalizzazione e la deindustrializzazione dell'occidente

L' eccessivo deficit di bilancia commerciale degli Stati occidentali

I timori sulla recessione statunitense all'inizio del nuovo millennio

I mutui subprime e gli eccessi della finanza

La deregolamentazione del sistema bancario americano

Le negligenze degli organi di vigilanza del mercato

Le responsabilità delle società di rating

### **L'INTERVENTO DEGLI STATI E DELLE BANCHE CENTRALI**

Crisi di liquidità del sistema e mancanza di fiducia nei mercati finanziari

Le operazioni di liquidità delle banche centrali in risposta alla crisi

Gli interventi dei governi nei singoli paesi

## **CAPITOLO QUARTO**

### **LE COLPE DEI POLITICI – PUNTI CHIAVE DEL MAXI SALVATAGGIO**

Il credito facile - La politica monetaria - La cattiva regolamentazione

Le regole di Basilea e la leva finanziaria – Speculazione - Le perdite

Interventi del governo Usa e della Fed

- *Il piano Obama*
- *Il piano Paulson*
- *Il pacchetto di stimolo all'economia*
- *Il taglio globale dei tassi*
- *Previsioni economiche*

## **UNA MIA PERSONALE RIFLESSIONE GUARDANDO AL FUTURO**

**CONCLUSIONI**

**INDICE BIBLIOGRAFICO**

## **INTRODUZIONE**

La finanza mondiale ha attraversato verso la fine del 2008 una delle fasi più critiche da molti decenni a questa parte; le Borse di tutto il mondo hanno fatto registrare pesanti ribassi, mentre, attualmente, la contrazione del PIL nei paesi occidentali ha gettato le economie di Stati Uniti ed Europa in una preoccupante recessione.

I mezzi di comunicazione hanno spesso paragonato i recenti tracolli alla crisi che colpì la Borsa *newyorkese* di *Wall Street* nel 1929: che cosa accadde veramente in quell'anno, quali furono le cause che scatenarono una serie di drammatici eventi divenuti, agli occhi dell'opinione pubblica, il fattore scatenante della Grande Depressione ed, in particolare, quali analogie vi sono con l'instabilità attuale.

Rispondere a queste domande è condizione necessaria ma non sufficiente per cercare di trovare le cause che hanno portato alla crisi corrente. I mercati, rispetto a novant'anni fa, hanno subito un processo di integrazione dovuto alla riduzione dei costi delle comunicazioni e all'innovazione in campo informatico e telematico, con la creazione di una fitta rete di relazioni tra aree geograficamente molto distanti che ha permesso a paesi, considerati fino a pochi anni fa meno sviluppati, di diventare protagonisti sulla scena internazionale.

L'importanza di questi Stati, appartenenti prevalentemente alla regione del sud-est asiatico e al Medio Oriente, è stata accentuata dalla delocalizzazione produttiva che ha caratterizzato l'occidente negli ultimi trent'anni e dalla sempre più elevata dipendenza delle economie di questi paesi dal petrolio. L'insostenibilità, nel lungo periodo, della situazione venutasi a creare in Europa e negli Stati Uniti è testimoniata dall'ingente crescita di due grandezze chiave per la stabilità economica di un paese, ovvero il debito pubblico e il *deficit* di bilancia commerciale; il conseguente spostamento della maggior parte delle riserve valutarie verso paesi che grazie ai ridotti costi di manodopera sono divenuti la destinazione della delocalizzazione produttiva dell'occidente, oppure verso quelli che vantano le maggiori giacenze petrolifere, determinando una nuova ripartizione degli equilibri mondiali: al momento attuale, sono i paesi *in via di sviluppo* a sostenere le economie occidentali e non più viceversa come avveniva fino a pochi anni fa.

Risulta, quindi, evidente come la crisi legata ai mutui *subprime* debba essere vista in un'ottica di più ampia portata: l'instabilità finanziaria derivante dalle insolvenze dei mutuatari ha reso palesi gli errori compiuti dai governi occidentali negli ultimi anni e ha evidenziato la necessità di un'inversione *di rotta* nelle politiche economiche per gli anni a venire. Le scelte operate congiuntamente dall'amministrazione Bush e dalla *Federal Reserve* dal 2001 in poi, hanno dimostrato come in quel periodo l'unico modo per risollevare le sorti economiche del paese fosse il ricorso all'indebitamento, sia a livello pubblico che privato; i tassi di interesse prossimi allo zero che caratterizzarono i primi anni del nuovo millennio causarono, tuttavia, una bolla immobiliare dalle dimensioni inaudite. Finanza ed economia si intrecciarono pericolosamente in quegli anni: la promessa di una casa di proprietà per tutti si scontrò con

l'improvviso ed imprevisto crollo del valore delle abitazioni in tutto il paese; l'incomprensione dell'effettivo rischio derivante dalla cartolarizzazione di svariati miliardi di dollari di mutui *subprime*, determinò una situazione la cui criticità non fu immediatamente compresa.

Numerosi istituti bancari ed assicurativi furono pesantemente colpiti dal crollo delle quotazioni dei titoli di debito legati ai prestiti immobiliari e dall'uso spregiudicato degli strumenti derivati su mercati privi di regolamentazione; la sottocapitalizzazione causò poi rischi per la loro stessa sopravvivenza e solo l'intervento congiunto di governi e banche centrali scongiurò fallimenti che avrebbero ulteriormente aggravato la situazione.

Da quanto descritto si evince come i problemi emersi negli ultimi mesi non abbiano riguardato esclusivamente i mercati finanziari ma, più in generale, gli equilibri economici e produttivi a livello mondiale: ci si è resi conto non solo dell'esigenza di nuove e più severe regole che disciplinino l'operato delle istituzioni finanziarie, ma, soprattutto, è risultato evidente come la delocalizzazione produttiva stia per portare ad un punto di *non ritorno*.

Gli eventi che hanno caratterizzato il sistema finanziario in questi ultimi mesi hanno coinvolto l'economia mondiale provocando il fallimento di numerose banche americane ed europee, nonché il crollo del "mito" del capitalismo americano. I protagonisti di quanto accaduto sono i *mutui subprime*. Quei mutui che venivano concessi a soggetti che non potevano offrire garanzie di solvibilità adeguate e che hanno messo in ginocchio il sistema del credito bancario USA.

Nouriel Roubini, economista dell'università di New York, afferma che "ci troviamo davanti alla più grande crisi dopo quella degli anni Trenta". Effettivamente la situazione è grave e il futuro prossimo non si prospetta essere roseo.

Secondo un rapporto Ocse, l'economia dei 30 paesi più industrializzati è entrata in recessione e proseguirà su questa strada per un prolungato periodo di tempo. Alla base della crisi sta la *deregulation Usa*, l'immissione nei circuiti finanziari di tutto il mondo dei prodotti finanziari legati ai mutui *subprime* e la lunga leva, usata con vari sotterfugi da moltissime banche, che ha diluito il rapporto fra capitale e debito.

Il crollo continuativo di Wall Street ha creato allarme tra la popolazione americana per le sorti dell'economia reale e per i risparmi. Si è ormai innescato un meccanismo di riduzione dei consumi aggravato dalla parziale paralisi del sistema bancario e creditizio con conseguenze devastanti per l'apparato produttivo del paese. Le ricadute a cascata nel resto del mondo sono del tutto evidenti.

In questo elaborato ho voluto affrontare l'argomento esaminando passo passo gli avvenimenti, partendo dal Primo capitolo e Secondo capitolo con la descrizione in generale dei prodotti derivati e nello specifico dei *mutui subprime* e andando ad esaminare l'elemento che sta alla base dell'attività creditizia, vale a dire il rischio di credito e gli elementi che lo compongono nonché la valutazione del *rischio di default*, cioè quel rischio tanto temuto dalle banche che veniva trasferito utilizzando i famigerati *credit default swap*, anch'essi ampiamente descritti insieme al mercato dei *credit derivatives*.

Ai CDS ho voluto dedicare particolare attenzione per via del ruolo che essi hanno assunto durante questa crisi, in quanto secondo alcuni analisti

avrebbero contribuito ad estenderla poiché “falsavano” la percezione del rischio.

Ho illustrato il meccanismo che ha portato alla crisi finanziaria, dal “gonfiamento” della bolla immobiliare fino allo scoppio, per poi spiegare perché titoli con la *Tripla A* erano in realtà titoli “tossici”. Ciò è dovuto al fatto che essi venivano “reimpacchettati” più volte dai diversi intermediari fino ad arrivare a non sapere più che cosa si aveva in mano. In pratica, le banche per garantirsi dal *rischio di default* emettevano CDO che, successivamente, venivano raggruppati con altri titoli a garanzia patrimoniale. I CDO, inoltre, potevano essere utilizzati come garanzia di altri prestiti. Cosicché, dopo tutti questi passaggi non si sapeva cosa contenevano tali pacchetti. Neanche le agenzie di rating lo sapevano.

Il Terzo Capitolo è una cronologia di tutti gli eventi che riporta le vicende delle varie banche coinvolte nella crisi: la nazionalizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac, il salvataggio di AIG e di Citigroup, l'episodio dell'eclatante fallimento di Lehman Brothers. Vengono descritti gli interventi del Governo Usa e della Banca Centrale per risanare la situazione, ormai caduta in un baratro che sembra essere senza fine. In special modo viene esaminato il maxi piano di salvataggio dell'economia statunitense, il *Piano Paulson*, : l'acquisto dei titoli tossici e dei mutui dalle società finanziarie con lo scopo di evitare i pignoramenti delle case dei debitori insolventi, nonché, l'assicurazione degli *asset* “cattivi” contro future perdite.

Sono illustrati anche i piani d'intervento dei paesi europei, tra cui l'Italia, che ha adottato in particolare un provvedimento tramite un “*Decreto Legge per la Stabilità del Sistema Creditizio*” che contiene delle norme a difesa dei clienti depositanti e del sistema del credito. Inoltre, viene prestata attenzione alla storica operazione di taglio globale dei tassi da parte di sei banche centrali: la Bce, la Fed, la Bank of England, la Banca Centrale Svizzera, la Bank of Canada e la Banca Centrale Svedese.

Nel Quarto Capitolo ho trattato le cause della crisi finanziaria. In tanti hanno accusato il governo delle scelte politiche che sono state fatte nel corso di quest'ultimo decennio in America, a partire dal 1999, quando vennero approvati nella riforma proposta da Phil Gramm, allora presidente della “Commissione banche, edilizia e affari urbani” del Senato, che limitava il potere di supervisione attribuito alla Fed sulle banche di investimento, e il *Commodity Futures Modernization Act* che deregolamentava il trading di derivati, fino ad arrivare al boom dei mutui “facili” del 2006. Altro errore è stata la politica monetaria troppo espansiva adottata negli ultimi anni dalla Fed. Al riguardo, ho descritto l'andamento dei *tassi di mercato* a partire dal 2001 fino al 2008. Ma forse, la colpa più grave è dei supervisori che sono stati accusati di applicare le regole in maniera “poco convinta”, di aver permesso che si gonfiasse la bolla della quale essi erano a conoscenza.

Durante questa crisi alcune volte si è fatto riferimento alle bolle speculative del passato e alle possibili analogie con la bolla dei subprime. Ho voluto elencarne qualcuna per dimostrare che in realtà non c'è alcuna somiglianza tra esse, evidenziando invece le differenze, per sottolineare che ogni bolla è a sé con le proprie caratteristiche e peculiarità.

Nel chiudere questo lavoro, ho voluto riportare delle mie personali considerazioni con un occhio anche al futuro: a livello globale la crisi procurerà

essenzialmente due cose: disoccupazione e innalzamento del debito pubblico. La disoccupazione sarà uno dei temi più caldi dei prossimi anni per le evidenti ricadute sociali mentre l'abuso necessario che si sta facendo e che verrà fatto, nel ricorso massiccio all'indebitamento pubblico, provocherà conseguenze disastrose negli anni futuri.

Naturalmente, c'è da considerare che il documento potrebbe non risultare sufficientemente aggiornato al momento della lettura, dal momento che lo svolgimento della crisi e l'attuazione di misure da parte dei governi e delle banche centrali sono ancora in corso.

## **CAPITOLO PRIMO**

### **• I MERCATI A TERMINE**

**Sommario: Introduzione al capitolo – Utilizzo dei mercati a termine – Prodotti derivati**

#### **Introduzione al capitolo**

Il sistema economico internazionale è stato oggetto di numerose trasformazioni negli ultimi decenni. In particolare, l'evoluzione della domanda e le diverse esigenze degli operatori sono alla base dello sviluppo di nuovi mercati quali il mercato dei futures e delle options che, a partire dagli anni '80, hanno visto un costante incremento di volumi, nuovi contratti e nuovi tipi di contrattazione. Peculiarità di questi mercati è quella di cercare di creare un sistema di negoziazione trasparente, economico e liquido.

La denominazione "prodotti derivati" non è casuale, infatti essi nascono da una attività sottostante che varia a seconda del tipo di mercato che si sta trattando. Attualmente esistono futures e options su prodotti agricoli, materie prime, valute, tassi di interesse, titoli obbligazionari e indici dei mercati azionari. La "derivazione" è una relazione ben precisa, descrivibile per via analitica, attraverso la quale è possibile giungere alla determinazione del prezzo di equilibrio del derivato (detto fair value o valore teorico) partendo dal prezzo dell'attività sottostante.

I prodotti derivati sono contratti a consegna differita con cui i contraenti si impegnano a scambiarsi dei beni a una data futura prestabilita ad un prezzo concordato al momento del contratto.

Sicuramente anche in Italia nel prossimo futuro assisteremo ad un "boom" di altri prodotti derivati, detti "strutturati", perché prevedono "costruzione" di determinate strategie di mercato, utilizzando spesso anche le "opzioni esotiche", tipo di opzioni molto sofisticate, tanto da poter essere denominate "strumenti di ingegneria finanziaria".

Grazie alla globalizzazione dei mercati, agli accordi presi dalle varie borse mondiali, sarà possibile a breve e in alcuni mercati lo è già, poter scambiare prodotti derivati di diversi mercati dalla propria postazione telematica.

#### ***Le origini delle contrattazioni a termine***

Le prime inequivocabili testimonianze di negoziazioni che prevedono la consegna differita della merce oggetto di scambio si riferiscono all'epoca medioevale.

Agli inizi del 1100 risale la prima istituzione di luoghi di scambio per le merci, organizzati secondo le caratteristiche dei moderni mercati. Solo in questi luoghi, che si trovano nelle principali città dell'epoca, la merce poteva essere acquistata e venduta dietro regolare pagamento.

Insieme a queste prime forme di mercato si svilupparono le fiere, che avevano caratteristiche di veri e propri mercati mobili organizzati in date e luoghi prefissati.

Mercanti inglesi, francesi, spagnoli ed italiani che viaggiavano di città in città, organizzando e promuovendo fiere sotto l'approvazione e collaborazione delle autorità governative locali.

Nelle fiere medievali la negoziazione avveniva per merci che dovevano essere consegnate immediatamente; tuttavia, all'inizio del XIII secolo, con l'istituzione in Inghilterra della prima Legge dei Mercanti, vennero avviate anche le prime contrattazioni a termine, che prevedevano la consegna della merce in una data prefissata nel futuro e nuove modalità di scambio e pagamento.

Con lo svilupparsi dei trasporti e dei sistemi di comunicazione l'importanza delle fiere medievali si ridusse mentre, nelle varie città, venivano organizzati appositi mercati come principali luoghi di scambio.

Le prime testimonianze di Borse merci in Europa risalgono alla seconda metà del XVI secolo con l'istituzione in Inghilterra, nel 1570, del Royal Exchange seguita, nel 1602, da quella della La Compagnia delle Indie in Olanda.

Lo sviluppo di tali mercati, a partire dal secolo XVI, interessò non solo l'Inghilterra e l'Europa nel complesso, ma anche altre parti del mondo quali il Giappone e gli Stati Uniti.

### ***Le prime Borse merci in Giappone***

Le prime forme di contrattazione a termine in Giappone risalgono agli inizi del 1600. In quel periodo l'imperatore, come forma di garanzia per la sua sicurezza, imponeva ai nobili proprietari terrieri di trascorrere almeno metà dell'anno nella città di Tokyo, dove aveva sede il governo centrale: in questo modo i nobili erano tenuti sotto controllo e, lontano dai loro paesi di origine, non avrebbero potuto organizzare sommosse contro l'imperatore.

Per far fronte alle loro necessità, nel periodo in cui si trovavano a corte, essi avevano bisogno di moneta contante che, solitamente, riuscivano a ottenere grazie alla vendita del riso, le cui scorte, reintegrate di anno in anno con i successivi raccolti, venivano immagazzinate sia nella loro terra di origine sia nella capitale.

Molto spesso accadeva che la disponibilità di moneta si esaurisse a causa del tenore di vita particolarmente elevato richiesto dal soggiorno presso la corte dell'imperatore.

Così il nobile si trovava in possesso del riso accumulato nei suoi magazzini nella terra di origine, ma con carenza di denaro liquido. Per far fronte a tale carenza di liquidità i nobili iniziarono a emettere delle ricevute rilasciate dal magazzino dove era custodito il riso e ottenevano una contropartita in denaro a fronte della consegna di riso che sarebbe avvenuta in un periodo futuro prestabilito. Queste ricevute venivano acquistate dai mercanti locali che, in questo modo, si assicuravano i rifornimenti futuri di riso, effettuando in realtà un'operazione di copertura oggi chiamata hedging.

Si creò "un mercato delle ricevute", cui partecipavano grossisti e commercianti che, attraverso tali negoziazioni, riuscivano ad effettuare stime sui prezzi dell'epoca. I mercanti, sulla base delle necessità della classe nobile, iniziarono a elargire prestiti a tassi sempre più elevati e riuscirono, in breve, a manipolare il mercato e divenire particolarmente benestanti.

Nel 1730 il Mercato del Riso di Dojima fu ufficialmente riconosciuto dalla dinastia regnante e il suo sviluppo continuò sotto l'approvazione delle autorità governanti.

Nel mercato di Dojima era permessa solo la contrattazione a termine e tutti gli scambi potevano essere effettuati solo all'interno del mercato stesso e le transazioni avvenivano sulla base di regole che verranno poi adottate nei moderni mercati a termine, quali la standardizzazione dei contratti, la gestione dei contratti attraverso una Cassa di Compensazione.

Nella maggior parte di queste Borse veniva negoziato il riso, ma era stata avviata la contrattazione anche di altri prodotti come il sale, lo zucchero, il tè, la seta e materiali tessili.

### ***Negli Stati Uniti***

Le prime Borse per la contrattazione delle materie prime negli Stati Uniti furono istituite nel 1752 e i prodotti scambiati erano per lo più prodotti di fabbricazione nazionale (quali legname, metalli e fibre tessili). È particolarmente interessante lo sviluppo che ebbe il mercato del grano, localizzato prevalentemente nella città di Chicago, alla base delle pianure dei Grandi Laghi e vicina ai granai d'America delle zone centro-occidentali, diventando in breve tempo il centro di smistamento della maggior parte di produzione di grano statunitense.

Come risposta a questa inadeguata organizzazione, gli agricoltori e i commercianti iniziarono a vendere la merce per futura consegna, stipulando degli scambi chiamati "to arrive" per distinguerli dagli scambi che prevedevano invece la consegna immediata del bene.

Successivamente all'accordo "to arrive" furono istituiti i primi contratti a termine (forward) che prevedevano la consegna, in una data prefissata nel futuro, di una specifica quantità e qualità di grano. I primi contratti a termine (forward) del grano furono utilizzati dai "mercanti del fiume", i quali ricevevano il grano dagli agricoltori alla fine dell'autunno e lo immagazzinavano fino al momento in cui i fiumi sarebbero diventati di nuovo navigabili, dopo il congelamento invernale e il grano poteva così essere trasportato a Chicago. Tali mercanti, al fine di proteggersi da eventuali variazioni di prezzo che si sarebbero potute verificare nel periodo di immagazzinamento del grano, si recavano durante l'inverno a Chicago e prendevano accordi con gli eventuali acquirenti per la vendita di una certa quantità di grano, che sarebbe stata poi consegnata in primavera a un prezzo prefissato.

Nel 1848 nacque a Chicago la prima Borsa Merci, il Chicago Board of Trade, il cui principale obiettivo era quello di fornire un centro organizzato destinato ai commercianti per acquistare e vendere merci. Il sistema di negoziazione a termine (forward) non era un sistema efficiente, in quanto gli accordi presi non erano standardizzati. Alla luce di tali esperienze la Borsa di Chicago, nel 1865, formalizzò le prime "Regole Generali della Borsa", in cui venivano definite le modalità di scambio per la contrattazione a termine del grano. Vennero così istituiti i primi contratti standardizzati per la consegna futura, chiamati "futures".

### ***In Europa***

In Europa lo sviluppo di questo tipo di mercato si ebbe in Olanda, particolarmente Amsterdam era diventata nel 1580 il centro economico e finanziario più importante dei Paesi Bassi.

La prima testimonianza di contrattazioni che non prevedessero la consegna immediata del bene oggetto di scambio è contenuta in un documento risalente alla seconda metà del 1600. Uno storico del tempo Glamann dice: "È stato inventato un nuovo tipo di commercio: notevoli quantità di brandy vengono negoziate ogni anno, ma nessuno intende effettuare la consegna reale, in quanto il compratore o il venditore guadagna o perde in conformità dell'andamento del prezzo rilevato al momento di perfezionare il contratto."

I primi veri contratti per consegna differita vennero istituiti nel 1620 e venivano applicati allo scambio di bulbi di tulipano, il cui mercato era diventato estremamente instabile a causa di forti ondate speculative.

I commercianti, pertanto, si trovarono nella necessità di individuare nuove forme contrattuali che li proteggessero da tale elevata instabilità dei prezzi.

In Inghilterra le prime forme di contrattazione a termine, che risalgono alla fine del 1500, permettevano ai mercanti di tutelarsi rispetto alle indesiderate variazioni di prezzo che si verificavano soprattutto per quei prodotti provenienti da altri paesi come il caffè, il cacao, la gomma e lo zucchero. La prima Borsa Merci londinese fu istituita nel 1570 con il nome di Royal Exchange .

### ***In Italia***

Le prime Borse Merci istituite in Italia risalgono ai primi del '900 con una legge, la n.272 del 13 marzo 1913. La loro nascita avvenne in anni molto turbolenti, prossimi allo scoppio della prima guerra mondiale e ciò non permise certo il loro sviluppo.

La prima vera e propria esperienza di contrattazione a termine delle merci si è avuta a Milano nel periodo 1954-62 per sete e cereali, ma non ha avuto grande successo viste le scarse dimensioni degli affari.

### **La nascita dei mercati futures**

I mercati futures si sono sviluppati verso la metà del XIX secolo e rappresentano la naturale evoluzione e aggiornamento delle modalità di contrattazione esistenti in quel periodo: nuove tecniche produttive favoriscono rapidi incrementi delle produzioni agricole e industriali. Contemporaneamente, l'avvento della ferrovia e delle navi a vapore e nuovi mezzi di comunicazione, dischiudono alle industrie nascenti nuovi mercati d'incetta e di sbocco. Inizia così l'era industriale moderna: l'ampliamento dei mercati reclama l'espansione dei centri di produzione esistenti e la creazione di nuovi che, a loro volta, pongono l'esigenza di massicci approvvigionamenti di materie prime.

Il ciclo industriale, dall'incetta della materia prima alla sua trasformazione tecnico-economica, fino all'immissione del prodotto lavorato sui vasti mercati, va via via allungandosi fino a coprire un arco di tempo di svariati mesi: il prezzo del prodotto viene generalmente definito nel momento dell'immissione del prodotto sul mercato ed incassato a vendita avvenuta, quando non è effettuata a credito.

Questo permanere a lungo delle materie prime nell'economia delle imprese industriali, oltre a comportare l'immobilizzo di ingenti capitali, alimenta

il rischio della variazione dei prezzi. In sintesi, l'espansione mondiale della produzione e del commercio prodottasi nel XIX secolo ha creato nuovi problemi, che si possono compendiare: a) nell'esigenza delle imprese di accentrare ingenti mezzi di capitale proprio e di credito per finanziare questa espansione economica; b) nel maggior rischio di fluttuazione dei prezzi delle materie prime e dei prodotti lavorati.

Nel mercato fisico delle merci, le contrattazioni possono prevedere l'impegno della consegna immediata della merce, ovvero quello della consegna differita. Nel primo caso, la transazione si riferisce ad una specifica merce disponibile; nel secondo, riguarda generalmente una merce standard che il venditore metterà a disposizione del compratore in un tempo successivo, senza fare immediato riferimento ad essa al momento della negoziazione.

Per questi due tipi di operazioni si parla in linguaggio mercantile rispettivamente di consegna *a pronti* o *spot* e di consegna *a termine* o *forward*.

La prima Borsa Futures fu istituita a Chicago nel 1848 (Chicago Board of Trade) e la data di inizio della contrattazione a termine venne ufficialmente indicata con il 13 ottobre 1865. I primi contratti futures, a differenza dei contratti a termine (*forward*) utilizzati in precedenza, consistevano in contratti standardizzati per ciò che riguarda qualità, quantità, data e luogo di consegna.

Sempre nel 1865 fu introdotto un sistema di deposito di margini cautelativi al momento dell'apertura del contratto che rappresentasse per i contraenti la garanzia che gli impegni presi da entrambe le parti sarebbero stati rispettati.

Nonostante le precise modalità di contrattazione, lo sviluppo di questi mercati inizialmente non fu accolto con benevolenza dalle autorità governative, che li vedevano come uno strumento di speculazione e scommessa.

Nel 1874 si cercò di introdurre un controllo sulla compravendita di contratti allo scoperto richiedendo che le vendite fossero effettuate solo dai reali produttori di grano. Vennero, inoltre, introdotte rigide regole di contrattazione e venne istituito un organismo preposto alla gestione e al controllo di tutte le transazioni che avevano luogo sul mercato, la Cassa di Compensazione o Clearing House.

Insieme al mercato del grano negli Stati Uniti, sempre nello stesso periodo, si sviluppò anche il mercato del cotone. I primi contratti a termine per lo scambio del cotone risalgono al 1851 a New York e anticipano di circa 20 anni l'istituzione della principale Borsa per la contrattazione del cotone, la New York Cotton Exchange.

Verso gli inizi del 1900 altre merci iniziarono a essere negoziate sul mercato futures quali il cacao, le uova, il burro e il caffè.

Tali prodotti erano negoziati presso il Chicago Mercantile Exchange che, attualmente, rappresenta una delle maggiori Borse Futures a livello mondiale.

Al 1857 risalgono le prime testimonianze di mercati a termine in Inghilterra, che però non registrarono un inizio delle attività fino al 1877, anno in cui fu istituita la più importante Borsa Futures inglese, la London Metal Exchange per la contrattazione dei metalli non ferrosi.

A partire dal 1920 furono avviate, nelle varie Borse Futures esistenti, le contrattazioni di altri prodotti agricoli e non quali cacao, piombo, pepe, farina di soia, gomma, rame, patate, lana, legnami.

L'espansione maggiore del mercato si ebbe con l'introduzione dei contratti futures sulla soia (*soybeans*) che furono per la prima volta negoziati nel 1936

presso il CBOT. Questi contratti ebbero uno sviluppo rapidissimo tale che presto vennero introdotti sul mercato anche le contrattazioni di prodotti derivati dalla soia quali gli oli di soia e la farina di soia.

Il crescente utilizzo a scopo speculativo di questi mercati rese necessaria l'introduzione di una regolamentazione dei mercati futures. Queste norme avevano come principale obiettivo quello di porre dei limiti alla attività speculativa nel mercato dei futures e, soprattutto, fornire delle misure di protezione nei confronti degli investitori.

### ***Lo sviluppo del mercato dopo il 1950***

Nel 1976 fu istituita la prima Borsa merci di Hong Kong, l'Hong Kong Commodity Exchange seguito nel 1980 da un mercato dell'oro. Tale mercato ha registrato negli ultimi anni un notevole sviluppo grazie alla posizione geografica di Hong Kong perché permette le contrattazioni quando le altre principali borse, quella di Londra e di New York, sono chiuse. In questo modo si consente agli operatori di essere presenti continuamente sul mercato, 24 ore su 24.

Agli inizi degli anni '70, l'evoluzione della situazione economica internazionale fornì le premesse per la creazione di nuovi mercati futures. Più precisamente, a partire dal 1971 i mercati internazionali furono caratterizzati da elevata instabilità delle principali variabili economiche, quali il livello dei prezzi e dei tassi di interesse, venendosi così a creare le basi per nuovi contratti futures su valute e tassi di interesse.

Nel 1971 l'abbandono del sistema a cambi fissi (Bretton Woods ) creò le premesse per l'introduzione di contratti futures su valute straniere e, in particolare su sterlina inglese, marco tedesco, dollaro canadese, franco francese, franco svizzero, lira italiana e yen.

A partire dal 1975 nelle varie Borse internazionali sono state avviate le negoziazioni futures su numerosi strumenti di indebitamento a breve e lungo periodo generalmente collegati a emissioni obbligazionarie dei vari governi.

Alla fine degli anni '70 sono stati introdotti anche contratti su indici azionari (Stock Index). Infine, nel 1982, è stato introdotto un nuovo strumento sul mercato: le options sui futures che, a differenza dei contratti futures, forniscono agli investitori uno strumento con un livello di rischio limitato associato a un potenziale profitto illimitato. Infatti il rischio è limitato al premio pagato al momento dell'apertura del contratto.

La prima opzione su Treasury Bonds Futures fu introdotta nel 1982 presso il Chicago Board of Trade.

Visto il successo si introdussero opzioni anche sui futures di beni agricoli e financial futures.

L'introduzione di futures su strumenti finanziari, in un momento di mercato particolarmente instabile, ha rappresentato uno strumento per tutelarsi rispetto a frequenti fluttuazioni di variabili quali i tassi di interesse e i tassi di cambio.

Negli ultimi anni la crescente internazionalizzazione dei mercati e i progressi realizzati nel campo tecnologico e delle comunicazioni hanno permesso l'organizzazione di un sistema che fornisce la possibilità di operare, contemporaneamente, in diversi mercati e un'apertura continua delle trattazioni 24 ore al giorno.

In realtà, a partire dalla sua nascita, la contrattazione “futures” si è sviluppata grazie a un sistema avanzato di telecomunicazioni. Nel 1848, infatti, il telegrafo veniva utilizzato per collegamenti tra operatori della costa statunitense orientale con quelli della costa occidentale; nel 1878 l'introduzione del telefono fu utilizzata per collegare le società di intermediazione e l'anello delle contrattazioni; successivamente l'introduzione della telescrivente ha permesso di diffondere rapidamente le variazioni delle quotazioni fra i diversi mercati; infine, le innovazioni nel settore informatico degli ultimi 30 anni hanno permesso di introdurre sistemi di contrattazione computerizzata con la diffusione in tempo reale di tutte le informazioni.

### **Financial futures**

La nascita dei financial futures, agli inizi degli anni '70, rappresenta una naturale risposta dei mercati alla crescente instabilità che caratterizzava la situazione economica internazionale. In particolare, eventi quali la caduta del sistema di Bretton Woods del 1971 (che sancisce la non convertibilità in oro del dollaro americano), col passaggio da un sistema di cambi fissi ad un regime di cambi flessibili, lo shock petrolifero del 1973 con le spinte inflazionistiche da esso prodotte, hanno generato un aumento di volatilità dei cambi e dei tassi di interesse, in definitiva del *rischio finanziario*.

La crescente instabilità dei mercati finanziari e l'esigenza degli operatori di disporre di nuovi strumenti per una più sicura gestione del rischio finanziario, sono state colte nel 1972 dal Chicago Mercantile Exchange (CHE) che, introduce la prima contrattazione futures su valute.

### **Futures su valute**

Le quotazioni di contratti futures su valute vengono espresse in unità di valuta estera per dollari e si riferiscono a contratti con scadenze prefissate. L'utilizzo di uno strumento poco conosciuto nell'ambiente finanziario, quale era il contratto futures, per la negoziazione di una merce fondamentale nei mercati internazionali come la valuta, rappresentava l'introduzione di una nuova filosofia che avrebbe potuto modificare interamente il processo di determinazione dei tassi di cambio.

Solitamente le quotazioni dei tassi di cambio fornite dal mercato futures e dal mercato forward sono considerate una stima corretta del valore futuro del tasso di cambio fra le varie valute e vengono, quindi, utilizzate dai vari operatori per avere indicazioni su quale sarà l'andamento del mercato.

### **Future su tassi di interesse**

Negli anni '70, contemporaneamente all'istituzione di contratti futures su valute, si sentì sempre più la necessità di applicare il meccanismo di trasferimento del rischio fornito dalla negoziazione futures anche ad altre variabili economiche e, in particolare ai tassi di interesse. Attualmente i contratti futures su tassi di interesse costituiscono circa la metà della attività complessiva del mercato futures mondiale.

A partire dal 1985 sono iniziate le negoziazioni futures su diversi strumenti di indebitamento presso le principali Borse internazionali. Solitamente gli strumenti sui quali vengono emessi contratti futures sono quelli di

indebitamento pubblico, come obbligazioni di stato o buoni del tesoro esistenti in ciascun Paese.

### ***Futures su indici azionari***

A partire dal 1982 gli indici di Borsa sono stati adottati come oggetto di negoziazione nei mercati degli strumenti derivati. Il primo Stock Index Futures è stato introdotto presso la Borsa Futures di Kansas City, il Kansas City Board of Trade, nel febbraio 1982 e ha come oggetto di negoziazione il Value Line Index, indice composto di 1700 titoli azionari quotati presso le principali Borse titoli statunitensi. In seguito, sono state avviate negoziazioni futures anche su altri indici azionari: sul New York Stock Exchange Index (NYSEI).

- **UTILIZZO DEI MERCATI A TERMINE**

I prodotti derivati in sé non sono né buoni, né cattivi, possono produrre spettacolari guadagni finanziari, ma anche ingenti perdite se utilizzati in modo non appropriato e, soprattutto, se il “*risk control*” non svolge il suo lavoro bene.

I derivati possono essere utilizzati per svolgere attività di copertura, speculazione, arbitraggio e inoltre, svolgono una funzione definita “segnaletica”. Con quest’ultimo termine si intende una funzione informativa, consistente nell’offrire agli operatori economici elementi di orientamento riguardo alle tendenze di mercato, sia in termine di prezzi che in termine di tassi.

È stato più volte affermato che questa funzione segnaletica può rappresentare un importante contributo alla gestione della incertezza diffusa nel sistema economico moderno.

Dato il crescente utilizzo dei mercati futures, si può dire che le quotazioni di questi ultimi condizionano spesso l’andamento dei prezzi dei mercati sottostanti per una serie di ragioni tra cui i bassi costi di transazione, i bassi margini richiesti e l’elevata liquidità.

### ***Speculazione (trading)***

La grande forma di impiego dei mercati futures è l’investimento o la speculazione. Da tenere presente che il termine “speculazione” qui non ha un’accezione negativa in quanto è la “linfa vitale” di questi mercati perché dà liquidità e permette, quindi, a tutti gli operatori di concludere affari senza avere il problema di trovare controparti.

Lo speculatore è, per sua natura, “un giocatore d’azzardo” che punta su una determinata attività; nel caso dei mercati futures può spaziare dalle materie prime alle valute, dai tassi di interesse agli indici azionari. Il guadagno può avvenire sia su posizioni al rialzo, cioè si compra il bene  $x$  oggi con l’intento di rivenderlo più avanti ad un prezzo più alto, oppure con posizioni “ribassiste”, ovvero si vende oggi il bene  $y$  con l’obiettivo di ricomprarlo ad un prezzo più basso dopo, anche nella stessa giornata, dato che i “mercati futures” sono altamente volatili, cioè i prezzi nell’ambito della giornata possono subire delle variazioni molto elevate. Uno speculatore che opera così è esposto completamente ad ogni minima variazione di prezzo del contratto che ha posto in essere, mentre esiste un’altra forma di speculazione “oculata” nel senso che l’operatore può già stabilire fin dall’inizio quella che sarà la sua massima perdita nel caso in cui la sua previsione si rivelasse sbagliata.

Tecnicamente parlando, lo speculatore è colui che assume una posizione nel mercato futures con l'intento di realizzare profitti cercando di prevedere il movimento dei prezzi. Gli speculatori oltre a proporsi come controparte degli hedgers assumendosi i rischi da essi trasferiti, forniscono al mercato capitali e liquidità, aumentando le condizioni di efficienza dei mercati futures.

Per avere un'idea riguardo l'importanza della speculazione sui mercati derivati finanziari basta dire che le operazioni su tali mercati possono essere ripartite così:

90% TRADING

7% HEDGING

3% ARBITRAGE

Anche qui per analizzare meglio il fenomeno del "trading" consideriamo l'utilizzo dei financial futures sugli indici di Borsa. Con questi strumenti gli operatori possono scommettere sulle prospettive della Borsa nel suo complesso. L'attività speculativa attraverso gli index futures offre un duplice vantaggio. Da un lato è possibile prendere posizione sull'intero mercato in modo estremamente rapido e con costi notevolmente contenuti. I motivi di questa affermazione sono molto semplici, perché bisogna ricordarsi che il "future" è un'attività economica che "deriva" da un'attività sottostante, nel caso dell'esempio acquistando un contratto future Fib30 è come se si comprassero i 30 titoli azionari che lo compongono, "raggruppati" in un unico strumento, con conseguente riduzione anche dei costi di transazione perché si compra un'attività anziché trenta. Dall'altro l'operatore non è obbligato a versare l'intero controvalore delle operazioni poste in essere, ma solamente una parte di esso c.d. margine iniziale: i futures si caratterizzano infatti come strumenti ad elevato effetto di leva finanziaria (leverage). Fluttuazioni anche modeste del valore del future possono condurre a guadagni/perdite di ben oltre il 100% del capitale investito.

I traders svolgono un ruolo molto importante nel garantire liquidità al contratto. Infatti, essendo operatori con una elevata propensione al rischio, tendono a prendere numerose posizioni long o short, in base alle loro aspettative sull'andamento futuro del mercato. Il trader difficilmente assume posizioni di lungo periodo, concentrandosi prevalentemente sull'operatività giornaliera, aprendo e chiudendo posizioni nell'arco della stessa giornata.

### ***Copertura (hedging)***

In termini poveri, colui il quale opera utilizzando la copertura è un operatore "oculato" che vuole "mitigare" l'eventuale performance negativa dell'attività sottostante, nel caso in cui la posizione che ha assunto sul mercato dovesse rivelarsi sbagliata. Infatti la copertura, da un punto di vista tecnico, può essere definita come l'apertura di una posizione nel mercato futures approssimativamente uguale, ma di segno opposto, a una posizione già esistente sul mercato a pronti (cash) con l'intento di tutelarsi rispetto a variazioni inattese di prezzo che potrebbero causare variazioni nei margini di profitto previsti.

L'hedger non compie speculazioni ma si assicura; infatti la sostanza dell'operazione consiste nell'eliminazione del rischio speculativo per se stesso, per mezzo di un'assicurazione contro le fluttuazioni di prezzo.

Esistono 2 tipi di copertura, il “short hedge” e il “long hedge”. L’obiettivo del primo tipo di copertura è quello di proteggere il valore di un certo tipo di merce o di attività finanziaria rispetto a riduzioni di prezzo che si possono verificare in futuro.

Nel caso di una copertura realizzata con posizioni di vendita l’operatore sceglie di coprirsi rispetto a eventuali riduzioni di prezzo e, quindi, del valore della merce da lui posseduta e, allo stesso tempo, rinuncia a priori, a eventuali ulteriori profitti realizzabili in casi di aumenti del prezzo.

Il “long hedge” è l’opposto, ossia una copertura attivata da un operatore che teme un aumento dei prezzi delle attività reali o finanziarie che dovrà acquistare rispetto ai prezzi attuali.

A tal proposito ricordiamo due tipi fondamentali di strategie di copertura: una “statica” e una “dinamica”. Nel caso di una strategia di tipo statico, non viene fatto alcun tentativo di aggiustamento della copertura una volta che sia stato posto in essere. L’hedger, infatti, assume semplicemente una posizione “futures” all’inizio della copertura e la chiude alla fine della stessa. Nel caso di una strategia di copertura dinamica, invece, la copertura è tenuta sotto osservazione e viene aggiustata in modo frequente, per potersi adeguare alle variazioni del mercato in cui è stata originata.

Normalmente, quando un individuo o una società decide di usare i mercati dei futures per coprirsi da un rischio, l’obiettivo è di solito quello di assumere, come già detto, una posizione che lo neutralizzi quanto più è possibile.

Per cercare di comprendere meglio la funzione di copertura, prendiamo in considerazione il mercato dei financial futures e il loro utilizzo come strumento di hedging, cioè come mezzo per la riduzione del rischio di variazioni di prezzo da parte di coloro che, per la loro attività professionale, si trovano a detenere attività finanziarie o reali.

I futures sull’indice, più in particolare, possono essere usati per proteggere il valore di un portafoglio evitando dispendiose liquidazioni sul mercato sottostante ogni qualvolta ci sia il timore di un calo dei corsi. La copertura, in estrema sintesi, viene realizzata associando alla propria posizione in titoli una posizione in futures di segno contrario, tale che le eventuali perdite sulla prima vengano compensate dai guadagni sulla seconda. L’ipotesi sottostante a tale strategia è, evidentemente, l’esistenza di una correlazione positiva tra il prezzo del titolo e quello dei futures.

I futures sull’indice di Borsa si prestano a coprire la quota di rischio sistematico che è la frazione del rischio totale del titolo che non può essere eliminata attraverso diversificazione perché correlata ai movimenti di mercato nel suo complesso. Esso è generalmente il risultato di fattori macroeconomici quali variazioni nei tassi, nei prezzi delle materie prime ecc. Posizioni di segno opposto a pronti e a termine consentono di ridurre il rischio sistematico della posizione nel suo complesso; si tratta quindi di determinare il numero ottimale di contratti futures in acquisto o in vendita per arrivare al livello di rischio desiderato.

### **Arbitraggio**

Una delle più stimolanti opportunità speculative per un operatore si verifica quando questi ha la possibilità di effettuare una transazione in condizioni di arbitraggio, minimizzando così il livello di rischio e quantificando già il profitto.

Essa consiste nell'acquisto di un contratto future accompagnato dalla vendita simultanea di un altro contratto in qualche modo legato al primo. Poiché i mercati tendono ad annullare quasi subito queste "anomalie" di prezzo proprio per l'intervento dell'arbitraggista che riporta in parità le quotazioni di mercato, questo tipo di operatività è solo per "gli addetti ai lavori" perché richiede un'attenzione continua nei confronti dei prezzi che si formano nei mercati.

Si possono fare arbitraggi anche su piazze diverse, cioè si può comprare un contratto future del bene x a Londra e venderlo poco dopo a New York.

### ***I vari operatori di mercato***

Nel mondo vi sono due tipi di contrattazione dei mercati derivati: uno è "gridato", detto "open-out cry" e l'altro è telematico.

Nel mercato gridato esistono varie tipologie di negozianti che si distinguono a seconda dell'operatività che svolgono per conto proprio o per conto terzi. Essi sono:

1. i LOCALS;
2. i BROKERS;
3. i DEALERS.

I locals, che si individuano in Borsa per le giacche coloratissime che indossano (proprio da regolamento), sono operatori che negoziano per conto proprio.

I brokers, invece, sono coloro che svolgono l'attività solo per conto terzi. Infine, i dealers sono una figura che comprende le precedenti, perché possono negoziare sia per conto proprio che per conto terzi.

L'esempio più importante di Borsa dei derivati gridati è il Chicago Board of Trade (CBOT), dove ogni giorno migliaia di operatori si trovano a scambiare prodotti derivati su merci, tassi di interesse, indici. In Italia, invece, il mercato dei prodotti derivati è esclusivamente telematico.

Nell'ambito degli operatori del mercato, esiste ancora una figura promiscua chiamata "market makers" che opera sia sul mercato gridato che su quello telematico.

I "marketmakers" sono obbligati a fare delle quotazioni in denaro e in lettera, cioè a fare delle proposte di acquisto o di vendita per ciascun prodotto, per il quale loro si sono impegnati a fare i "marketmakers".

La presenza dei marketmakers è molto importante in un mercato perché essi contribuiscono a renderlo più liquido, soprattutto se si tratta di un mercato nuovo.

## **• PRODOTTI DERIVATI**

### ***Le opzioni***

Come ricordato in precedenza, lo speculatore ha la possibilità, in base alla sua conoscenza di mercato e alle sue convinzioni, di "scommettere" in un rialzo (o ribasso) del mercato stabilendo fin dall'inizio quale sarà la sua massima perdita, utilizzando proprio le "options".

Una option è l'accordo stipulato tra 2 parti in base al quale il compratore ha la facoltà e il venditore l'obbligo di vendere o comprare un certo quantitativo del valore oggetto del contratto ad un prezzo prefissato entro un determinato periodo di tempo.

La differenza tra un contratto option e un future consiste nel fatto che l'option dà al compratore il diritto, ma non l'obbligo di comprare o vendere l'oggetto del contratto: è solo il venditore ad avere l'obbligo di consegnare o vendere, dietro pagamento, se il compratore dell' option decide di esercitare il proprio diritto. Nel caso future c'è un impegno irrevocabile per entrambe le parti a consegnare o ritirare il bene contro pagamento.

Un'option quindi è un contratto che prevede il diritto per il compratore, ma non l'obbligo di comprare o vendere: entro un determinato periodo o a una data prefissata (scadenza), ad un prezzo prefissato (strike price), una determinata quantità di attività finanziaria o reale. Per avere questo diritto il compratore paga al venditore un premio, ovvero il prezzo dell'opzione.

### ***Tipi di opzione***

Esistono due tipi base di opzioni: la CALL (opzione di acquisto) e la PUT (opzione di vendita). Il compratore di una call si garantisce il diritto di ricevere dal venditore l'azione sottostante al prezzo concordato. Il venditore della call ha l'obbligo di consegnare l'azione sottostante al prezzo predeterminato su richiesta del compratore.

### ***Cassa di compensazione e garanzia – Regolamento delle operazioni***

La Stanza di Compensazione, denominata "Cassa di liquidazione e garanzia" (Clearing House) è un elemento molto importante nella struttura dei mercati futures.

Questo organismo svolge molteplici funzioni tra cui la tempestiva raccolta, elaborazione e diffusione di informazioni cruciali per il mercato. La sua rilevanza consiste, però, nel fatto che la Stanza si costituisce quale diretta controparte di ogni contratto di vendita e di acquisto.

La Cassa di Compensazione si interpone, quindi, tra venditore e compratore diventando la controparte legale di tutte le contrattazioni sul mercato futures: si assume in pieno la garanzia del buon fine delle operazioni ed elimina il rischio di insolvenze per gli operatori. Infatti se un contraente dovesse rivelarsi insolvente, essa adempirà all'obbligo contrattuale in sua vece.

## **CAPITOLO SECONDO**

### **I MUTUI SUBPRIME E IL RISCHIO DI CREDITO**

**SOMMARIO : I Subprime – La crisi dei mutui subprime – Il mercato dei Credit derivatives**

- **I SUBPRIME**

#### **Che cosa sono i subprime**

I subprime sono quei prestiti che vengono concessi ad un soggetto che non può accedere ai tassi di interesse di mercato, in quanto ha avuto problemi pregressi nella sua storia di debitore.

I debitori subprime hanno tipicamente un basso punteggio di credito e storie creditizie fatte di inadempienze, pignoramenti, fallimenti e ritardi. Poiché i debitori subprime vengono considerati ad alto rischio di insolvenza, i prestiti di questo tipo hanno tipicamente condizioni meno favorevoli delle altre tipologie di credito; queste condizioni includono tassi di interesse, parcelle e premi elevati.

Questa categoria di prestiti sono perciò rischiosi sia per i creditori che per i debitori, vista la pericolosa combinazione di alti tassi di interesse, cattiva storia creditizia e situazioni finanziarie poco chiare.

Gli oppositori hanno criticato l'industria del credito subprime per aver accettato clienti che non avevano chiaramente le risorse per soddisfare i termini dei contratti. Gli istituti che erogano il prestito devono reperire i capitali e l'operazione si concretizza con l'emissione di prodotti finanziari simili alle obbligazioni che vengono venduti in tutto il mondo. Naturalmente, poiché i clienti dei mutui pagano tassi più alti della media del settore, anche chi detiene le obbligazioni legate ad essi percepisce degli interessi superiori alla media.

La logica alla base di questi prodotti è che proprio i sottoscrittori dei mutui attraverso il pagamento delle rate sono a garanzia delle cedole e della restituzione del capitale.

### **I debitori dei subprime**

Il subprime dà a coloro che contraggono un prestito l'opportunità di avere accesso al credito. Costoro usano questo credito per acquistare abitazioni oppure per finanziare altre forme di spesa come l'acquisto di un'automobile, la ristrutturazione della casa o persino per rimborsare una carta di credito ad alti interessi.

### **Carte di credito subprime**

A partire dagli anni '90, le compagnie di carte di credito hanno iniziato ad offrire le carte di credito subprime a quei debitori con basso punteggio di credito ed un passato di insolvenze, pignoramenti o bancarotta. Spesso queste carte iniziano con bassi limiti di credito, accompagnati da tariffe estremamente alte e tassi di interesse che possono essere anche superiori al 30%.

### **La corsa sfrenata ai mutui**

Sei anni fa qualsiasi famiglia americana che si presentava in banca o negli uffici di una finanziaria per chiedere un mutuo subprime doveva presentare una documentazione esaustiva sulla propria situazione economica e lo faceva il 73% dei clienti.

Nel 2006, quella percentuale è drasticamente crollata: solo la metà dei debitori più a rischio ha fornito una radiografia accurata delle sue finanze e, sempre sei anni fa, una famiglia con situazione economica traballante riusciva a ottenere in media un prestito subprime di 126.000 dollari. Alla fine dello stesso anno quella famiglia tipo poteva ottenere un prestito mediamente doppio (circa 209.000 dollari) pur non avendo migliorato di un solo dollaro la propria situazione finanziaria.

Bastano questi due numeri per fotografare il clima che ha portato all'escalation dei subprime e all'esplosione della crisi dei mutui. Non solo banche e istituti finanziari facevano a gara per offrire sempre più "denaro facile" a

chiunque, ma allo stesso tempo gli stessi clienti cercavano di nascondere il più possibile la loro reale solidità.

La situazione era veramente grave, basti pensare che per chi avesse avuto difficoltà a pagare un mutuo superiore all' effettiva capacità reddituale, venivano offerti dei "simultaneous seconds" ossia un secondo prestito concesso nello stesso momento in cui veniva dato il primo.

Tutto questo si è tradotto in denaro che serviva per estinguere il primo mutuo: ovvero debiti per pagare altri debiti. Questi prestiti simultanei erano appena il 3% nel 2001, mentre nel 2006 un terzo dei subprime avevano abbinato un simultaneo all'atto di costituzione del primo mutuo.

### **Un fenomeno tipicamente americano**

Quello del *mutuo subprime* è un fenomeno tipicamente americano. Circa il 25% della popolazione americana cade nella categoria subprime. Come tutti i mutui anche i *subprime* vengono concessi a fronte della garanzia reale sulla casa. Vale a dire che quando il debitore non paga, la banca riprende possesso della casa che ha finanziato.

Negli Stati Uniti, a differenza dell'Italia dove possono passare anche diversi anni prima che la casa ritorni in possesso del finanziatore, bastano pochi mesi. La procedura è rapidissima, già alla seconda, o al massimo terza rata mensile non pagata, il titolare del mutuo viene sfrattato e la sua casa viene messa immediatamente in vendita. Egli perde tutto, anche quello che ha pagato in precedenza, e la banca, vendendo la casa, rientra in possesso del suo denaro. Il recupero completo del credito da parte delle banche avviene però solo nei casi dei mutui ordinari, erogati secondo le condizioni standard, e cioè:

1) l'importo del mutuo non deve superare il 70 - 80% del valore della casa (così da avere un margine in caso di recupero forzoso dell'immobile o di calo nel valore di mercato);

2) l'importo annuo complessivo delle rate del mutuo non deve superare il 30% del reddito complessivo annuo della famiglia a cui viene concesso il mutuo. Negli ultimi quattro, cinque anni è successo invece che le banche hanno spalancato le porte alla concessione di mutui "facili" senza tener conto di queste regole e non è tutto: questi mutui non avevano alcun margine di copertura del rischio, essi arrivavano persino a superare il valore stesso della casa finanziata. In primo luogo, se entra in crisi l'edilizia, entra in crisi il suo indotto. Ciò significa meno salari e profitti nei settori collegati alla costruzione di fabbricati e meno consumi attivati da questi redditi.

In secondo luogo, se crollano i prezzi degli immobili, il valore delle garanzie reali (*collateral*) nei mutui ipotecari si riduce e, di conseguenza, si riduce drasticamente la capacità di indebitarsi delle famiglie.

Quando i prezzi degli immobili salgono, la crescita del prezzo delle case crea opportunità di nuovo indebitamento per le famiglie. Infatti, aumenta il valore dell'immobile, ossia delle garanzie reali che le famiglie possono utilizzare per prendere a prestito.

Nel periodo di boom, le famiglie USA hanno rifinanziato in buona misura i prestiti ipotecari ottenendo prestiti di ammontare maggiore a tassi più bassi.

Anche in Italia abbiamo un mercato del credito subprime ma è strutturato in maniera tale che è sicuro in termini di solvibilità: ci riferiamo al credito che

viene concesso a soggetti che hanno avuto problemi di insolvenza. Si tratta di prestiti personali che vengono erogati a debitori chiamati “cattivi pagatori” o “protestati”, anche con procedimenti esecutivi e pignoramenti in corso. Il sistema italiano per erogare prestiti a questi soggetti è quello della “*cessione del quinto dello stipendio*” grazie alla quale le rate vengono pagate direttamente dal datore di lavoro con una trattenuta in busta paga. Grazie a questi strumenti anche chi ha avuto o ha problemi di insolvenza può accedere al mercato dei finanziamenti in modo del tutto sicuro.

- **LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME**

### **Le origini della crisi**

Le origini della bolla risalgono al boom immobiliare, iniziato nel 2000 e salito progressivamente dopo l’11 settembre 2001 quando i consumi si sono orientati verso il mercato immobiliare.

La propensione psicologica ha trovato terreno fertile nei bassi tassi di interesse e nella liquidità inesauribile; il PIL americano continuò a crescere trainato dai consumi delle famiglie, pieni di soldi (e di debiti).

Come disse James Kragenbring: “ Gli americani hanno scoperto che diventavano più ricchi semplicemente dormendo nel letto di casa propria”.

### **La caduta dei prezzi**

Mentre i prezzi crescevano dal 2000 al 2005, i debitori che avevano difficoltà nell’adempiere ai pagamenti potevano sempre vendere le loro case oppure accedere più facilmente a nuovi finanziamenti. Tuttavia, nel momento in cui i prezzi cominciarono a crollare in molte parti della nazione americana, questa strategia non si è più resa disponibile per i mutuatari subprime.

A partire dalla fine del 2006, la cosiddetta industria statunitense dei mutui subprime è entrata in quella che molti osservatori hanno definito una “catastrofe”. Un’ascesa vertiginosa nel tasso di insolvenza dei mutui subprime ha costretto al fallimento o alla bancarotta più di due dozzine di agenzie del credito.

Il fallimento di queste compagnie ha provocato il collasso dei prezzi delle loro azioni, minacciando più ampi effetti sul settore abitativo americano e persino sull’intera economia americana.

In tale scenario, il valore degli immobili è sceso in maniera significativa, facendo sentire i proprietari degli immobili meno ricchi e quindi contribuendo a un graduale declino della spesa e di conseguenza un indebolimento dell’economia reale.

E’ rilevante notare che il 50% del PIL americano negli ultimi anni è derivato dal settore edilizio, e che gli americani diffusamente utilizzano le carte di credito per l’acquisto di beni di consumo impegnando beni durevoli come la prima casa per finanziare crediti: in questo modo il prezzo degli immobili diventa determinante del credito e dei consumi.

### **Le cause**

Tre fattori contribuiscono alle difficoltà dei mercati finanziari indotte dai default sui mutui subprime negli Stati Uniti:

- a) l'innovazione finanziaria insita nella massiccia cartolarizzazione di attività illiquide
- b) la politica dei bassi tassi di interesse seguita dalla Fed dal 2001 al 2003
- c) la bassa alfabetizzazione finanziaria delle famiglie

### **1. La cartolarizzazione**

La cartolarizzazione dei mutui è un'operazione finanziaria che prevede la cessione a una società specializzata della totalità o di una parte del portafoglio dei mutui in essere, trasformandolo in titoli collocabili sui mercati.

Ogni cartolarizzazione è suddivisa in varie tranche di bond con rating di rischio di credito diversi.

La cartolarizzazione dei mutui abitativi di qualità non primaria, ovvero dei mutui subprime, costituisce un'innovazione significativa per uno dei più grandi e importanti mercati finanziari al mondo. Tali mutui vengono in massima parte trasformati in titoli negoziabili e venduti in misura sempre crescente a investitori esteri.

I mutui subprime sono stati cartolarizzati: i bond di queste cartolarizzazioni sono stati acquistati direttamente da investitori istituzionali, e molti di questi bond sono andati a finire nelle mani dei piccoli risparmiatori privati. Con questa possibilità di liquidare pacchetti di crediti per loro natura non liquidi, le banche hanno colto questa opportunità e hanno cartolarizzato i propri crediti, riducendo l'incentivo delle banche a selezionare con cura i clienti e aprendo quindi le maglie anche a debitori di bassa qualità.

### **2. I bassi tassi di interesse**

La politica monetaria dei bassi tassi che Alan Greenspan ha imposto come risposta alla recessione successiva all'11 settembre 2001 ha immesso una quantità enorme di liquidità nel sistema, portando i tassi di interesse a breve all'1%, il livello più basso da 50 anni a quella parte.

Tassi di interesse per lungo tempo così bassi, spesso negativi in termini reali, sugli strumenti tradizionali di investimento in eccesso di liquidità, invogliano i prestatori di fondi a prendere maggiori rischi per strappare rendimenti decenti.

Bassi tassi sul debito, a breve e lunga scadenza, hanno richiamato frotte di debitori, famiglie innanzitutto, che vedevano la possibilità di acquistare quello che in tanti anni nel passato era stato fuori dalla loro portata.

Come ha infatti giustamente osservato il premio Nobel e docente alla Columbia University Joseph E. Stiglitz, la politica monetaria messa in moto da Greenspan ha funzionato diversamente da quello che è il modello scolastico. I tassi di interesse in discesa anziché stimolare le aziende a prendere più prestiti per realizzare maggiori investimenti, hanno indotto le famiglie a indebitarsi massicciamente attraverso l'accensione di mutui a tasso variabile, con il conseguente aumento dei consumi ed il riavvio della crescita economica.

Nel contempo hanno spinto i prezzi delle abitazioni verso l'alto, ulteriormente incoraggiando l'estensione del credito, tanto si pensava che si era coperti dal valore dell'immobile a garanzia.

Inoltre, in una situazione caratterizzata da tassi di interesse decrescenti, le banche hanno avuto tutta la convenienza a spingere al massimo l'offerta di tali mutui, riducendo i parametri di solvibilità negli standard di affidamento ed

arrivando ad erogare prestiti, anche mediante la creazione di nuovi prodotti, che riescono a finanziare percentuali molto vicine al 100% del valore della casa

### **3. La bassa alfabetizzazione finanziaria**

E' un insieme di cattiva informazione, inesperienza finanziaria e miopia dei consumatori che si sono lasciati attrarre dalla prospettiva di ottenere mutui a tassi molto bassi, estrapolando ai trenta anni successivi i tassi utilizzati sulle prime rate.

L'alfabetizzazione finanziaria è molto bassa in Italia, ma lo è molto negli Stati Uniti. Solo due terzi degli americani sa calcolare i costi dell'indebitamento; meno di un cittadino statunitense su due sa misurare gli effetti dell'inflazione sui costi dell'indebitamento.

### **Banche ed agenzie di rating**

"I mutui non fanno più i mutui", dietro c'è un fenomeno assai più preoccupante: da molto tempo negli Stati Uniti i mutui sono diventati una specie di conto corrente di debito, al quale i titolari attingono non per comprare case ma per finanziare i loro consumi, il che spiega l'eccezionale durata e robustezza della domanda interna americana.

Tassi più alti non significano solo recessione immobiliare: significano recessione dei consumi e quindi dell'intera economia americana.

"Le banche non fanno più le banche": ovvero da istituzioni che raccolgono e prestano denaro, prezzano il merito di credito e quindi il rischio. Esse si sono trasformate in fabbriche di prodotti strutturati che vengono scaricati nei portafogli dei risparmiatori, per lo più tramite fondi comuni d'investimento.

In passato era molto più facile "mappare" la crisi, individuando gli istituti coinvolti; oggi è pressoché impossibile delimitare i soggetti a rischio.

"Le agenzie di rating non fanno le agenzie di rating" dando valutazioni di rating di credito ai bond eccessivamente sopravvalutate.

In questo momento sui mercati nessuno si fida ed è precisamente la ragione per la quale le banche centrali sono costrette a inondare di liquidità i mercati.

## **• IL MERCATO DEI CREDIT DERIVATIVES**

### **Descrizione dei credit derivatives**

Nell'ultimo decennio gli intermediari finanziari hanno riscontrato che il rischio di credito non può essere trattato separatamente dal rischio di mercato di un titolo obbligazionario o di un prestito.

Le banche, ormai da qualche anno, sono interessate ai derivati sul credito perché grazie ad essi possono trasferire il rischio. In pratica, essi permettono di avere un risultato simile a quello che si otterrebbe con una polizza assicurativa, poiché copre l'intermediario finanziario al manifestarsi dell'evento negativo. Il mercato in questione ha iniziato a svilupparsi da qualche decennio per via del crescente deterioramento delle condizioni macroeconomiche che ha contribuito all'aumento dei rischi creditizi.

Di conseguenza, si è sentita l'esigenza di utilizzare nuovi strumenti finanziari che potessero meglio gestire le variabili incerte tipiche del mercato finanziario. Così, i *credit derivatives* sono divenuti degli strumenti utilizzati da

pressoché tutti gli intermediari, sia per accedere a nuovi segmenti di mercato ,sia per gestire le situazioni di crisi.

I *credit derivatives* sono strumenti derivati *over the counter* che consentono di isolare, misurare e trasferire il rischio di credito; non hanno contratti e modalità di compravendita standardizzati e non sono legati a una serie di norme (ammissioni, controlli, obblighi informativi...) che regolamentano i mercati ufficiali.

I più diffusi nei mercati finanziari internazionali sono:

- *Credit default swaps*;
- *Total return swaps*;
- *Credit spread options*;
- *Credit linked – notes*.

Di questi strumenti, verranno trattati in maniera più specifica i *credit default swap*, in quanto sono i contratti che più ci interessa conoscere ai fini di questo elaborato.

### ***I credit default swap (CDS)***

Il *credit default swap* è un contratto finanziario bilaterale nel quale una parte accetta di versare un premio, in cambio di un eventuale pagamento della controparte al verificarsi di un *credit event* . Per la funzione che riveste, il *credit default swap*, potrebbe essere assimilato al contratto di assicurazione. Effettivamente, il principio tradizionale presuppone che vi siano due posizioni sottostanti a quella che costituisce oggetto della transazione principale e che tali posizioni siano omogenee.

I CDS, come tutti i contratti *swap*, sono degli accordi negoziali nei quali due controparti si impegnano a scambiarsi dei flussi monetari in entrata ed in uscita, in certi istanti futuri di tempo e in base a ipotesi prefissate.

Questi contratti, per natura molto rischiosi, non assumono forme *standard* (vengono infatti trattati sui mercati *over the counter*) ed il loro valore, al momento della stipula, è sempre nullo: possono assumere rapidamente valore positivo o negativo a seconda della direzione e dell'intensità di movimento del parametro di riferimento e in tal caso assume definitiva rilevanza la solvibilità della controparte o della terza controparte, se questa risponde in proprio in caso di insolvenza.

Nel caso specifico, i CDS sono una sorta di opzione di copertura del rischio sottoscritta dal possessore di *bond*, al fine di proteggersi dal rischio di *default* della società che li ha emessi; *la controparte si assume quindi l'onere di rimborsare il capitale nel caso in cui l'emittente risulti insolvente*. Il loro costo per l'acquirente viene espresso in punti base e dipende direttamente dal rischio di insolvenza del debitore.

#### ***1. I Credit Default Swap hanno amplificato la crisi finanziaria?***

È quello che sospettano diversi analisti. I CDS, avrebbero contribuito a ridurre la percezione del rischio, alimentando ulteriormente il "circolo vizioso" della sottovalutazione del rischio da parte del sistema finanziario. Inoltre, essi avrebbero contribuito ad estendere la crisi, colpendo duramente gli istituti che li hanno emessi. Insomma, uno strumento che doveva ridurre i rischi in realtà li avrebbe amplificati.

## 2. La bolla immobiliare

L'origine della crisi è da ricercarsi nella bolla speculativa immobiliare e non nella concessione di mutui in sé. Innanzitutto, chiariamo il concetto di *bolla immobiliare*. Con questo termine ci si riferisce al rapido aumento dei prezzi immobiliari che si portano a livelli insostenibili in rapporto ai redditi medi o ad altri parametri economici.

Come per gli altri tipi di bolla economica, è difficile identificare una bolla immobiliare se non retrospettivamente, dopo lo sgonfiamento.

A partire dal 2007 numerosi analisti economici hanno iniziato a sostenere l'esistenza di una bolla immobiliare in molte aree del mondo.

Nouriel Roubini, economista della Stern School of Business presso la New York University, da tempo prediceva che l'esplosione della bolla immobiliare avrebbe innescato una recessione di vaste proporzioni e che la bolla finanziaria dei subprime si sarebbe sviluppata con la distruzione del tradizionale sistema ipotecario, per mezzo della deregolamentazione e di altre "innovazioni" finanziarie.

## 3. Lo scoppio della bolla

Il mercato immobiliare nell'ultimo decennio è stato alimentato soprattutto dal crescente desiderio di investimento di liquidità da parte delle famiglie, spinte principalmente da due motivi: i bassi tassi d'interesse e la mancanza di investimenti alternativi ugualmente remunerativi, dirottando tale liquidità all'acquisto di case non più per soddisfare esigenze abitative ma con finalità prettamente speculative. In più, offerto dalla banca c'era il mutuo a tasso variabile che, inizialmente appariva vantaggioso e sostenibile.

I tassi d'interesse, governati dalla Federal Reserve Americana, erano in lenta ma costante crescita da circa quattro anni. L'allarme da parte di banche e operatori era già stato sollevato. Si sapeva benissimo che c'era una massa imponente di mutui a tasso variabile che vedeva esaurirsi il periodo favorevole del tasso ridotto iniziale e veniva ad applicarsi invece il corrente tasso di mercato, più alto anche di oltre 3 punti percentuali rispetto al precedente. E poiché nei mutui a tasso variabile anche la rata è variabile (in funzione del calcolo degli interessi), tutti quei mutui avrebbero visto schizzare in alto anche l'importo della rata da pagare. Era quindi facilmente prevedibile che molte persone sprovviste che avevano sottoscritto quei mutui da favola non ce l'avrebbero fatta a pagare.

## 4. Perché le banche davano soldi a chi non poteva restituirli

Perché il rischio del non pagamento veniva trasferito ad altri mediante i *Credit Default Swap (CDS)*. Le banche cartolarizzavano i mutui trasformandoli in *Asset Backed Securities (ABS)* che, a loro volta, venivano venduti sul mercato ad altri investitori i quali li "*ricartolarizzavano*" trasformandoli in *Collateralized Debt Obligations (CDO)*. E ancora, perché il meccanismo dei mutui potesse funzionare era necessaria una terza parte, che garantisse il credito intervenendo nel caso di problemi. Questa terza parte era solitamente una compagnia assicurativa o un'impresa finanziaria specializzata nel garantire i mutui. I contratti derivanti da questo tipo di rapporto erano i *CDS*. Così si alimentava la bolla immobiliare, mentre veniva peggiorando la qualità dei

mutui. La cosa non poteva durare e non durò: nell'agosto del 2007 i nodi vennero al pettine e quei titoli appoggiati sui mutui persero di valore.

Il mercato si accorse che molti mutuatari non avrebbero potuto restituire i soldi, e questo timore contagiò tutte le obbligazioni, sia quelle che avevano dietro mutui cattivi che quelle che avevano dietro mutui buoni. Non appena la Federal Reserve (ai primi d'agosto 2007) ha annunciato che non avrebbe abbassato i tassi, i gestori dei fondi che avevano acquistato i titoli collegati ai subprime hanno pensato che era meglio alleggerire il portafoglio da quei titoli, e hanno cominciato a vendere. Poi le vendite sono diventate sempre più massicce. E siccome a dover ricomprare i propri titoli erano le banche, da qui è nata la crisi di liquidità che ha colpito il sistema.

#### 5. *Chi sono i creditori degli insolventi*

Questo non si sa. E il motivo è molto semplice. Come abbiamo detto prima, le banche si garantivano dal rischio di insolvenza emettendo CDO. Questi venivano ulteriormente raggruppati con altri titoli a garanzia patrimoniale, che nascono invece da mutui commerciali, obbligazioni vere e proprie, o dai prestiti alle aziende impegnate nelle scalate.

Sono stati chiamati "*Titoli salsiccia*". Questi potevano essere suddivisi in diverse *tranches*, a seconda della rischiosità dei debiti contenuti. Tuttavia, c'è ancora un terzo passaggio: i CDO assumono vita propria. Ci sono CDO che contengono solo CDO, oppure i CDO vengono utilizzati come garanzie di altri prestiti. Il problema è che, dopo queste ripetute operazioni di macinazione e re-impacchettamento, nessuno sa più bene cosa contenga la "*salsiccia*". Più semplicemente, tutti cedono a tutti (o danno in garanzia) titoli che nessuno sa più cosa contengono, se vero denaro o più semplicemente "un nulla" che si passa di mano in mano.

Ora questo meccanismo rischia di avvitarsi su se stesso e i soldi hanno smesso di girare sui mercati. Nessuno sa quanto valgono davvero i mille miliardi di dollari di CDO finora emessi, perché nessuno sa quanto valgono i debiti che contengono, rendendo così non collegato il tasso con il rischio. E nessuno li compra al buio. D'altra parte, un prezzo di mercato non esiste, perché vengono trattati privatamente. Neppure le agenzie di rating ne sono a conoscenza, nonostante alcuni di questi abbiano avuto la "*trippla A*" (la massima affidabilità). Quando i debitori si sono rivelati effettivamente insolventi, si sono verificate due conseguenze:

**a)** le banche che non avevano rivenduto tali debiti si sono ritrovate a corto di denaro contante ;

**b)** i fondi che avevano investito in tali strumenti si sono ritrovati con il valore dei Cdo a livelli minimi, assai inferiori a quelli di acquisto.

Come risultato, alcune banche statunitensi esposte sui subprime si sono trovate in difficoltà, altre sono fallite.

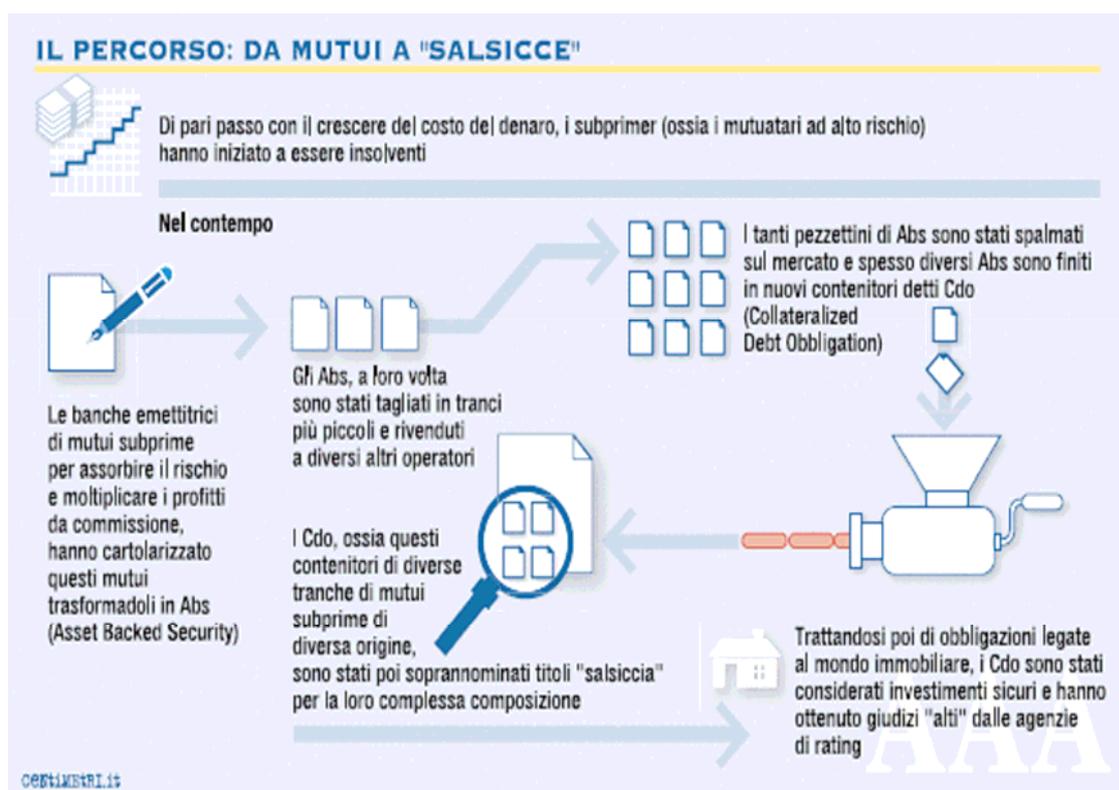
#### 6. *Il credit crunch*

Con il termine **credit crunch** (dall'inglese *stretta del credito*) si indica un calo significativo dell'offerta di credito al termine di un prolungato periodo espansivo, in grado di accentuare la fase recessiva.

Il *credit crunch* avviene solitamente al termine della fase di espansione, quando le banche centrali alzano i tassi di interesse al fine di raffreddare l'espansione ed evitare il rischio inflazione, spingendo gli istituti di credito ad alzare i propri tassi di interesse e chiudendo l'accesso al credito per chi non può permettersi la spesa. In altri casi, può avvenire che, sull'onda di fallimenti bancari e ritiro della liquidità, le banche applichino una chiusura del credito per evitare esse stesse il fallimento.

A seguito della stretta del credito, possono verificarsi fallimenti sia di banche che di imprese e famiglie debentrici. I mancati pagamenti che vengono a crearsi, e gli eventuali fallimenti, si traducono in pignoramenti dei beni ipotecati a garanzia dei crediti, e un aumento delle proprietà in capo alle banche. In caso di insolvenze dei clienti per evitare il *credit crunch* possono intervenire le banche centrali con iniezioni di liquidità alle banche (caso mutui subprime).

Il *credit crunch* si verificò particolarmente durante la crisi del 1929. Ed era ciò che si temeva sarebbe nuovamente successo durante la crisi subprime. E in effetti così è stato. Tuttavia questa stretta creditizia non vi è stata per quanto riguarda i crediti alle imprese, che hanno continuato a crescere a tassi a due cifre. I prestiti per mutui sono scesi non perché le banche si rifiutano di farli ma perché c'è meno domanda e le bolle immobiliari in giro per il mondo si vanno sgonfiando.



**Credit Derivatives Swap : Il loro percorso**

## **CAPITOLO TERZO**

### **DIARIO DI UN DISASTRO FINANZIARIO**

- **AGOSTO 2007 – OTTOBRE 2008: LE ORIGINI E L'EVOLUZIONE DELLA CRISI**

**SOMMARIO: Lo scoppio della bolla immobiliare statunitense e l'affiorare della crisi dei mutui *subprime* - I primi fallimenti, il dilagare della sfiducia e il crollo dei listini borsistici mondiali.**

#### ***Lo scoppio della bolla immobiliare statunitense e l'affiorare della crisi dei mutui subprime***

Secondo le abitudini statunitensi, un cittadino si indebita nei confronti degli istituti bancari per acquistare un immobile non tenendo conto della sua effettiva capacità di onorare il debito, quindi non mettendo a confronto, come avviene nella realtà quotidiana il più delle volte, il suo salario con la rata mensile indicata nel piano di ammortamento. In pratica, egli compie tale decisione quando risulta confermata la seguente disuguaglianza: rata mensile da pagare alla banca minore del canone di locazione da sostenere nel caso in cui si scegliesse l'alternativa dell'affitto.

A causa di questa discutibile prassi la politica monetaria della banca centrale degli Stati Uniti, volta nei primi anni del nuovo millennio al mantenimento di un tasso di interesse prossimo all'1%, determinò insolite conseguenze. Il basso costo del denaro e l'enorme domanda di abitazioni diedero origine ad una bolla speculativa immobiliare senza precedenti; i prezzi lievitarono vertiginosamente sino al 2006.

Le case di proprietà passarono dal 64% del 1994 al 69% del 2005 e il prezzo di queste aumentò del 124% tra il 1997 e il 2006 .

Questa situazione creò l'illusione di diffuso benessere e prosperità nella maggioranza della popolazione: quando, però, dalla fine del 2004 in poi, la *Federal Reserve*, dovendo far fronte a preoccupanti indici di crescita dell'inflazione, dovette aumentare i tassi previsti per le operazioni di finanziamento, l'intero sistema si accorse di aver eretto un gigantesco *castello di carta*.

Le banche si ritrovarono con un elevato tasso di insolvenza tra i propri debitori: i pignoramenti aumentarono sensibilmente toccando quasi il 9% sul totale dei mutui concessi , ma ciò nonostante, la crisi si riflesse anche sugli istituti di credito. Le garanzie ipotecarie da essi possedute infatti, non riuscirono a coprire interamente i crediti persi, senza contare che le case erano divenute dei beni difficilmente vendibili.

La percentuale di *insolvenza* per i mutui *subprime* nel 2000 era bassissima e pari circa al 5% del totale; le percentuali negli anni successivi salirono notevolmente, con i picchi nel 2006 e 2007, rispettivamente del 37,44% e 40,28%, per poi subire una lieve flessione nel 2008, quando 3 famiglie su 10 presentarono problemi di solvibilità.

Il nocciolo della questione era il seguente: le banche che avevano concesso i mutui non capirono da subito le possibili implicazioni di una così diffusa insolvenza tra i propri clienti. Alla base di questa *spensieratezza* c'erano

le numerosissime operazioni di *cartolarizzazione* poste in essere negli anni precedenti.

Solamente comprendendo in che cosa consiste questa particolare operazione si può intuire quali siano state le motivazioni che hanno spinto gli istituti di credito a concedere così facilmente mutui immobiliari. Si immagini di essere nei panni di un soggetto che, trovandosi in una situazione di eccessiva liquidità, decida di concedere un prestito: quale dovrebbe essere la principale variabile da tenere in considerazione per il cedente? Ovviamente la risposta è la capacità di credito del richiedente che, a sua volta, dipende dalle sue entrate, la principale delle quali è il reddito.

Come descritto prima, però, la caratteristica dei mutui *subprime* riguarda proprio il fatto che il mutuatario non presenti un'esaustiva affidabilità dei suoi redditi; qual'è allora l'elemento che fa sì che il mutuante decida di accollarsi il rischio di insolvenza del suo debitore? Il trasferimento del rischio a terzi, fuori dal proprio bilancio, attraverso la cartolarizzazione del credito stesso. In breve, gli istituti mutuanti si trovarono nei propri bilanci, a fronte dei mutui concessi, crediti molto rischiosi e con lunghi orizzonti temporali di scadenza: non volendo sobbarcarsi in prima persona i rischi di tali crediti, decisero di emettere, tramite società veicolo cosiddette SPV (*Special Purpose Vehicles*), titoli obbligazionari, con garanzia di rimborso proprio dei suddetti crediti. I titoli furono poi venduti a investitori privati o istituzionali e, in tal modo, i mutuanti videro rientrare le somme prestate: i fondi ottenuti furono a loro volta usati per espandere gli *asset*.

Dipinando quest'ultimo aspetto, si può capire come tale meccanismo abbia offerto agli emittenti la possibilità di creare un enorme massa di strumenti finanziari sulla base di attività estremamente rischiose, quali i mutui *subprime*.

I titoli obbligazionari emessi sul mercato furono le cosiddette obbligazioni ABS, *Asset Backed Securities*, che derivavano dalla cartolarizzazione di mutui immobiliari, crediti per l'acquisto di autovetture e prestiti connessi all'uso delle carte di credito; queste trovarono collocazione in tutto il mondo entrando nei bilanci di banche, assicurazioni, *hedge funds* e fondi sovrani.

Quando nel mercato iniziarono a diffondersi le prime avvisaglie circa l'insolvenza dei mutuatari statunitensi, le quotazioni dei titoli strutturati cominciarono a scendere.

Anche se la crisi dei mutui *subprime* è ragionevolmente collocabile verso la fine dell'estate 2007, già precedentemente vi furono avvisaglie di ciò che sarebbe accaduto in questo mercato: molti *hedge funds*, a partire dall'estate 2006, puntarono fortemente sul ribasso delle quotazioni dei titoli garantiti dai mutui statunitensi, cogliendo probabilmente già appieno le conseguenze dell'inevitabile scoppio della bolla immobiliare. L'artefatto consisteva nel vendere allo scoperto un pacchetto di titoli CDO, i più rischiosi possibili, puntando a guadagni elevati in caso di crollo futuro delle quotazioni.

"E allora ecco l'idea: mettersi al ribasso sui mutui casa confidando che, con l'afflosciarsi della bolla immobiliare, aumentino anche le insolvenze delle famiglie americane; di quelle che, tra tassi in rialzo, valore dell'abitazione che scende e impossibilità di rifinanziarsi, non riescono più a pagare la rata mensile".

Sino a questo punto le implicazioni derivanti della crisi statunitense dei mutui *subprime* sembravano di poco conto; in realtà, nessuno era in grado di

prevedere come si sarebbe evoluta la situazione, anche se, alla luce di quanto appena visto, c'erano nel mercato borsistico i primi segnali di una possibile caduta delle quotazioni.

Molti esperti finanziari sostenevano che quello dei *subprime* era un mercato di piccole dimensioni: il problema era, per così dire, *contenuto*. I media trattarono poco l'argomento e, peggio ancora, nessuno si chiese se la crisi avrebbe colpito anche l'Europa e gli altri mercati mondiali.

### ***I primi fallimenti, il dilagare della sfiducia e il crollo dei listini borsistici mondiali***

#### **Le banche coinvolte nella crisi – Il primo caso**

I primi segnali della crisi legata ai subprime si sono manifestati il 2 aprile 2007, quando la **New Century Financial Corporation** ha chiesto il *Chapter 11* (bancarotta protetta), la legge americana che regola i processi di riorganizzazione societaria al fine di evitarne il fallimento.

Fondata nel 1995 e con sede a Irvine, in California, New Century Financial Corporation era una finanziaria che operava acquistando e vendendo mutui ed elargendo prestiti coperti da ipoteche immobiliari, senza adottare i rigidi criteri di erogazione propri del sistema bancario, arrivando così a soddisfare la domanda di coloro che avevano difficoltà ad ottenerli seguendo i canali tradizionali.

A gennaio 2007 la società pubblica i risultati del 2006, che vedono il suo record storico con una produzione di mutui e prestiti per 59,8 miliardi di dollari. A fine gennaio le sue quotazioni oscillavano sui 30 dollari. Ma venerdì 9 marzo 2007 il prezzo di chiusura veniva fissato a 3,21 dollari: quasi il -90% in poco più di un mese.

Le tappe di questa discesa si possono far partire proprio dalla presentazione dei risultati del 2006, prevista per l'8 febbraio 2007. Ma proprio il giorno precedente alla presentazione arriva l'amara sorpresa: in un comunicato la società rende noto che deve rivedere i conti trimestrali del 2006, perché sono stati riscontrati degli errori contabili, avvertendo gli investitori che i risultati saranno ridimensionati, anticipando che il quarto trimestre avrebbe registrato una perdita.

Il giorno successivo diviene "l'inizio della fine", e alla chiusura delle contrattazioni il titolo perde ben il 36,2%. Il mercato, il venerdì successivo (9 marzo), reagisce con un -68,8% esattamente 3,21 dollari per azione.

#### ***Gli altri casi del 2007***

Più o meno nello stesso periodo, anche **HSBC Holdings** (una delle più grandi banche del mondo) dichiara la necessità di forti accantonamenti per far fronte a perdite accumulate nel settore dei mutui ad alto rischio.

Ma è dall'inizio di agosto del 2007 che gli effetti dei subprime si fanno sentire a livello globale. Infatti, il 2 dello stesso mese **American Home Mortgage Investment Corp.**, che rappresenta negli Usa la decima società per la concessione di mutui, comunica la cessazione dell'attività. Le azioni della società hanno ceduto in borsa oltre il 90% fermandosi a 1,04 dollari, trascinandosi in basso tutti gli altri titoli del comparto finanziario. Il 6 agosto 2007

dichiara bancarotta. La richiesta arriva dopo che la società ha registrato debiti ed *asset* per oltre cento milioni di dollari. I creditori sono più di centomila.

### ***I Casi del 2008***

L'11 gennaio 2008 tocca a **Countrywide Financial**, che si occupa di mutui per circa 4 miliardi di dollari in azioni, quando Bank of America raggiunge l'accordo per acquistarla.

Countrywide ha accusato pesantemente la crisi mutui ed è arrivata vicina al fallimento. L'offerta si è rivelata provvidenziale per la società, in quanto l'ha salvata dall'istanza di fallimento. La storia di Countrywide Financial si conclude dopo 39 anni di attività.

Dopo **IndyMac**, la crisi dei mutui fa altre due vittime, due gruppi regionali con quasi quattro miliardi di dollari in *asset* complessivi: **First National Bank of Nevada** di Reno e **First Heritage Bank** di Newport Beach in California, chiuse il 25 luglio 2008 dalle autorità finanziarie perché sotto capitalizzate. Soprattutto First National è stata accusata di pratiche irresponsabili e di aver dissipato utili e *asset* con una rischiosa esposizione ai mutui immobiliari proseguita anche quando la crisi era già esplosa.

Il 2 agosto 2008 fallisce la **First Priority Bank**. Al momento della chiusura, l'istituto contava su 13 milioni di depositi non assicurati. First Priority è la prima banca a fallire in Florida dal 12 marzo 2004.

Queste però non sono le uniche banche coinvolte nella crisi subprime. La lista è lunga (soltanto nei primi sei mesi del 2008 sono fallite oltre 513 società statunitensi) e probabilmente il conto crescerà ancora.

In Europa, tra perdite e salvataggi si potrebbero ancora citare: **Fortis**, gruppo bancario belga olandese, parzialmente nazionalizzato con una operazione da 16,1 miliardi di dollari il 28 settembre 2008, **Dexia**, gruppo belga, anch'esso a fine settembre, ricapitalizzato per 8,7 miliardi di dollari (6,4 miliardi di euro) dai Governi di Francia e Belgio, oltre che dalle regioni delle Fiandre, della Vallonia e di Bruxelles.

**UBS**, il primo e il più gravemente colpito tra gli istituti europei dalla crisi americana dei mutui subprime, ai primi di ottobre 2008 decide di tagliare l'*investment banking* e di tornare a fare la banca tradizionale dopo oltre 37 miliardi di dollari di svalutazioni solo nel 2008. Il 27 novembre 2008 la banca ha deciso di accettare l'aiuto del governo elvetico e della banca centrale dopo le ulteriori perdite. Si tratta di un'iniezione di 6 miliardi di franchi da parte della Confederazione, operazione accompagnata dal sostegno della Banca nazionale svizzera, che garantirà 54 miliardi di dollari per un veicolo destinato alla raccolta di titoli "tossici".

**Société Générale**, una delle maggiori banche della Francia, ha riportato a fine 2007 un totale di circa 6,9 miliardi di euro di perdite e il 3 novembre 2008 ha annunciato i conti del terzo trimestre con l'utile netto sceso a 183 milioni di euro da 1,1 miliardi dello steso periodo nel 2007.

### **La crisi colpisce le grandi Istituzioni Americane**

Per la maggioranza degli esperti finanziari, la crisi dei *subprime* riguardò principalmente, se non quasi esclusivamente, gli Stati Uniti; tuttavia nel mondo attuale, dove lo sviluppo tecnologico ha creato un sistema di interdipendenze e

relazioni molto strette, gli effetti di una crisi di solvibilità di parecchi milioni di famiglie americane si propagarono molto velocemente.

L'*implosione* dei mutui *subprime* iniziò nell'estate del 2008 quando un *hedge fund* di Londra, il cui valore era stimato intorno ai 900 miliardi di dollari, dovette essere liquidato.

Divenne chiaro che il problema andava al di là dei mutui *subprime*.

I principali colossi bancari gestivano miliardi di dollari di prestiti tramite società fuori bilancio, le SIV (*Structured Investment Vehicles*): la maggior parte di questi prestiti era a lungo termine, finanziati, però, con carta commerciale a breve. Il collocamento della carta commerciale si interruppe e al quel punto gli azionisti si resero conto che le SIV, nonostante si trovassero al di fuori dei bilanci degli istituti di credito, erano di fatto parte integrante di questi e una loro crisi si sarebbe immediatamente riflessa sull'intero sistema bancario.

Il fattore che determinò l'allargamento della crisi al mercato europeo va ricercato nei legami tra le banche del vecchio continente e il mercato USA dei prestiti immobiliari: non a caso, la prima crisi all'interno del sistema finanziario riguardò una banca britannica, la **Northern Rock**: questa, oltre ad essere attiva sul mercato statunitense dei mutui, seguiva una politica di concessione dei mutui estremamente permissiva, affidando fino al 125% del valore della casa; nelle prime settimane di settembre del 2007, si assistette al formarsi di lunghe code dinanzi agli sportelli delle filiali, con migliaia di correntisti intenzionati a prelevare i loro depositi. Tra di essi si era creato il panico a causa di alcune voci diffuse nell'ambiente: si diceva che l'elevata esposizione della banca sul mercato statunitense dei mutui *subprime* avrebbe causato un ridimensionamento degli utili previsti, con un calo di oltre 200 milioni di sterline sui dati attesi dagli analisti.

La scintilla che fece scoppiare il panico fu la concessione di una linea di credito d'emergenza da 25 miliardi di sterline da parte della *Bank of England*: si calcolò che i depositanti, dopo tale notizia, ritirarono in poche ore oltre un miliardo di sterline, circa il 4% dei depositi totali.

In quei giorni il titolo azionario della società perdette il 32%, mentre dall'inizio dell'anno aveva, nel complesso, bruciato il 60% del proprio valore.

L'istituto, già prima della bufera, era un soggetto considerato rischioso a causa delle sue modalità di approvvigionamento di risorse: queste, infatti, non si basavano sui depositi della clientela, bensì sul ricorso all'indebitamento sul mercato dei capitali; le operazioni di finanziamento, quindi, una volta iniziata la crisi dei *subprime*, divennero sempre più difficili e costose: le obbligazioni emesse dall'istituto di credito trovarono sempre meno acquirenti, i prezzi crollarono, mentre i rendimenti superarono di 10 punti percentuali quelli dei titoli di Stato.

La crisi di liquidità dell'istituto, derivante dall'ingente somma dei depositi ritirati, costrinse il governo inglese a nazionalizzare la banca nella domenica del 17 febbraio 2008, a mercati chiusi; l'operazione, definita *temporanea* dal Ministro del Tesoro inglese Alastair Darling, aveva l'obiettivo di salvaguardare i posti di lavoro e dare stabilità alla banca. L'*FSA* (*Financial Services Authority*), la Consob d'oltre manica, fece il *mea culpa*, assumendosi una grossa parte delle responsabilità di quanto accaduto: "All'origine di tutti gli errori", si legge in un comunicato dell'organo di vigilanza dei mercati finanziari britannici, "c'è stata una inaccettabile mancanza di *supervisione* e di *controlli*"; la banca,

nonostante avesse tutti i connotati per essere una *sorvegliata speciale*, venne di fatto lasciata libera di agire senza tener conto degli enormi rischi assunti nel mercato dei mutui.

La crisi aveva mietuto la prima vittima in Europa, ma gli effetti peggiori li avrebbe mostrati negli Stati Uniti: qui molte banche erano pesantemente esposte nei confronti dei mutui *subprime*, detenendo all'interno dei loro bilanci ingenti quantità di *asset* ad essi legati.



### **Assalto dei Risparmiatori alla NOTHERN ROCK**

Il 14 marzo 2008 il titolo della **Bear Stearns**, una delle cinque grandi banche d'investimento newyorkesi, perse quasi il 50% del suo valore, in seguito all'annuncio dell'amministratore delegato, Alan Schwartz, di "un grave deterioramento della propria situazione nell'arco delle ultime 24 ore e di aver ottenuto un finanziamento straordinario da parte di *Jp Morgan* e della *Federal Reserve* di New York";

Solo due giorni dopo, il 16 marzo, venne ufficializzato l'acquisto del 39,5% del capitale della banca da parte della *Jp Morgan*, per un valore iniziale di 2 dollari ad azione, portato poi a 10 dollari. L'acquirente si accollò per intero i quasi 30 miliardi di dollari di *asset* legati ai mutui *spazzatura* e il relativo rischio di successive perdite; l'accordo prevedeva la concessione di una sostanziosa garanzia da parte della *Fed* a *Jp Morgan* per quel che riguarda la rischiosità dei titoli legati ai mutui.

Alla luce di questo, nonostante l'acquisto fosse stato portato a termine da una società privata, l'operazione, in realtà, fu abilmente pilotata dal governo tramite la banca centrale.

Fu la prima volta, ma non sarebbe stata l'ultima, che il governo americano intervenne per scongiurare il fallimento di uno dei colossi della finanza

mondiale; l'opinione pubblica fu sorpresa nel vedere che gli Stati Uniti, nazione che, più di ogni altra, da oltre un ventennio sosteneva l'*autoregolamentazione* del mercato, si trovasse ora costretta a rattoppare i *buchi* creatisi nel proprio sistema finanziario a seguito della mancanza di leggi e regole che lo disciplinassero.

Vediamo ora nel dettaglio le cause che portarono la banca in questa situazione: a metà del giugno 2007 il suo titolo azionario crollò in seguito all'annuncio del *crack* del *Carlyle Capital*, *hedge fund* legato alla banca d'affari, che deteneva un portafoglio di 21,7 miliardi di dollari e specializzato nell'investimento in *Asset Backed Securities*; il fondo, fortemente indebitato, aveva l'obiettivo di guadagnare sulla differenza tra il rendimento degli investimenti e il loro costo di finanziamento. In seguito al congelamento del mercato dei titoli garantiti dai mutui *subprime*, determinato dall'abbassamento dei *rating* da parte di *Moody's*, il fondo non riuscì più a far fronte alle pressioni dei propri creditori che chiedevano 400 milioni di dollari di *margin call*; ovvero un versamento aggiuntivo richiesto ad un operatore di Borsa a fronte di una maggiore esposizione. I tentativi di vendere questi titoli furono vani poiché la maggioranza di questi non era più collocabile sul mercato ad alcun prezzo.

La *Bear Stearns* si vide dunque obbligata a correre in soccorso del suo fondo, garantendo liquidità per circa 3,2 miliardi di dollari; contemporaneamente la banca d'affari dovette svalutare *asset* legati alla cartolarizzazione di mutui presenti nel proprio attivo per oltre 2 miliardi di dollari.

Le risorse impiegate nel salvataggio del proprio *hedge fund*, le svalutazioni degli *asset tossici* e la scarsa reperibilità di finanziamenti sul mercato dei capitali dovute allo *status* di banca d'investimento determinarono per la banca un alto rischio di fallimento che rese, in ultima istanza, inevitabile la vendita alla *Jp Morgan*.

Nonostante la scomparsa di una banca dalla tradizione quasi secolare, era ancora largamente diffusa la teoria secondo la quale la crisi innescata dai mutui *subprime* fosse limitata al mercato americano. All'epoca, infatti, non erano ancora stati diffusi i dati sulla detenzione dei *bond* garantiti dai mutui USA e la loro disseminazione a livello mondiale.

A distanza di pochi mesi, il 12 luglio il governo americano fu costretto al salvataggio della ***IndyMac Bank***, una delle principali casse di risparmio americane specializzate in mutui; quello di *IndyMac*, istituto che deteneva *asset* per 32 miliardi di dollari, fu uno dei più gravi fallimenti bancari nella storia degli Stati Uniti: peggiori furono solamente quello nel 1984 della *Continental Illinois National Bank & Trust* con *asset* per 40 miliardi di dollari e, quattro anni dopo, quello della *American Savings & Loan Association*.

Successivamente, all'inizio del settembre 2008 il sistema americano si trovò a fare i conti con la crisi di due istituzioni che, almeno all'apparenza, non avevano niente a che fare con i mutui *subprime*; si trattava della ***Federal Home Loan Mortgage Corporation*** e della ***Federal National Mortgage Association***, meglio conosciute come ***Fannie Mae*** e ***Freddie Mac***, ovvero i due colossi finanziari statunitensi che garantivano quasi la metà dei 12.000 miliardi di dollari di mutui sulle case degli americani.

Si tratta di due *Government Sponsored Enterprises* (GSE), società create *ad hoc* dal Congresso degli Stati Uniti d'America allo scopo di garantire al mercato immobiliare un costante flusso di finanziamenti.

A questo punto risultò evidente come la crisi si trasferì anche al mercato dei mutui *sani*, quelli *prime*, in quanto gli unici a poter esser trattati dalle due banche fondiarie: esse erano attive sul mercato secondario dei mutui, garantendo nella sostanza l'enorme sviluppo del credito necessario a supportare la crescente domanda di immobili nel paese.

L'aumento dei tassi interesse apportato dalla *Fed* dal 2004 in poi provocò, inizialmente, insolvenze sui mutui esclusivamente tra le famiglie meno abbienti; in un secondo momento, però, questo problema si presentò anche tra la classe media.

A questo punto le due istituzioni, alle quali gli organi di sorveglianza del mercato non avevano mai richiesto livelli di solidità patrimoniali particolarmente rigidi, si trovarono in una situazione critica: da un lato si videro obbligate ad apportare ingenti svalutazioni tra i propri *asset*, che causarono la perdita di quasi il 90% del valore di capitalizzazione di Borsa e, dall'altro, l'aspetto più rilevante, si ritrovarono nei bilanci prestiti obbligazionari in scadenza per oltre 200 miliardi di dollari. Non ci sarebbero stati problemi se, come avveniva in passato, le due istituzioni avessero potuto raccogliere la liquidità necessaria sul mercato secondario dei mutui tramite la collocazione di titoli cartolarizzati.

"*Fannie Mae e Freddie Mac*" sono due società create alle fine degli anni Trenta per garantire i fondi per il mercato immobiliare americano. Sono formalmente società private dalla fine degli anni Sessanta ma hanno sempre avuto una linea di credito garantita per svolgere la loro "missione pubblica". Non prestano denaro ai privati cittadini, non sono loro a concedere mutui agli americani che vogliono comprare una casa. *Fannie* e *Freddie* i mutui li comperano, li assicurano, li impacchettano e li cartolarizzano, per poi rivenderli agli investitori sotto forma di titoli .

Tutti i big di *Wall Street* hanno in portafoglio derivati di questo meccanismo, la banca centrale della Cina detiene obbligazioni di *Fannie* e *Freddie* per centinaia di miliardi di dollari, così come istituzioni di Arabia Saudita, Russia e Giappone.

Negli anni la loro attività è cresciuta, fino ad arrivare a garantire 5.200 miliardi di dollari di mutui: *un terzo della capitalizzazione della Borsa di New York e oltre un terzo del Prodotto interno lordo americano*. Tutto bene fino a fine 2007, quando la crisi del mattone, le difficoltà dei *subprime*, hanno tolto il supporto ai loro bond.

*Fannie* e *Freddie* negli ultimi 12 mesi hanno messo in bilancio perdite per 14 miliardi di dollari e la paura di un default ha fatto scendere del 90% il loro valore di Borsa in un anno.

La spirale ancora non è giunta al termine: nel secondo semestre dell'anno il tasso complessivo di prestiti ipotecari in ritardo con i pagamenti è salito al 6,41%, un record negli ultimi 30 anni.

In quel momento, però, il mercato era completamente bloccato.

Il fallimento delle due finanziarie avrebbe messo in ginocchio l'intero sistema di finanziamento immobiliare americano, in quanto l'intera rete di banche che prestava direttamente denaro ai privati per l'acquisto di abitazioni era *sorretto dalla garanzia di queste due* e da quella indiretta del governo.

Le conseguenze di un *default* sarebbero state ancor più gravi sul piano internazionale, visto che circa 1.300 dei 5.200 miliardi di mutui cartolarizzati erano stati acquistati da governi e banche centrali estere e la sola Cina ne possedeva più di 300 miliardi di dollari .

L'intervento del governo arrivò puntuale: il 7 settembre annunciò di aver stanziato 1.600 miliardi di dollari a garanzia totale del debito obbligazionario dei due istituti ed una linea diretta di credito fino a 100 miliardi di dollari.

Se fino al salvataggio di *Bear Stearns*, *Fannie Mae* e *Freddie Mac* la situazione sembrava critica, ma sostanzialmente sotto controllo, le cose iniziarono a precipitare la domenica del 14 settembre 2008 quando scomparvero, nel giro di poche ore, due delle cinque grandi *investment banking* americane: ***Merrill Lynch*** e ***Lehman Brothers***.; anche queste furono colpite dalla forte presenza nei loro bilanci di debiti e titoli legati al mercato immobiliare. Mentre la prima venne acquisita dalla *Bank of America* per un valore di 50 miliardi di dollari (al cospetto dei 100 che valeva solamente un anno prima), salvando quindi il posto di lavoro a molti dei suoi 60.000 dipendenti, la seconda fallì portando via con sé le ultime illusioni di chi pensava che il peggio fosse già passato.

Dopo il salvataggio di *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, i mercati finanziari incentrarono i propri ordini di vendita sul soggetto ritenuto a quel punto il più esposto rispetto ai titoli legati ai mutui sugli immobili: la ***Lehman Brother***. Questa aveva, infatti, all'interno del suo attivo di bilancio circa 53 miliardi di dollari di titoli illiquidi. Unendo tali cifre al fatto che la banca, proprio per sua natura banca di investimento, operava con una leva finanziaria molto elevata e possedeva alcune grosse *tranche* di debito in scadenza, fu facile per il mercato *diagnosticare* un'imminente crisi di liquidità: le conseguenze di questa situazione si riflessero inevitabilmente sul valore dei titoli azionari della società che nei primi giorni della settimana successiva alle nazionalizzazioni di *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, perse oltre il 50%.

In quelle settimane sembrava che il mercato, cosciente dell'esplosione della bolla immobiliare, orientasse le vendite allo scoperto verso il soggetto ritenuto il più debole della catena; la cronaca di quei concitati giorni dimostra, infatti, come il crollo dei valori di Borsa riguardò in un primo momento solo *Bear Stearns*. In seguito al suo salvataggio le vendite si concentrano sui titoli di *Fannie* e *Freddie*: salvate anche queste, il mercato iniziò ad *attaccare Lehman Brothers*, ritenuto, a ragione, il soggetto maggiormente esposto nei confronti dei titoli legati ai mutui *subprime*.

Vani furono numerosi tentativi per cercare di trovare un *partner* alla banca, scongiurandone il fallimento: si cercò di trattare su più fronti, sperando di trovare un valido acquirente che si accollasse i miliardi di dollari di perdite sui suoi *asset*.

La banca, pochi giorni prima del *crack*, ebbe contatti con il gruppo controllato dal governo coreano, la *Korea Development Bank*, al fine di cedere una quota importante del proprio capitale: la trattativa fallì a causa del forte divario tra l'offerta asiatica e la richiesta del *top management* della banca.

Per cercare di trovare una soluzione vi fu un incontro il 12 settembre tra Ben Bernanke, presidente della *Fed*, il segretario al Tesoro Henry Paulson, il capo della *Fed* di New York, Tim Geithner ed i maggiori banchieri di *Wall Street*, tra i quali il Ceo di *Lehman Brothers*, Richard Fuld.

L'atmosfera venne descritta come molto pesante poiché alle difficoltà di *Lehman Brothers*, si univano quelle di *Merrill Lynch* e della compagnia di assicurazioni *AIG*. Nell'incontro Paulson prese una posizione molto dura: informa *Bank of America* e *Barclays Bank* che non vi sarà per *Lehman* una garanzia governativa come ci fu per *Bear Stearns*. Questa affermazione aveva evidenti connotati politici: il partito repubblicano, infatti, era contrario ad ulteriori interventi dello Stato nel mercato.

Sulla scia di tale affermazione, vi fu dapprima il ritiro dell'offerta da parte di *Bank of America* e poche ore dopo anche *Barclays Bank*, incalzata dalla propria banca centrale a causa di coefficienti patrimoniali non propriamente adatti ad un'operazione del genere, optò per la medesima decisione.

L'architettura del piano di salvataggio, messo a punto dal Tesoro, dalla *Fed* e dai banchieri, era semplice: separare in due categorie diverse, da una parte le "buone" e dall'altra quelle "cattive" le attività patrimoniali di *Lehman*.

L'ipotesi prevedeva che la banca britannica avrebbe acquistato la parte "buona" di *Lehman*, garantendo con l'acquisto un flusso di liquidità e un'altra iniezione di dieci miliardi di dollari in appoggio al consorzio. La parte "cattiva" doveva essere isolata in un nuovo veicolo garantito da un consorzio di 10 o 15 banche, con una formula non diversa da quella che si usò per salvare il *Hedge Fund Ltc* dieci anni fa. Il consorzio avrebbe tenuto in vita le attività più fragili di *Lehman* offrendo garanzie attorno ai 30 miliardi di dollari, grosso modo la stessa cifra che garantì il Tesoro a JP Morgan quando ci fu il salvataggio di *Bear Stearns*. Nella cosiddetta *Bad Bank* dovevano confluire circa 85 miliardi di dollari di portafoglio *Lehman* disastroso.

L'obiettivo era quello di tenere la carta in portafoglio fino a quando non la si sarebbe potuta collocare sul mercato con un profitto, una volta che a *Wall Street* fosse tornata la stabilità. Se le cose fossero peggiorate invece, il consorzio sarebbe stato costretto ad assorbire le perdite.

Poi nel primo pomeriggio, la situazione è precipitata. Sembra che la Banca Centrale Inglese abbia rilevato l'inadeguatezza nei rapporti di capitale di *Barclays* per autorizzare un'operazione di simili proporzioni. Si aggiunga che *Barclays* non gradiva l'assenza di una garanzia del Tesoro.

E' stato in quel momento, attorno alle 15 del pomeriggio, che si è capito che per Dick Fuld, l'ostinato amministratore delegato di *Lehman Brothers* e per le decine di migliaia di dipendenti in tutto il mondo l'avventura iniziata in una delle più prestigiose banche sarebbe finita nelle stanze di un giudice del Tribunale di New York, incaricato di avviare le "procedure di liquidazione".

A quel punto la scelta obbligata era di richiedere la procedura per l'amministrazione controllata, ovvero il fallimento.

Spesso mescolare l'economia con la politica, come avvenne nella sopracitata riunione del 12 settembre, può portare a risultati catastrofici: nelle settimane successive al fallimento della banca d'affari, i listini borsistici di tutto il mondo bruciarono miliardi di dollari di capitalizzazione, trainati dai forti ribassi dei titoli bancari.

Quello che venne definito come il più grosso errore commesso dalla gestione Bush nella lotta contro la crisi finanziaria, l'aver cioè lasciato fallire la *Lehman Brothers*, può essere interpretato forse come l'ultimo tentativo di legittimare la bontà della politica economica statunitense, improntata su un eccessivo liberismo e deregolamentazione dei mercati.

La dottrina economica del *laissez faire* produsse un vortice di sfiducia all'interno del sistema bancario che, senza i necessari accorgimenti, rischiò di congelare le linee di credito vitali per l'intero sistema finanziario mondiale. Un elevato numero di banche, infatti, aveva prestato denaro alla banca statunitense e quindi, dopo il suo fallimento, i pensieri degli operatori di mercato erano già rivolti all'individuazione del *nuovo* anello debole della catena che, con buona probabilità, sarebbe stata un'altra banca; il totale dei debiti di *Lehman* ammontava a 613 miliardi di dollari, una cifra enorme se ponderata per l'entità dei mezzi propri, mentre le attività patrimoniali complessive erano pari a 639 miliardi di dollari, delle quali, secondo una stima, probabilmente più del 40% erano illiquide, quindi prive di valore.

Numerosi economisti sostennero che il governo americano fu costretto ad intervenire nel caso di *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, o in quello che si vedrà tra poco di **AIG**, perché il loro *default* avrebbe causato dei pericoli sistemici; risultò chiaro, però, come il fallimento di *Lehman Brothers* causò serie ripercussioni su scala mondiale e diede, di fatto, inizio ad una crisi a livello sistemico.

Per dimostrare il panico e il disorientamento, ma anche l'incredulità, che si diffuse, non solo tra gli investitori, ma anche tra gli stessi operatori del mercato, è interessante citare un fatto avvenuto nelle prime ore della mattina in cui la banca d'affari statunitense fallì: due dirigenti della banca pubblica tedesca *KFW* autorizzarono, infatti, un versamento di 500 milioni di euro a favore di *Lehman Brothers* poche ore dopo che questa aveva annunciato il suo fallimento.

La banca divenne lo zimbello della stampa locale, venendo definita *la banca più stupida di Germania* e il fatto scosse gli oltre 80 milioni di contribuenti tedeschi, ad ognuno dei quali questa *svista* costò quasi 8 euro a testa.

La scomparsa della *Merrill Lynch* fu, invece, meno drammatica in quanto essa venne, come già detto, acquistata da *Bank of America*; nonostante la banca acquirente si fosse rafforzata in uno dei suoi punti deboli, ovvero l'*investment banking*, nei giorni successivi all'operazione il mercato si dimostrò scettico poiché il *rating* della società fu ridotto da *Standard & Poor's* a causa dell'irrisolta esposizione di *Merrill Lynch* alla *debacle* immobiliare, costata già oltre 52 miliardi di dollari in titoli svalutati.

La vera ragione per la quale il governo USA rimase indifferente di fronte al *crack Lehman*, si capì solamente alcuni giorni dopo, più precisamente martedì 16 settembre, quando vennero annunciate misure straordinarie per evitare il dissesto della **AIG, American International Group**, la *più grande compagnia di assicurazione del mondo* per capitalizzazione di mercato, messa anch'essa in ginocchio dalle conseguenze della crisi dei mutui.

Il gruppo, già al centro dello scandalo per lo scoppio della bolla speculativa, dichiarò di aver subito perdite potenziali per 670 miliardi di dollari sui CDS, i *Credit Default Swap*, una cifra spaventosa!

Il mercato mondiale di questi strumenti ha assunto negli ultimi anni un volume enorme: secondo una recente stima è arrivato alla cifra colossale di 45.000 miliardi di dollari.

Solamente dietro ai *bond* della *Lehman Brothers* c'erano CDS per un valore di 400 miliardi di dollari: questo significa che, causa il fallimento della banca, qualcuno si ritrovò a dover pagare circa 365 miliardi e fu quindi razionale interrogarsi sull'identità dell'obbligato e sul suo grado di solvibilità.

Tornando al caso *AIG*, nel febbraio 2008 la *Price Waterhouse Coopers*, incaricata della revisione dei conti, denunciò l'esistenza di *debolezze materiali* nei controlli sui risultati finanziari riguardanti proprio la valutazione del portafoglio dei titoli CDS .

Per meglio capire la situazione mi sembra utile riportare lo stralcio di un articolo pubblicato da *Il Sole 24 Ore* il 7 giugno 2008, quando ancora la crisi non era ancora del tutto esplosa:

I *mutui subprime*, come noto, sono stati cartolarizzati cioè impacchettati in speciali obbligazioni. Questi *bond*, a loro volta, sono stati *rimpacchettati*: cioè inseriti in altre obbligazioni *mattioska*, chiamate CDO. Qui si arriva al punto: *AIG* ha venduto speciali polizze assicurative chiamate *Credit Default Swap* agli investitori che avevano in portafoglio questi CDO. Attraverso le polizze, gli investitori hanno pagato un *premio* ad *AIG* e quest'ultima si è impegnata a risarcirli nel caso in cui i *bond* legati ai mutui fossero finiti in *default*. Non solo: a supporto di questo impegno, *AIG* ha posto come garanzia (chiamata *collateral*) titoli di Stato o altri *bond*.

Proprio su questo *business* di un tempo, nascono per *AIG* i problemi di oggi.

I mutui *subprime* hanno infatti aumentato i casi di insolvenza, per cui i CDO hanno perso valore. E le *polizze* sono diventate più care, obbligando *AIG* ad aumentare il *collateral* a garanzia. Il problema è che è difficile quantificare questo ribasso delle quotazioni: né i CDO né le *polizze* hanno infatti alcun prezzo, per il banale motivo che nessuno è disposto a comprarli.

A settembre, quello che preoccupava di più i vertici del gruppo non erano le perdite di bilancio, bensì l'enorme quantità di CDS stipulati sui titoli di debito emessi dalla *Lehman Brothers*; obiettivamente nessuno, neanche il più pessimista degli operatori di mercato, poteva immaginarsi il suo fallimento, ma, quando questo avvenne, *AIG* si ritrovò a dover pagare una somma enorme ai possessori di CDS.

Tutto ciò determinò un crollo dei valori di Borsa del titolo assicurativo che toccarono i minimi storici; nella sola giornata di venerdì 13 settembre 2008 il titolo perse il 31% del suo valore; alla riapertura di *Wall Street* il lunedì successivo era in perdita del 40%, mentre dal gennaio dello stesso anno le perdite ammontavano all'80%.

A queste andavano aggiunte le perdite derivanti dalle svalutazioni delle poste attive di bilancio, legate ai mutui che nei primi due trimestri dell'anno ammontavano a 130 miliardi di dollari: per dare un'idea della gravità assoluta di questo tracollo basta ricordare che la società deteneva *asset* per 1200 miliardi di dollari.

I vertici cercarono di far fronte all'urgenza di liquidità dichiarando di esser disposti a vendere parte delle attività per un valore di oltre 50 miliardi di dollari; tra queste vi era la divisione di *leasing* aerea, l'*International Lease Finance Corporation*, che contava una flotta di oltre 900 velivoli, formalmente stimati in 50 miliardi di dollari.

Tale dichiarazione, da sola, non bastò a ridare credibilità alla società sul mercato: a quel punto il governo americano, consapevole che un fallimento di tali dimensioni, alla luce di quanto successo dopo quello della *Lehman Brothers*, avrebbe creato il caos su tutti i listini borsistici mondiali, si vide costretto ad intervenire: accordò, tramite la *Federal Reserve*, un prestito ponte

da 85 miliardi di dollari. Questo aveva in prima battuta lo scopo di concedere un po' di respiro alla società in termini di liquidità, ma, principalmente, voleva evitare il dilagare di una situazione che aveva ormai, tuttavia, tutti i connotati di una crisi sistemica.

L'intervento della banca centrale fu, nel vero senso della parola, *di ultima istanza*, poiché nel pomeriggio di martedì 16, a mercati chiusi, fallì il tentativo di *Goldman Sachs* e *Jp Morgan* di raccogliere 75 miliardi di dollari in linee di credito per *AIG*, come richiesto dalla *Fed*; in altre parole, la *Fed*, dopo aver riscontrato l'incapacità delle due banche d'affari di reperire le risorse liquide necessarie alla sopravvivenza del colosso assicurativo, fu costretta ad intervenire in prima persona, malgrado tutte le critiche che avrebbe inevitabilmente attirato. Queste, oltre a riguardare la questione dell'interventismo statale in economia a sostegno delle aziende in crisi, furono incentrate sul nuovo ruolo assunto dallo Stato, quello cioè di socio di maggioranza di *AIG*.

Ora bisogna vedere se e in quali termini lo Stato eserciterà la propria influenza all'interno della compagnia assicurativa attraverso la *Fed*, ma quello che è certo è che ormai la Stato americano, nel suo nuovo ruolo di socio di maggioranza, ha tutto l'interesse a rendere profittevole l'azienda in modo tale da giustificare gli 85 miliardi di dollari dei contribuenti investiti nel *maxi-salvataggio*.

Non trascorsero nemmeno due settimane dalla crisi di *AIG* che un altro fallimento colpì il settore bancario statunitense: il 25 settembre quello di ***Washington Mutual*** divenne il più grande *crack* bancario della storia americana essendo questa dotata di attivi per 307 miliardi di dollari e 188 miliardi di depositi.

Con *liquidità insufficiente* per far fronte ai propri obblighi, *Washington Mutual* non era più in condizioni abbastanza solide e sicure per proseguire la propria attività" spiega in una nota la *Federal Deposit Insurance Corporation*, l'autorità di garanzia dei depositi bancari USA.

In ogni caso, il fallimento dell'istituto di credito era già nell'aria: pochi giorni prima, infatti, la *Goldman Sachs* fu incaricata di trovare un compratore, ma tutte le banche che valutarono l'operazione, tra cui *Santander*, *Citigroup* e *Wells Fargo*, si tirarono poi indietro a causa dell'incertezza sull'entità dei titoli tossici presenti in bilancio. In seguito a tale notizia, analogamente a quanto accaduto nel caso della *Lehman Brothers*, i costi di assicurazione del debito di *Washington Mutual* toccarono livelli di guardia poiché le maggiori agenzie di *rating* declassarono al livello di *junk bond* i titoli della società, considerandoli ormai *titoli spazzatura* dal rendimento potenzialmente elevato, ma ad altissimo rischio per l'investitore.

Il forte coinvolgimento della banca nel mercato immobiliare americano e l'emissione di obbligazioni garantite dai mutui *subprime* avevano messo in allarme già a metà settembre i depositanti che, infatti, in poco più di una settimana, avevano ritirato risparmi per 16,7 miliardi di dollari; questo fatto, unito ai 19 miliardi di dollari di perdite sui titoli legati ai mutui *subprime*, spinse l'Ufficio federale per la supervisione economica a dichiararne il fallimento e a nominare un curatore fallimentare.

Un altro scossone per il sistema bancario statunitense arrivò il 29 settembre, appena quattro giorni dopo il fallimento della *Washington Mutual*: fu

la volta di **Wachovia**, ottava banca americana per capitalizzazione alla fine del 2007, che, travolta anch'essa dalla crisi dei mutui, si trovò sull'orlo del fallimento.

La banca, che dal 2000 in poi aveva conosciuto un periodo di grossa espansione, raggiungendo *asset* totali per 808 miliardi di dollari e un fatturato di 55 miliardi, commise nel 2006 l'errore di entrare nel mercato dei mutui *subprime*; la crisi di liquidità e le forti svalutazioni apportate al proprio portafoglio crediti spinsero l'istituto vicino al *default*.

Il *crack* venne scongiurato dalla notizia secondo la quale il governo statunitense avrebbe raggiunto un accordo con *Citigroup*, la quale, attraverso uno scambio azionario del valore di 2,1 miliardi di dollari, avrebbe dovuto assumersi debiti per 53 miliardi e perdite sul portafoglio crediti superiori ai 42 miliardi. Tale operazione, il cui annuncio ebbe l'effetto di evitare il fallimento dell'istituto di credito, non venne però mai conclusa: pochi giorni dopo, il 3 ottobre, *Wachovia* dichiarò di aver accettato un'altra proposta, quella cioè che prevedeva la fusione con la *Wells Fargo*. I termini dell'offerta, molto più vantaggiosi sia per la banca che per il governo, prevedevano il pagamento di 15,1 miliardi di dollari, valutando quindi ogni azione circa 7 dollari, più del triplo dell'offerta di *Citigroup*. La nuova proposta, inoltre, non richiedendo alcun aiuto dalle autorità federali, né sotto forma di prestiti né attraverso garanzie, ottenne il benestare del governo.

Nei giorni successivi *Citigroup* accusò *Wells Fargo* di esser intervenuta in modo scorretto nella trattativa, richiedendo alla Corte Suprema dello Stato di New York il pagamento di 60 miliardi di dollari, 40 a titolo di sanzione e i restati come forma di indennizzo: il giudice decise, in via preventiva, di bloccare l'offerta di *Wells Fargo* e convocò entrambe le banche in tribunale. Tale decisione venne, però, immediatamente revocata dal giudice della Corte d'Appello, che invitò le due parti a trovare una soluzione in tempi brevi; i negoziati, portati avanti dalla *Fed*, si conclusero con il ritiro dell'offerta di *Citigroup* che diede di fatto il via libera a *Wells Fargo*, anche se la banca newyorkese annunciò l'intenzione di intraprendere un'azione legale per inadempimento contrattuale sia nei confronti di quest'ultima che della stessa *Wachovia*.

I mercati, assorbiti parzialmente gli *shock* per il fallimento della *Lehman Brothers* e la scomparsa di *Bear Stearns* e *Merrill Lynch*, iniziarono ad interrogarsi sul futuro delle due superstiti tra le grandi banche d'investimento americane, ***Morgan Stanley*** e ***Goldman Sachs***.

Era ormai evidente che il modello di *business*, dimostratosi nel recente passato molto redditizio, ma estremamente fragile, doveva essere modificato: la mancanza di una solida base di depositi tra la propria clientela, l'elevato rischio intrinseco nelle operazioni effettuate, la leva finanziaria molto alta e le difficoltà a reperire finanziamenti sul mercato furono i punti di debolezza portati alla luce dalla crisi dei mutui *subprime*.

L'intero sistema finanziario reclamò regole più severe sulle loro attività; furono le due banche stesse, coscienti dell'imminente pericolo di fare la stessa fine delle altre, a richiedere alla *Federal Reserve* di trasformarsi in banche commerciali: il 22 settembre la banca centrale USA acconsentì, decretando la fine di un'epoca che aveva portato le *investment banking* a realizzare enormi profitti.

*Morgan Stanley* e *Goldman Sachs* si trasformarono in due *holding* bancarie in modo tale da disporre di controllate che potessero acquisire depositi, creando in tal modo una solida base alla loro attività; ad esse fu concessa, inoltre, la possibilità, al pari delle altre banche commerciali, di ottenere il sostegno statale.

L'acquisizione dello *status* di banche commerciali comportò, tuttavia, la fissazione di paletti sull'operato delle due banche: in particolare, a esse fu imposto l'obbligo di adeguamento del capitale in relazione ai rischi assunti e furono previsti successivi controlli da parte della SEC sul rispetto di questi vincoli.

In altri termini, fu richiesta una maggior trasparenza nei confronti del mercato e una sensibile riduzione del rischio intrinseco nelle loro operazioni o, per lo meno, un livello di rischio adeguato ai *ratios* patrimoniali.

L'amministratore delegato di *Morgan Stanley*, John Mack, commentando quanto accaduto, sottolineò come la società, dopo la trasformazione in banca commerciale, offrì maggior certezza al mercato in termini di solidità e di accesso alle fonti di finanziamento. Grazie al nuovo *status*, inoltre, entrambe le società crearono i presupposti per poter sopravvivere, anche se fu necessario far entrare nell'azionariato nuovi investitori.

Per *Morgan Stanley* si fecero avanti per primi *Wachovia*, che propose una fusione, e il fondo sovrano cinese *China Investment Corp*, disposto a rilevare il 49% dell'intero pacchetto azionario; entrambi gli acquirenti, però, ritirarono la propria offerta: *Wachovia* a causa dell'esposizione sui mutui *subprime*, mentre il governo cinese dovette rinunciare a causa delle pesanti perdite sugli investimenti effettuati negli USA. Il 30 settembre arrivò l'annuncio della nipponica *Mitsubishi Ufj* che dichiarò di aver acquistato il 21% del capitale della banca per 9 miliardi di dollari, ciò diede respiro sul mercato alla banca statunitense e il suo titolo nei giorni successivi iniziò a riprendere valore.

La *Goldman Sachs* trovò, invece, il suo nuovo socio nel finanziere americano Warren Buffett; questi rilevò ad un prezzo irrisorio azioni della società per 5 miliardi di dollari. Nel dettaglio, egli, tramite la sua società finanziaria, la *Berkshire Hathaway*, acquistò azioni privilegiate ed eroganti un dividendo del 10% e ricevette *warrant* che gli diedero la facoltà, nei successivi cinque anni, di sottoscrivere azioni ordinarie per cinque miliardi di dollari ad un prezzo molto conveniente. Un vero affare!!

La sfiducia tra istituti bancari che si venne a creare in quel periodo sul mercato interbancario dei prestiti accentuò ulteriormente i pericoli di insolvenza; i tassi *Euribor* aumentarono costantemente: nella giornata di mercoledì 24 settembre l'*Euribor* a scadenza 1 mese toccò il 4,976%, ai massimi del dicembre 2000, mentre quello a scadenza 3 mesi era pari al 5,125%. In quei giorni si stavano scontando le paure di nuovi fallimenti bancari.

Nella giornata successiva al tracollo della Borsa di *Wall Street* del 29 settembre, seduta nella quale l'indice **S&P500 perse l'8,7%**, i tassi *Euribor* aumentarono ulteriormente, arrivando al punto di essere degli indicatori *fantasma*; infatti, nelle prime ore della mattina i prestiti interbancari furono nulli. Nessun istituto, evidentemente, aveva fiducia nella controparte e nessuno reputava veritieri i tassi applicati in quel momento, perché *troppo bassi* se ponderati al rischio percepito.

In un articolo apparso sul *Il Sole 24 Ore* il giorno successivo il responsabile del mercato interbancario di una banca italiana spiegò meglio di chiunque altro ciò che stava accadendo:

“Quando esce qualche notizia negativa su una banca il nostro ufficio crediti ci intima di non operare più con quell’istituto, almeno fino a quando non si capisce se la notizia sia vera.”

I pochi prestiti concessi presentavano scadenze brevissime e tassi molto elevati: in quei giorni il tasso di finanziamento interbancario *overnight* applicato oscillava tra il 7 e il 9%.

Fu chiaro come in quei giorni le banche, nella paura di fallimenti che avrebbero comportato la perdita del capitale, preferissero depositare la propria liquidità in eccesso presso la BCE a tassi penalizzanti, piuttosto che prestarla ad altri istituti. In seguito agli interventi di sostegno al settore bancario compiuti dai principali Stati europei dalla fine di settembre, e per tutto il mese di ottobre, i tassi *Euribor* iniziarono a scendere, sintomo del ritorno, anche se pur parziale, della fiducia tra le banche; ad inizio novembre l’*Euribor* a 3 mesi scese al 4,73%, mentre quelli a 1 mese ed a 1 settimana calarono rispettivamente al 4,41% e al 3,81% ; i depositi bancari presso la BCE continuarono tuttavia ad aumentare nello stesso periodo, toccando il 3 novembre la cifra record di 297,4 miliardi di euro.

Da quanto descritto si evince come lo stato d’animo sul mercato sia una variabile fondamentale che incide fortemente sul suo andamento. Mai però, come nell’anno appena descritto, la crisi raggiunse un livello così preoccupante: le Borse mondiali, secondo un calcolo di *Standard & Poor’s*, bruciarono in ottobre circa 5.790 miliardi di dollari, mentre dall’inizio dell’anno le perdite ammontarono a 16.220 miliardi. Dal settembre 2007 andarono in fumo oltre 25 mila miliardi di capitali.

Nel solo mese di ottobre del 2008 *Wall Street* toccò una perdita massima del 27,2%, peggior *performance* da 57 anni a questa parte.

Dallo scoppiò della bolla del settore immobiliare in poi la Borsa di New York, dopo anni di costante rialzo, iniziò a perdere terreno; in poco più di un anno, dal giugno 2007 alla metà di settembre 2008, **l’indice S&P500 perse oltre il 45%** del suo valore.

I crolli più significativi furono probabilmente due:

- 1) Il primo si registrò il 9 settembre 2008 e non riguardò l’*S&P 500*, che perse *solamente* il 3,4%; il vero problema quel giorno fu rappresentato dal tracollo dei titoli bancari, già fortemente penalizzati nei mesi precedenti; la *Lehman Brothers* perse in una sola seduta quasi metà del suo valore di capitalizzazione (-44,95%), per un totale di -88,20 da inizio anno. Anche gli altri titoli del comparto subirono pesanti perdite, su tutte *Merrill Lynch* con un -10,26%, seguita da *Citigroup* (-7,09%), *Morgan Stanley* (-6,63%) e *Goldman Sachs* (-4,75%).

I forti ribassi dei titoli delle banche statunitensi furono causati, come detto, dalla presenza nei bilanci degli *asset* legati alla cartolarizzazione dei mutui che paventava il rischio di forti svalutazioni e di possibili stati di insolvenza.

In questo contesto anche le banche europee ne risentirono: i loro titoli furono oggetto di cospicue vendite, causate sia dall’incertezza sui loro *fundamentals* che dalle manovre speculative.

Le principali banche italiane, in particolare, furono soggette a pesanti vendite che provocarono la perdita di parecchi miliardi di euro di capitalizzazione; ciò non fece altro che alimentare i timori riguardanti il loro stato di salute, innescando un pericoloso circolo vizioso.

Anche le società del settore assicurativo, al pari dei *competitor* esteri, fecero segnare sensibili ribassi determinati dal coinvolgimento nel mercato dei *Credit Default Swap*.

Più in generale, su tutte le piazze europee si diffuse il panico, molti *hedge funds* uscirono dalle loro posizioni, i piccoli investitori furono presi da un'ondata senza precedenti di *panic selling* e, in tutto ciò, il mercato si vide privato di un meccanismo di compensazione fondamentale, ovvero la vendita allo scoperto. Lo *short selling*. Infatti, oltre a garantire la liquidità necessaria al mercato, rappresenta una sorta di *ammortizzatore* in momenti di forte ribasso, perché, effettuata la vendita, i ribassisti, solitamente, intervengono successivamente a ricomprare titoli per chiudere le loro posizioni.

Se da un lato la decisione di vietare tale pratica sembrò coerente con il tentativo di salvare il capitale delle banche, dall'altro suscitò molte critiche: la misura, infatti, non portò ad una riduzione della speculazione, ma, al contrario, comportò maggior volatilità sui mercati borsistici e ribassi ancora più generalizzati.

2) Il secondo si registrò lunedì 29 settembre: le Borse di tutto il mondo crollarono nuovamente: fu il giorno in cui fallirono le trattative tra repubblicani e democratici per l'approvazione del piano da 700 miliardi di dollari proposto dal segretario al Tesoro Paulson per il salvataggio degli istituti finanziari in crisi. I mercati reagirono in maniera estremamente negativa alla notizia, timorosi di nuovi crolli a *Wall Street*, l'indice dei titoli finanziari perdette oltre il 6% mentre le Borse europee, mediamente, subirono una contrazione del 4-5%. La nuova ondata di vendite abbattutasi sui mercati non fu determinata esclusivamente dall'incertezza e dalla paura tra gli investitori o dalle spinte speculative di alcuni soggetti: lo stallo del mercato monetario fece sì che l'unico modo per ottenere liquidità fosse la vendita dei titoli azionari.

In ogni caso, la Borsa di New York, epicentro della crisi, fu, in termini relativi, una delle meno colpite dall'ondata di crisi: come già accaduto nel passato, infatti, i mercati finanziari europei amplificarono l'andamento del mercato finanziario statunitense.

La conferma che la crisi finanziaria non era limitata agli Stati Uniti, bensì un problema con il quale anche il vecchio continente avrebbe dovuto fare i conti, arrivò lo stesso giorno del passaggio di *Wachovia* a *Citigroup*: i governi europei, coscienti dell'*osmosi* del fenomeno, intervennero per salvare gli istituti di credito che negli anni passati avevano adottato *la politica del mutuo facile* e che al momento si trovavano in grossa difficoltà a causa delle forti svalutazioni di crediti immobiliari, il ritiro dei depositi da parte della clientela e il congelamento delle linee di finanziamento con le altre banche.

Contemporaneamente, si paventò il rischio di una contrazione nei finanziamenti al sistema delle imprese; un eventuale *credit crunch*, in particolare, avrebbe avuto effetti negativi sull'economia reale, dove il ricorso all'indebitamento bancario rappresenta la principale forma di finanziamento del settore produttivo.

L'analisi degli interventi attuati nei vari paesi europei volti a sostenere il sistema bancario e a riportare la stabilità sui mercati finanziari, la necessità di un intervento coordinato a livello continentale e le implicazioni politico-economiche derivanti dai fatti descritti nel corso di questo capitolo sono tutti temi che verranno approfonditi nell'ultima parte del lavoro.

- **LE BOLLE SPECULATIVE: ANALISI E ATTUALIZZAZIONE DEL FENOMENO**

**SOMMARIO: Introduzione al capitolo. - Le bolle speculative: analisi del fenomeno. - Le più importanti bolle speculative dal XVII secolo ai giorni nostri. – Il confronto con la crisi attuale.**

### ***Introduzione al capitolo***

L'andamento di un listino borsistico è legato alle aspettative che gli investitori hanno su di esso: normalmente questi entrano in nuove posizioni quando ritengono che le quotazioni saliranno, e, viceversa, vendono se le loro aspettative riflettono un calo dei prezzi.

Esistono tre logiche secondo le quali si formano le aspettative degli investitori sull'andamento dei mercati finanziari: la prima via, quella che può essere definita *razionale*, lega le aspettative di andamento di un titolo azionario allo stato di salute dell'impresa, rappresentato dai suoi *fundamentals*; con tale termine si indicano dei valori espressi dal rapporto tra grandezze aziendali, che forniscono informazioni ai soggetti esterni all'azienda e orientano quest'ultimi nelle operazioni di investimento.

L'approccio appena descritto trova, però, difficile riscontro nella realtà poiché l'investitore spesso non possiede i mezzi idonei a valutare le informazioni che gli derivano dallo studio dei fondamentali di un'azienda; infatti, oltre alla conoscenza dei principali indicatori di creazione del valore, quali il *Return on investment*, il *Return on equity*, il *Price earning* o il *Price to book value*, è importante riuscire a confrontare un'impresa rispetto al mercato, attuando il cosiddetto *benchmarking*; il confronto è fondamentale poiché, in certi casi, le perdite subite da un'azienda derivano esclusivamente dall'appartenenza ad un determinato settore e non sono causate da debolezze interne.

### ***Le bolle speculative: analisi del fenomeno***

Si definisce bolla speculativa una particolare fase di un qualsiasi mercato caratterizzata da un aumento considerevole e ingiustificato dei prezzi, dovuto ad una crescita repentina della domanda. Si intende quindi una situazione nella quale il prezzo di una attività si allontana dal proprio valore intrinseco, quello cioè che viene a formarsi in ipotesi di un mercato efficiente.

Generalmente si parla di bolla speculativa con riferimento a mercati finanziari, nei quali vengono trattate azioni, obbligazioni e titoli derivati;

### ***La psicologia dell'investitore***

Gli studi prettamente economici, non riuscendo a fornire esaurienti risposte ai fenomeni di irrazionalità comparsi ripetutamente sui mercati, hanno lasciato spazio a ricerche di portata più ampia, riguardanti la psicologia e il comportamento degli investitori di fronte a situazioni di rischio. Queste hanno

cercato di spiegare quali siano le cause che spingono un soggetto ad investire gran parte dei suoi risparmi, se non addirittura la loro totalità, su titoli dei quali ignora i fondamentali o, in casi limite, non conosce neppure il settore di appartenenza: l'investimento deve essere quindi motivato da fattori strettamente personali, che variano da persona a persona.

### ***Lo scoppio della bolla speculativa***

Tutti gli aspetti psicologici visti finora portano a concludere che, nel corso di una bolla speculativa, le aspettative razionali postulate dalle principali teorie economiche lascino posto a quelle adattive e a comportamenti di tipo imitativo. Queste fanno sì, per le ragioni più svariate, che il comportamento degli investitori sia determinato da quello di coloro che li circondano: euforia, emulazione, euristica e rimorso sono stati d'animo che giocano un ruolo fondamentale nei mercati borsistici, creando una sorta di circolo vizioso in grado di autoalimentarsi.

La crescita nelle quotazioni dei titoli, procurando guadagni a chi opera sul mercato, attira nuovi investitori che, allettati da profitti cospicui, facili e veloci, optano per il loro acquisto. La nuova domanda così determinata fa ulteriormente salire i prezzi, richiamando in tal modo altri investitori, che a loro volta, con i nuovi acquisti, danno ulteriore linfa al meccanismo del gonfiamento dei prezzi e così via.

Il processo appena descritto non può però andare avanti all'infinito: la sua fine coincide con lo scoppio della *bolla speculativa*. Questo può essere causato da quattro fattori:

- a) L'elevata domanda non è più sostenibile, perché è difficile trovare nuovi investitori disposti ad acquistare a prezzi troppo alti: tale spiegazione è poco realistica poiché, come appena spiegato, in piena bolla speculativa il ragionamento sulla sensatezza e sulla sostenibilità delle quotazioni viene completamente a mancare.
- b) Vengono raggiunti dei prezzi così elevati che, ad un certo punto, iniziano a formarsi delle crepe nella fiducia, fino ad allora illimitata; come l'aumento era stato rapido e impetuoso, allo stesso modo la caduta è violenta ed inarrestabile: bastano solo poche vendite per scatenare una generalizzata corsa al ribasso.
- c) La domanda subisce una contrazione quando le ottimistiche prospettive di guadagno precedentemente formulate vengono riviste o ridimensionate; tale circostanza è riscontrabile qualora la bolla sia stata alimentata da notizie poco realistiche o sovrastimate.
- d) Avviene un contemporaneo aumento dell'offerta e una riduzione della domanda perché chi ha comperato in precedenza è spinto a vendere i titoli per monetizzare i guadagni; spesso, però, l'ingordigia è talmente elevata che anche in presenza di ottimi profitti, l'investitore non abbandona la posizione.

Lo scoppio della bolla è un evento fulmineo e disatteso per tutti possessori dei titoli: ad un primo stato d'animo di sorpresa, si sovrappongono quelli di incredulità prima, e di disperazione poi. I crolli delle quotazioni sono talmente repentini che tutti coloro che non sono stati in grado di prevederli subiscono pesanti perdite; al giorno d'oggi la tecnologia permette all'investitore di essere attivo in prima persona e di essere informato in tempo reale sull'andamento dei

mercati borsistici: egli ha la possibilità di reagire quasi in tempo reale alle fluttuazioni, mentre nel passato, come meglio si vedrà nella descrizione del crollo di *Wall Street* del 1929, il soggetto economico, oltre a delegare la negoziazione ad un *broker*, con il quale era difficile e laborioso comunicare le proprie richieste, molto spesso, causa l'arretratezza e l'inadeguatezza dei sistemi di comunicazione, veniva a conoscenza del valore delle quotazioni, o della sua rovina economica in tal caso, molte ore dopo la chiusura dei mercati.

Come la bolla aveva creato benessere per tutti coloro che si erano giovati delle plusvalenze, così lo scoppio fa dilagare sofferenza e malessere sociale principalmente tra le classi medie, che sono, generalmente, quelle che incorrono nelle conseguenze peggiori: i piccoli investitori quasi sempre subiscono passivamente le oscillazioni dei mercati, essendo questi orchestrati da coloro che impiegano ingenti quantità di denaro.

### **Analisi delle più importanti bolle speculative**

Nel corso degli ultimi cinque secoli di storia i mercati finanziari hanno periodicamente rappresentato terreno fertile per fenomeni speculativi che causarono un gonfiarsi spropositato ed infondato dei valori delle attività al loro interno.

Ognuna di queste è prima o poi scoppiata, portando via con sé le illusioni di tutti coloro che avevano creduto di ottenere facili profitti; ciò nonostante lasciarono, proprio per la loro drammaticità, segni indelebili nella mente delle persone che direttamente o indirettamente vi erano state coinvolte, sembra che tali eventi, a distanza di anni, non costituiscano un monito così significativo nell'evitare la loro ricomparsa.

### **Il crollo di Wall Street nel 1929**

Nel primo ventennio del XX secolo negli Stati Uniti si posero le basi per la lunga depressione che colpì anche l'Europa negli anni '30 e venne superata solo grazie al riarmo militare antecedente alla Seconda Guerra Mondiale. Nella memoria comune l'evento che diede inizio alla crisi fu lo scoppio della bolla speculativa sul listino azionario di *Wall Street* nell'ottobre del 1929.

Secondo John K. Galbraith non bisogna né minimizzare né ingigantire le colpe del mercato finanziario nel determinare la successiva crisi dell'economia reale; gli operatori di Borsa e i grandi finanziari, nel tentativo di salvare la faccia a *Wall Street*, sminuirono gli effetti del suo *crack* mentre altri l'additarono come la causa principale per la lunga crisi che seguì.

La verità, come spesso accade, sta nel mezzo: a quell'epoca l'economia americana si trovava già in piena recessione e la depressione era un evento inevitabile. Il *crack* finanziario contribuì a velocizzare il diffondersi della crisi e le illusorie speranze di prosperità della *middle class* statunitense.

Lo scoppio della bolla ebbe l'effetto di riportare tutta la società americana alla dura realtà; per assurdo, se la bolla e il conseguente stato euforico che contraddistinse quel periodo fossero persistiti per ancora un paio d'anni, probabilmente la gente non si sarebbe neppure accorta della crisi dell'economia reale, o quanto meno l'avrebbe percepita in misura minore.

La speculazione che prese di mira l'indice azionario di *Wall Street* fu la maggiore, ma non l'unica in quel decennio. Pochi anni prima, nel corso del 1925, la ricerca della facile ricchezza portò in Florida un numero crescente di

persone, attratte dalla possibilità di ottenere grossi profitti comprando e rivendendo abitazioni. I terreni, suddivisi in lotti sempre più piccoli, favorirono l'edificazione e anche piccoli sobborghi della città furono coinvolti nella crescita dei prezzi; il *boom* riguardò principalmente le zone costiere, ma anche le aree interne furono oggetto di forti speculazioni. Gli acquirenti non erano interessati all'immobile in sé, quanto al diritto ad acquistarlo ad un prezzo stabilito; la proprietà del bene, infatti, ottenuta tramite il pagamento in contanti del 10% del prezzo di compravendita, veniva in seguito ceduta ad un prezzo maggiore. I valori delle case iniziarono a sgonfiarsi nella primavera del 1926 causa il calo della domanda: molti speculatori in quel periodo iniziarono probabilmente ad orientare le proprie mire di guadagno sul fiorente mercato azionario di New York.

Quello che avvenne in Florida fu il primo segnale del diffondersi della convinzione tra il popolo americano che la rivalsa sociale derivante dall'arricchimento fosse alla portata di chiunque lo avesse voluto.

Dalla metà del 1924 in poi le quotazioni dei titoli azionari della Borsa di *Wall Street* salirono di continuo; il loro aumento di valore fu giustificato dalla crescita degli utili societari e dalle ottimistiche previsioni economiche per gli anni successivi.

L'estensione del libero commercio, la riduzione dell'inflazione e l'incredibile miglioramento della produttività, che aumentò più del 50% tra il 1919 e il 1927, diedero l'impressione alla gente di essere entrati in una *nuova era*, nella quale anche la classe media americana avrebbe potuto arricchirsi. Iniziò un lento ma inesorabile distacco dalla realtà; avvenimenti quale il primo volo transatlantico di Lindbergh nel 1927 ottennero poco risalto sui giornali dell'epoca, concentrati com'erano a dipingere di rose e fiori il mercato borsistico e ad invitare gli investitori a non lasciarsi sfuggire un'occasione unica di guadagno e rivalsa sociale.

In quegli anni gli organi di vigilanza del mercato, nonostante si avvertisse che la speculazione stava sfuggendo di mano, rimasero inerti; il Consiglio dei Governatori della Riserva federale, l'organo che guidava ed indirizzava l'attività delle 12 banche della Riserva federale, si dimostrò *impotente e negligente*: impotente in quanto i classici strumenti di controllo, ovvero le operazioni di mercato aperto e l'aumento del tasso di sconto, usati solitamente per ridurre la speculazione, erano all'epoca inattuabili, il primo a causa della scarsità di titoli del debito pubblico a disposizione della banca, mentre il secondo avrebbe indirettamente penalizzato commercianti, consumatori ed agricoltori.

La negligenza, invece, stava nel fatto che queste operazioni, se attuate, avrebbero per lo meno limitato le manovre speculative.

Il Consiglio si limitò ad ammonire banche e investitori a fare un uso meno improprio del credito, ma tali avvertimenti rimasero largamente inascoltati; la Riserva Federale sembrò più interessata a liberarsi da ogni responsabilità che ad arrestare la speculazione.

Al lieve nervosismo che seguì le suddette dichiarazioni seguì un relativo calo nelle quotazioni verso la fine del marzo del '29; queste furono causate, tuttavia, anche dalle richieste di aumento dei margini di garanzia degli operatori agli investitori. A questo punto alcuni tra i più importanti finanziari e membri della banca centrale, consapevoli che al primo segnale di cedimento il mercato sarebbe potuto crollare, tranquillizzarono con le loro dichiarazioni gli investitori,

dichiarando che sarebbero state prese tutte le misure necessarie a scongiurare una crisi. Il mercato salutò queste parole con nuovi aumenti: venne incrementato il numero di azioni in circolazione grazie alla creazione di nuove società e degli *investment trust*, questi ultimi erano società finanziarie che attraverso il ricorso ad un rapporto di *leverage* altissimo, risposero all'enorme richiesta di investimenti da parte del pubblico.

Nel corso dell'estate il mercato continuò la sua impetuosa salita; i volumi giornalieri di contrattazione raggiunsero cifre da *capogiro* per quegli anni, tenendo una media tra i 4 e i 5 milioni.

La grande diffusione che ebbero le azioni tra la massa fu uno dei motivi che permise la crescita della bolla speculativa; molti ricchi ritennero questo fatto come l'inizio della fine. Si narra che Joe Kennedy, padre di John e Robert, sentendosi chiedere da un lustrascarpe di colore che lo stava servendo un consiglio su come dovesse comportarsi con certe azioni su cui aveva investito, capì immediatamente che era giunta l'ora di uscire dal mercato, e quando ebbe le scarpe lucide, corse a vendere tutto.

Il 3 settembre il mercato *toro* si arrestò.

La fiducia illimitata che perdurò per oltre tre anni sul mercato cominciò a sgretolarsi: il primo giorno di difficoltà fu venerdì 19 ottobre; la scarsa liquidità e le numerose vendite causarono richieste di aumento dei margini di garanzia. Coloro che non furono in grado di soddisfare le nuove richieste si videro costretti a vendere i titoli.

Il lunedì successivo fu caratterizzato da grandi volumi di negoziazione e da pesanti ribassi. Nelle giornate successive si susseguirono dichiarazioni di analisti e finanziari che considerarono l'attuale periodo di flessione come l'anticamera di un'imminente ripartenza del mercato. La falsità di queste dichiarazioni, appurate da una commissione di inchiesta istituita *ad hoc* l'anno successivo, risultarono evidenti a tutti il 24 ottobre, ricordato come *Il giovedì nero*. Nelle prime ore della giornata i ribassi risultarono molto marcati e gli investitori furono presi dal panico; le richieste di vendite, che dovevano essere direttamente formulate al proprio *broker*, si resero difficili se non quasi impossibili; la situazione sembrò calmarsi verso la fine della mattinata grazie all'intervento coordinato dei maggiori finanziari che, dopo una riunione tenutasi in gran segreto, decisero di intervenire in prima persona a sostegno dei mercati; essi entrarono di persona nella sede delle contrattazioni e cominciarono a fare acquisti un po' dappertutto.

Il fumo negli occhi gettato ebbe il risultato desiderato tra gli investitori e la seduta si chiuse con una perdita relativamente lieve.

Le sedute del 25 e del 26 ottobre furono caratterizzate da prezzi costanti e nel corso del *week end* si diffuse l'idea che la ripresa del mercato fosse inevitabile e imminente.

La settimana si aprì, tuttavia, con una seduta negativa seguita dal famoso *martedì nero*: il ribasso del giovedì precedente al cospetto di questo fu ben poca cosa. Si registrarono più di 16 milioni di vendite e neppure le persone più influenti del mercato riuscirono, come avevano già fatto più volte nei mesi precedenti, a rassicurare i piccoli investitori sulla transitorietà dei ribassi: tutti capirono che la bolla era definitivamente scoppiata e cercarono disperatamente di correre al riparo. La maggior parte degli *investment trust*, visti negli anni passati come l'unico mezzo di arricchimento per le persone meno abbienti,

subirono un crollo nelle quotazioni e dovettero chiudere i battenti; molti di essi furono in seguito indagati sia per le manipolazioni effettuate sul mercato attraverso mirate vendite allo scoperto, che per l'eccessivo rapporto di *leverage* impiegato.

Il *bearmarket* messi in moto perdurò per oltre un decennio e riportò le quotazioni dei titoli a valori compatibili con la realtà.

Alla luce di quanto appena descritto, vi furono due fattori principali che alimentarono l'onda speculativa: uno di natura economica e l'altro prettamente psicologico. Il primo va ricondotto all'elevata propensione al risparmio sviluppatasi dopo un lungo periodo di prosperità; le maggiori speculazioni hanno fatto spesso seguito a periodi di benessere, nel corso dei quali la gente ha visto aumentare gli *standard* di vita e i propri risparmi. Il secondo fattore riguarda la psiche degli investitori; la frenesia all'acquisto ha, infatti, bisogno di un senso di fiducia e di ottimismo largamente diffuso e della convinzione che la gente comune sia destinata ad esser ricca: Galbraith sostiene difatti che la gente in quel periodo viveva nella "convinzione che fosse nel disegno di Dio l'arricchimento della classe media."

### **La bolla della new economy**

Se nel *boom* speculativo della fine degli anni '20 il settore trainante fu quello automobilistico, in quello che si manifestò verso la fine dello scorso millennio giocò un ruolo fondamentale il settore della *new economy*. L'avvento di *Internet* spalancò vastissimi orizzonti di opportunità per coloro che decidevano di investire nelle società del settore informatico. Come per tutte le nuove tecnologie, anche per *Internet* nessuno era in grado di valutarne le effettive potenzialità e stimare il grado di diffusione che avrebbe avuto a livello planetario.

Motori di ricerca quali *Google* e *Yahoo*, oppure società per la vendita *online* come *Amazon* e *Ebay*, videro il valore delle loro azioni andare alle stelle; l'elevato potenziale di crescita di queste aziende, legato all'immenso canale pubblicitario che esse rappresentavano, fece scattare negli investitori la frenesia all'acquisto. Il valore delle azioni di *Netscape*, prima azienda a proporre un motore di ricerca utilizzabile da tutti gli utenti del *web* nell'agosto del 1995, triplicò nel corso della prima seduta; le IPO (*Initial Public Offering*) delle società del settore vennero prese d'assalto nella convinzione che gli investimenti nell'*information technology* potessero risultare una delle caratteristiche chiave dei piani strategici delle grandi e medie aziende.

Dopo il 1995, anno in cui *Microsoft* commercializzò il suo primo sistema operativo, il listino azionario del *Nasdaq* passò, in quattro anni e mezzo, da 1.000 a 5.000 punti; l'andamento disgiunto tra i prezzi dei titoli e gli utili delle società che essi rappresentavano dimostra come tale rialzo fosse privo di reali giustificazioni.

Lo scoppio della bolla speculativa su questi titoli portò a un rapido crollo degli indici dei titoli tecnologici che, dal valore record del 10 marzo 2000 di 5.132,52 punti, perse il 9% in tre giorni; da tale data si innescò poi una caduta delle quotazioni che portò alla scomparsa di molte aziende; in marzo l'indice *Hi-Tech* di *Wall Street* fece segnare un ribasso di quasi il 50%.

A distanza di anni risulta evidente che l'aumento delle quotazioni di alcuni titoli era legittimo, poiché riferiti a società che divennero *leader* di mercato e

capaci di generare ingenti utili; in contemporanea a queste, però, furono fondate società che non avevano, o per l'incompetenza del *management*, o per l'assenza di validi piani strategici aziendali, la minima speranza di sopravvivere sul mercato, ma che, nonostante questo, ottennero la fiducia di milioni di investitori.

Alla fine degli anni '90, l'investimento in società della *new economy* era infatti diventato una moda da seguire ad ogni costo per chi puntava a perseguire guadagni sulle loro plusvalenze.

### ***Il confronto con la crisi attuale***

Lo studio del passato dimostra come non ci si sia mai trovati di fronte ad una situazione come quella attuale; le bolle speculative del passato, con esclusione di quella che caratterizzò la Borsa di *Wall Street* negli anni '20, colpirono solo alcuni settori dell'economia, solitamente quelli di nuova creazione.

L'ottocento fu teatro di numerose bolle nel settore delle comunicazioni ed in particolare in quello ferroviario; era sufficiente che una società annunciasse di entrare in quel mercato affinché le quotazioni dei suoi titoli volassero alle stelle; lo stesso accadde pochi anni fa per titoli della *new economy*.

La portata di queste innovazioni, che, a posteriori, rivoluzionarono il mondo, era difficilmente prevedibile alla data della loro creazione: le persone dell'epoca si fecero coinvolgere immediatamente dall'entusiasmo e fu proprio questo stato d'animo a condurli verso l'euforia speculativa.

Resta comunque sorprendente come, nell'arco di breve tempo, venti - trent'anni al massimo, le nazioni e le loro economie siano in grado di rimuovere completamente la memoria dell'esperienza passata e vengano ciclicamente coinvolte in fenomeni speculativi.

Le pesanti perdite fatte registrare dalle Borse dalla fine dell'estate del 2008 non sono dovute allo scoppio di una bolla speculativa sui mercati finanziari: nonostante i principali listini borsistici mondiali avessero fatto registrare per 5 anni, all'incirca a partire dalla fine del 2002, un continuo *trend* positivo, non vi erano chiari segnali della presenza di una bolla speculativa. Solamente in alcuni settori si registrarono delle anomalie; in quello energetico, ad esempio, l'incessante crescita dei prezzi era legata alla quotazione del petrolio che, nel giro di poco più di un anno, tra febbraio 2007 e luglio 2008, passò dai 50 dollari al barile a quasi 150 dollari.

In questo arco temporale il prezzo del greggio aumentò a dismisura per tre motivi: i primi due sono legati a variabili chiave del mercato, ovvero l'aumento della domanda da parte dei paesi in via di sviluppo, quali Cina ed India, e i continui annunci dell'OPEC di tagli nella produzione. Il terzo fattore, quello che ha dato l'avvio alla speculazione sul petrolio, è stato il forte apprezzamento dell'euro sul dollaro; si è notato, infatti, un forte legame tra l'andamento del prezzo del greggio e il rapporto tra le due monete: il cambio euro dollaro, dopo aver toccato il picco massimo nel maggio 2008, raggiungendo 1 euro e 60 centesimi per 1 dollaro, iniziò a scendere, tornando al valore di due anni addietro di 1,20. Nello stesso modo si mosse il prezzo del petrolio, raggiungendo i massimi nell'estate del 2008 per poi ritornare ad oscillare tra i 50 e i 60 dollari al barile.

Ad essere scoppiata è, in realtà, una bolla *creditizio-finanziaria*: l'innovazione in ambito finanziario, rappresentata dalla creazione dei cosiddetti *titoli strutturati*, e il diffondersi dell'uso degli *strumenti derivati*, hanno permesso la conversione istantanea della bolla sui mutui statunitensi in una fonte di finanziamento per la spesa dei consumatori. In tal modo questo debito è immediatamente raddoppiato; fino a pochi anni fa il valore di tutte le attività finanziarie (azioni, obbligazioni, prestiti, mutui) era pari circa al PIL globale, mentre oggi è di quattro volte superiore. Gli strumenti derivati, inoltre, hanno un valore nozionale complessivo pari a più di *dieci volte il PIL globale*.

La storia insegna che quasi tutte le crisi finanziarie sono state precedute da un'espansione anomala del credito; l'elevata liquidità, i bassi tassi di interesse, la moderata inflazione e una buona crescita economica hanno permesso che negli Stati Uniti il credito aumentasse a dismisura, sia a livello assoluto che rispetto al PIL.

Se si rapporta l'entità del credito concesso dalla politica monetaria della *Fed* al prodotto reale statunitense, si ottiene una misura che fa capire quanto alto sia stato il *leverage* del paese, ovvero il suo rischio finanziario. Charles R. Morris nella prefazione del suo ultimo libro dà un'ottima idea della differenza tra una bolla speculativa ed una creditizia:

“Siamo abituati a considerare le crisi di mercato e le bolle speculative come fenomeni che investono segmenti di mercato specifici, come i titoli spazzatura, gli immobili non residenziali, le azioni *hi-tech*. Gli *asset* sopravvalutati sono come funghi velenosi: li mangi, stai male e impari ad evitarli! Una bolla del credito è differente. Il credito è aria per i mercati, e se l'aria diventa avvelenata non c'è più luogo dove nascondersi.”

Quando si manifesta un evento sfavorevole ed imprevisto, come è stato lo scoppio in tutto il paese della bolla immobiliare che ha comportato un'impennata nell'insolvenza dei mutuatari, l'intero sistema si sgretola; le conseguenze sono tanto più gravi quanto più sconosciuta e sregolata era stata la precedente crescita dell'indebitamento.

La continua crescita economica della quale hanno goduto gli Stati Uniti dall'inizio del terzo millennio ad oggi è stata fittizia, resa possibile solamente dall'enorme indebitamento contratto con l'estero. Il benessere economico statunitense è stato finanziato con i *surplus* generati dai paesi in via di sviluppo: questi, tramite i propri fondi sovrani, hanno investito un'ingente ammontare di denaro in azioni e titoli del debito pubblico degli Stati occidentali. Le enormi disponibilità possedute derivano dalla delocalizzazione delle economie dai paesi sviluppati verso quelli in via di sviluppo; è irragionevole pensare che il sistema economico statunitense e in parte anche quelli europei possano basarsi principalmente sui profitti derivanti dal sistema finanziario. Nonostante l'elevata redditività di questo settore, la situazione attuale sembra insostenibile: l'occidente dovrà a breve invertire il fenomeno della deindustrializzazione, tornando a puntare sulla produzione di beni reali, abbandonando l'illusione di poter impiegare i paesi più poveri per il *lavoro sporco* e quella di creare *benessere e prosperità fittizia* tramite il settore finanziario.

Alla luce di quanto appena detto e dal confronto delle principali bolle speculative degli ultimi cinque secoli con la situazione attuale, è errato

imputare le attuali difficoltà dei principali listini borsistici mondiali allo scoppio di una bolla speculativa.

Sembra difficile credere che, nonostante quella attuale sia un'epoca caratterizzata da una forte integrazione dei mercati, la bolla speculativa sia di livello mondiale. Lo studio del passato ha dimostrato come tale fenomeno sia spesso localizzato all'interno di un settore o riguardi, nella peggiore delle ipotesi, un solo mercato.

La bolla, a differenza del passato, non ha causato un elevato aumento nelle quotazioni dei titoli azionari; l'analisi del loro andamento non ha fatto emergere elevati ritmi di crescita nelle loro quotazioni. Va tenuto inoltre in considerazione che i valori di mercato attorno al 2002 scontavano gli effetti negativi dello scoppio della bolla dei titoli della *new economy* di inizio millennio e stavano ancora subendo le ripercussioni a livello mondiale dell'attacco terroristico dell'11 settembre 2001.

L'attuale bolla finanziaria è stata causata da un'enorme espansione della massa di strumenti finanziari; questo fatto non sarebbe stato di per sé un problema: è iniziato ad esserlo quando alla loro base sono stati posti i crediti derivanti dai mutui *subprime*.

La capillarità del sistema finanziario ha poi permesso che questa tendenza al ribasso si diffondesse su scala mondiale e in tal modo la fiducia nei mercati è crollata dovunque: ciò ha comportato l'uscita di scena di quegli attori, come i fondi sovrani, che, fino a pochi mesi prima, con i loro investimenti da miliardi e miliardi di dollari, avevano sorretto lo sviluppo delle economie finanziarie dei paesi sviluppati, in particolare di quella americana.

A partire dai primi mesi autunnali del 2008, inoltre, molti *hedge funds*, trovandosi sempre più di frequente a dover far fronte alle richieste di rimborso dei propri clienti, causate dalle cattive previsioni sull'andamento dei mercati, e dovendo fare i conti con ingenti perdite causa il fallimento della *Lehman Brothers*, decisero di uscire dalle loro posizioni o più spesso di puntare sui ribassi dei titoli che sarebbero seguiti alla loro vendite; posero in essere, a tal scopo, numerose operazioni di tipo *short* oppure acquistarono opzioni *put*. I titoli più colpiti furono quelli che più avevano risentito della crisi dei mutui statunitensi, ovvero quelli del settore bancario ed assicurativo. I capitali azionari di molte banche, nonostante presentassero degli indici patrimoniali solidi e non fossero troppo immischiate nelle operazioni di cartolarizzazione dei mutui *subprime*, furono oggetto di pesanti vendite. Soprattutto in Italia furono queste vendite a frantumare il loro valore di capitalizzazione di Borsa e non la crisi dei mutui americani, causando gravi pericoli per l'intero sistema bancario nazionale.

Sull'onda dei movimenti dei grandi investitori, quali gli *hedge funds* e i fondi sovrani, si mossero i piccoli investitori, che, presi dal paura di perdere i propri risparmi, diedero vita ad un *panic selling* senza precedenti.

Prima la crisi del sistema bancario statunitense e poi l'effetto osmosi sui mercati di tutto il mondo hanno messo in luce le debolezze dei mercati finanziari; il loro andamento, infatti, oramai dipende in larga misura dalle scelte di investimento di pochi grandi investitori: questi, grazie alle ingenti risorse di cui dispongono, sono in grado di decidere gli orientamenti dell'intero mercato.

Attualmente, a causa del sensibile sgonfiamento delle quotazioni, l'acquisto dei titoli azionari sui mercati può essere fatto, nel complesso, a prezzi

di sconto; tale tesi è confermata dal confronto tra i valori del *price/earning* stimati del 2009 con quelli degli ultimi anni.

## • **LE CAUSE DELLA CRISI**

**SOMMARIO: Una breve introduzione - La globalizzazione e la deindustrializzazione dell'occidente - L'eccessivo *deficit* di bilancia commerciale degli Stati occidentali - I timori sulla recessione statunitense all'inizio del nuovo millennio e la politica economica adottata - I mutui *subprime* e gli eccessi della finanza - La deregolamentazione del sistema bancario americano - Le negligenze degli organi di vigilanza del mercato - Le responsabilità delle società di *rating*.**

### **Una breve introduzione**

Le insolvenze dei mutui *subprime* verificatesi negli Stati Uniti e determinate a loro volta dallo scoppio della bolla immobiliare non rappresentano la causa della più ampia crisi finanziaria manifestatasi sui mercati finanziari mondiali: al più questi due aspetti possono esser interpretati come fattori scatenanti.

Le vere ragioni vanno ricercate altrove: dalla delocalizzazione produttiva dell'occidente a partire dagli anni Settanta, passando per scelte politiche ed economiche dell'amministrazione Bush nei primi anni del nuovo millennio, fino ad arrivare all'uso sregolato della finanza che ha caratterizzato gli ultimi anni.

Ognuno di questi aspetti ha contribuito, con diversi gradi di responsabilità, a determinare la situazione attuale. L'esplosione del mercato dei mutui *subprime* non ha fatto altro che far emergere i reali problemi, che non riguardano solamente il settore finanziario, ma l'economia mondiale in generale.

Nel corso di questo capitolo si cercherà di analizzare i fattori che hanno elevato il sistema finanziario a *faro* delle principali economie occidentali e le cause che hanno portato al suo collasso, con un occhio di riguardo per le responsabilità del settore bancario e degli organi deputati alla vigilanza dei mercati.

Verrà, infine, giudicato l'operato di uno dei soggetti più importanti in termini di trasparenza ed indipendenza sui mercati: le società di *rating*. Il passaggio da Basilea 1 a Basilea 2 ha posto la loro attività come uno dei perni nel calcolo della dotazione di capitale per il settore bancario: le relazioni che sono venute a crearsi tra banche ed agenzie di *rating* hanno generato per queste ultime conflitti di interesse che hanno messo in dubbio la loro reputazione sui mercati.

### ***La globalizzazione e la deindustrializzazione dell'occidente***

Per cercare di comprendere ciò che sta accadendo oggi bisogna innanzitutto avere dimestichezza con quelle forze che, messesi in moto nel passato, influenzano il presente.

La più importante di queste è indubbiamente la *globalizzazione*, tema controverso, la cui analisi ha stimolato le più brillanti menti economiche degli ultimi anni. Questo fenomeno consiste in una maggior integrazione tra paesi e popoli del mondo, determinata dall'enorme riduzione dei costi dei trasporti e delle comunicazioni e dall'abbattimento delle barriere artificiali alla circolazione internazionale di beni, servizi, capitali e persone.

L'argomento è stato oggetto, nel corso del tempo, di opinioni molto contrastanti.

Le tesi a suo sostegno hanno sottolineato come la globalizzazione abbia dato nuove e consistenti possibilità di crescita ai paesi in via di sviluppo; emblematico è lo sviluppo economico che ha caratterizzato la Cina nell'ultimo decennio oppure la candidatura dell'India a nuova *superpotenza* mondiale.

Un altro fenomeno positivo connesso alla globalizzazione è stata la formazione di organizzazioni transnazionali con fini prevalentemente umanitarie.

Le tre maggiori sono il Fondo Monetario Internazionale (FMI), la Banca Mondiale e l'Organizzazione mondiale per il Commercio (WTO). I primi due vennero creati dagli accordi di Bretton Woods del 1944. Il più importante era il FMI poiché incaricato di evitare depressioni a livello mondiale simili a quella che colpì gli Stati Uniti e l'Europa negli anni '30. La politica economica scelta per perseguire questo fine fu quella del *deficit spending* proposta dall'economista britannico John Maynard Keynes; l'istituzione, esercitando una pressione internazionale sui paesi che con la loro politica lasciavano sprofondare le loro economie, avrebbe avuto il compito di dare stabilità alla domanda aggregata mondiale. L'istituzione nel corso degli anni, però, oltre ad aver adottato politiche di intervento spesso fallimentari, ha dimostrato scarsa imparzialità nel suo operato.

La causa della sua inefficienza va ricondotta ai numerosi conflitti di interessi che si trovano al suo interno e che la rendono inidonea a perseguire l'obiettivo di sovrintendere imparzialmente all'equilibrio internazionale: essendo dotata di un capitale messo a disposizione dagli Stati membri, risponde direttamente ai ministri delle Finanze e alle banche centrali di questi. Sono i singoli paesi, quindi, ad esercitare una rilevante influenza sulle decisioni da prendere: il sistema di votazione si basa, infatti, sul potere economico come ripartito dopo la seconda Guerra Mondiale: inutile sottolineare come gli Stati Uniti, esercitando quasi il 17% dei voti, sono gli unici a godere di fatto di un vero e proprio diritto di veto. Oltre alla *leadership* statunitense la maggior parte del potere restante è suddiviso tra le maggiori potenze occidentali.

La presenza di squilibri a livello decisionale hanno dato vita a movimenti di protesta *no global*, troppo spesso violenti e politicizzati, che hanno avuto però, se non altro, il merito di mettere sotto gli occhi di tutto il mondo uno dei più grandi problemi della nostra epoca, quella di una più equa spartizione dei benefici portati dalla globalizzazione.

Il premio Nobel per l'economia Joseph E. Stiglitz in "*La globalizzazione e i suoi oppositori*" giudica fallimentare l'operato dell'FMI, essendo questo divenuto nel corso degli anni '80 il mezzo per diffondere nei paesi in via di sviluppo l'ideologia del libero mercato tanto cara ai politici americani ed inglesi dell'epoca.

I risultati furono fallimentari: su tutti va segnalato il *default* dello Stato argentino nel 2001.

L'evoluzione tecnologica ha portato alla globalizzazione anche nel settore finanziario: la velocità con la quale la crisi legata ai mutui *subprime* è stata trasmessa dal mercato obbligazionario degli ABS all'intero sistema finanziario è stata una diretta conseguenza del processo di integrazione dei mercati verificatasi negli ultimi anni.

L'integrazione è stata frutto dell'innovazione tecnologica avvenuta in diversi campi: il più significativo è stato quello dei servizi informatici e telematici che hanno permesso di superare l'ostacolo della lontananza fisica, le differenze determinate dai fusi orari e i problemi legati alle difficoltà comunicative.

Oltre alle modalità di diffusione appena accennate, anche gli eccessi che hanno caratterizzato l'alta finanza negli ultimi anni possono essere facilmente ricondotti alla conseguenza più rilevante della globalizzazione: la *deindustrializzazione* dei paesi occidentali. La mancanza di un'economia basata sulla produzione di beni tangibili ha difatti determinato un ricorso esasperato ai mercati finanziari, i soli rimasti capaci di garantire, con poco sforzo, profitti elevati ma con occupazione marginale.

La deindustrializzazione non è però un fenomeno così recente come erroneamente si può pensare: i suoi albori vanno ricercati agli inizi degli anni Settanta.

Lo studioso indiano Prem Shankar Jha delinea in maniera chiara le tappe storiche che hanno portato alla crisi attuale; nonostante lo scopo dell'autore sia quello di dimostrare come la deindustrializzazione abbia provocato non solo la contrazione economica ma anche l'allargamento delle disuguaglianze reddituali e la comparsa di una disoccupazione non più di natura esclusivamente *ciclica ma cronica*, il testo offre interessanti spunti per l'analisi e la comprensione dell'epoca attuale.

Il ristagno delle economie più sviluppate avvenuto negli anni '70 fu oggetto di analisi da parte di esperti economici e politici di tutto il mondo. Numerose furono le teorie elaborate per cercare di spiegare quanto stesse avvenendo; vennero fornite due spiegazioni del tutto fuorvianti; la prima riconduceva il rallentamento della produttività all'ingresso nel mercato del lavoro della generazione nata nel dopoguerra, una seconda venne individuata nel calo della propensione al lavoro e al risparmio determinata dall'elevato livello di tassazione, dall'inflazione e da una eccessiva regolamentazione: tutti questi fattori contribuirono ad accrescere l'incertezza sul futuro.

Altre teorie, più mirate e pertinenti, cercarono di dare un perché alla flessione.

Quella che vedeva il rallentamento economico come diretta conseguenza dell'improvviso aumento dei prezzi del petrolio riscosse molto successo tra i mezzi di comunicazione e di conseguenza anche tra le masse, ma a questo fattore dovevano aggiungersi le conseguenze che ebbe sui mercati valutari, e più in generale sugli equilibri mondiali, la decisione statunitense di abbandonare la convertibilità del dollaro in oro nel 1971.

Gli *shock* petroliferi dal loro canto, innescarono una spirale inflattiva che portò alla contrazione della domanda e una successiva diminuzione dell'offerta.

Una quarta via giustificò, invece, la fine della corsa economica con la contrazione delle opportunità di investimento, causate a loro volta dall'esaurimento della profittabilità delle innovazioni tecnologiche.

Il ventennio tra il 1930 e il 1950 fu caratterizzato da una sensazionale esplosione di cambiamenti: il petrolio e l'energia elettrica sostituirono rispettivamente il carbone e l'energia a vapore. Furono per la prima volta possibili le telefonate intercontinentali, nel settore dei trasporti si sviluppò l'aviazione commerciale mentre in quello industriale prese piede la produzione di massa *fordista*.

Sul finire degli anni Sessanta queste innovazioni erano già ben che spremute, ovvero i loro prezzi, nonostante i continui miglioramenti in termini di efficienza, avevano ormai quasi toccato il livello minimo.

Il fenomeno della deindustrializzazione dell'occidente è continuato fino ai giorni nostri portando con sé fortissime implicazioni. La prima, la più grave, è la sua non reversibilità, a meno che non vengano rispolverate politiche protezionistiche in grado di riportare la maggior parte delle aziende operanti all'estero all'interno dei confini nazionali. Unitamente a ciò dovrebbero essere imposti dazi alle importazioni in modo tale da favorire la produzione nazionale. Come la storia insegna, però, periodi caratterizzati da politiche di questo tipo sfociarono spesso in forti tensioni se non addirittura in nazionalismi e conflitti bellici globali.

Un altro nodo fondamentale che potrebbe cambiare la tendenza del fenomeno è rappresentato dagli indici retributivi dei lavoratori nei paesi di recente industrializzazione: fino a quando le disparità salariali tra le nazioni occidentali e quelle in via di sviluppo si manterranno troppo elevate, ci sarà un costante interesse delle multinazionali a mantenere la produzione nelle aree del mondo più convenienti da questo punto di vista.

Attualmente, le economie più sviluppate in termini di crescita assoluta sono quelle dei paesi dell'Estremo Oriente e del sud-est asiatico; la ripresa economica dell'Europa e degli Stati Uniti potrebbe derivare solamente da un rallentamento di queste.

I due fenomeni analizzati nel corso di questo paragrafo sono fortemente correlati tra di loro; la deindustrializzazione dell'occidente fu conseguenza diretta delle nuove opportunità che la globalizzazione portò con sé.

La diminuzione dei costi di trasporto consentì ai produttori di trasferire la produzione in zone del mondo fino a quel momento troppo lontane; vi fu per la prima volta la possibilità di sfruttare manodopera a bassissimo costo.

La delocalizzazione produttiva continua anche ora: la crisi finanziaria ha però dimostrato la sua insostenibilità per gli Stati Uniti e le nazioni del vecchio continente. La crescita smisurata dei loro *deficit* pubblici e il contemporaneo arricchimento dei paesi di nuova industrializzazione sono aspetti allarmanti da non sottovalutare. Nonostante infatti i governi esportatori di petrolio e di beni a basso costo non facciano trapelare dati sulla loro effettiva disponibilità di risorse liquide derivanti dai *surplus* di bilancia commerciale, si stima che la consistenza di queste sia ingente.

Nel 2007 il Tesoro americano ha calcolato che il totale dei *surplus* accumulati in dollari e in altre valute da parte dei paesi possessori di fondi sovrani di investimento abbia toccato quota 7600 miliardi di dollari, circa il 15% del PIL mondiale e oltre il 60% dei risparmi globali; questa cifra si trova quasi totalmente nelle mani di sole 12 nazioni. Per dare un'idea della concentrazione di ricchezza creatasi basti pensare che l'entità della riserva della città-Stato di Singapore è superiore a quella degli Stati dell'Ue a livello aggregato: il patrimonio cinese dovrebbe comprendere quasi 2.000 miliardi di dollari, mentre quello russo sarebbe pari a 600 miliardi.

Sommando questi dati all'elevatissima propensione al risparmio dei paesi in via di sviluppo, si può comprendere quali siano le reali potenzialità di investimento, sia pubbliche che private, di questi Stati.

Le risorse eccedenti sono state spesso convogliate in fondi d'investimento privati controllati direttamente dai governi, denominati *fondi sovrani*; essi vengono impiegati per investimenti in strumenti finanziari sui mercati finanziari occidentali. Si trovano quasi sempre al di fuori della struttura finanziaria ufficiale del paese costituente, in modo tale da non esser soggetti alle regole che vincolano le riserve statali. Secondo gli analisti, le eccedenze di bilancia commerciale non danno segnali di rallentamento, ma al contrario mostrano un *trend* crescente.

Va notato come le esportazioni di petrolio abbiano giocato un ruolo fondamentale nello spostamento delle riserve valutarie verso i paesi in via di sviluppo

Il primo fondo sovrano, il *Temasek Holdings*, risalente all'inizio degli anni Settanta, fu costituito dalla città-Stato di Singapore. All'epoca attuale sono almeno 25 i paesi che dispongono già di un fondo sovrano o sono in procinto di istituirlo. Gli investimenti effettuati hanno riguardato titoli di debito, in particolare i buoni del Tesoro Usa, ma anche rilevanti quote azionarie di colossi mondiali quali *DiamlerChrysler* e *Sony*. I fondi arabi si sono mostrati molto interessati ai mercati finanziari: Dubai ha acquistato una sostanziosa quota di partecipazione nel *NASDAQ*, il Qatar è importante azionista delle banche inglesi *HSBC* e *Standard Chartered*, mentre Abu Dhabi detiene il 5% dell'americana *Citigroup*. Molto intensi sono anche i legami con gli *hedge fund*: la Cina possedeva una importante quota di partecipazione in *Carlyle Capital*, estinto *hedge fund* di proprietà della banca d'affari *Bear Stearns*.

La predilezione degli investimenti nel settore finanziario da parte dei fondi sovrani, oltre a mostrare l'influenza esercitata dagli Stati in via di sviluppo, servono a dare un'idea delle perdite da questi subite in seguito alla caduta dei listini borsistici mondiali.

Nell'ottobre del 2008 il Presidente del Consiglio Silvio Berlusconi sollevò il problema delle possibili scalate estere a società italiane, favorite dal basso livello di capitalizzazione, richiamando alla necessità di maggiori strumenti di difesa in capo alle società soggette ad OPA: una richiesta del tutto contraria ai principi del libero mercato e controcorrente rispetto alle posizioni prese dagli altri paesi europei e dagli Stati Uniti.

Le istituzioni a capo dei fondi sovrani oltre ad aver concesso nel passato grosse possibilità di investimento alle società occidentali, hanno già pesantemente pagato la crisi finanziaria legata ai mutui *subprime*. Bisogna, comunque, dar atto a questi di aver sostenuto le economie occidentali negli ultimi anni, non dimenticando che il loro arricchimento è il risultato dello sfruttamento della manodopera a basso costo esercitato dalle grandi multinazionali e dalle carenze nello sviluppo di fonti energetiche alternative al petrolio.

L'enorme afflusso di capitali stranieri ha in conclusione permesso agli Stati Uniti di continuare nella loro politica di indebitamento verso l'estero.

A fine 2007, secondo il Tesoro USA, il 44,5% del *debito pubblico americano* collocato dal Tesoro degli Stati Uniti era detenuto dai soli 6 maggiori Paesi asiatici (Cina, Giappone, Hong Kong, Corea del Sud, Taiwan e Singapore).

### ***L'eccessivo deficit di bilancia commerciale degli Stati occidentali***

La deindustrializzazione dell'occidente e lo spostamento delle unità produttive nelle regioni del mondo caratterizzate da bassi costi di produzione, ha comportato due importanti conseguenze per le nazioni coinvolte in questi fenomeni: l'afflusso delle riserve valutarie verso i paesi del Medio Oriente e asiatici e squilibri nella bilancia commerciale. Mentre il primo effetto è stato ampiamente trattato in riferimento allo sviluppo e all'operato dei fondi sovrani di investimento nel paragrafo precedente, lo scopo della parte successiva sarà, quello di offrire un quadro generale sull'andamento del *deficit* commerciale statunitense dalla fine del XIX secolo fino all'epoca attuale.

Il saldo della bilancia commerciale statunitense ha presentato valori positivi ininterrottamente per oltre 75 anni, dalla fine del XIX fino alla metà degli anni '70 del secolo scorso.

Basti pensare che una delle cause determinanti la Grande Depressione degli anni '30 derivò dall'eccessivo *surplus* di bilancia commerciale degli Stati Uniti; per tutti gli anni '20 l'elevata efficienza e la crescita nella produttività del settore industriale fecero sì che le esportazioni superassero di gran lunga le importazioni. I crediti derivanti erano però vantati nei confronti di Stati che, per diversi motivi, erano poco propensi a pagare i propri debiti. I maggiori debitori erano la Germania e i paesi dell'America centro-meridionale: la prima versava in condizioni economiche disastrose causate dalle sanzioni imposte dalle nazioni vincitrici nella Prima Guerra Mondiale, mentre i secondi erano instabili dal punto di vista politico. La volontà di evitare situazioni di insolvenza, spinse gli Stati Uniti a diminuire le esportazioni con il conseguente crollo dei settori che più operavano con l'estero, come ad esempio quello agricolo.

Dagli anni '80 in poi il saldo divenne via via sempre più negativo; nel 2006 il *deficit* commerciale superò i 750 miliardi di dollari, mentre l'anno successivo migliorò lievemente in seguito alla svalutazione della moneta americana, attestandosi a 650 miliardi.

Nel periodo 2000-2006 il saldo negativo totale superò i 4.500 miliardi di dollari. Di questi, quasi il 40% era rappresentato dalle importazioni petrolifere; ciò significa che circa il 40% di 4.500 miliardi di dollari, ovvero 1.800 miliardi sono stati versati nelle casse dei paesi produttori di greggio. La parte restante è imputabile alle importazioni rese necessarie dalla deindustrializzazione.

L'esistenza dei fondi sovrani d'investimento dimostra come i flussi di pareggio al *deficit* pubblico non solo statunitense, ma più in generale dei paesi di industrializzazione meno recente, abbiano trovato redistribuzione a livello globale: paesi quali la Cina, Russia, Brasile, Messico, senza contare poi quelli aderenti al cartello petrolifero dell'OPEC, possiedono riserve valutarie pari a centinaia di miliardi di dollari. Risulta quindi evidente come ormai gli equilibri mondiali pendano dalla parte di Stati che fino a pochi anni fa trovavano difficoltà ad inserirsi nel contesto politico-economico internazionale.

### ***I timori sulla recessione statunitense all'inizio del nuovo millennio e la politica economica adottata***

All'inizio del nuovo millennio le economie dei paesi occidentali erano caratterizzate da alti *deficit* sia pubblici che commerciali. Questi due aspetti non sono necessariamente negativi: può accadere, infatti, che un paese decida di aumentare la propria spesa al fine di dare impulso all'economia nazionale oppure che il *deficit* commerciale derivi non tanto dal confronto fisico tra

importazioni ed esportazioni, quanto dall'aumento in termini di unità di costo della prima grandezza rispetto alla seconda. Ciò che può avere invece conseguenze gravi sotto il profilo economico è la reiterazione e l'uso indiscriminato delle politiche di disavanzo.

Nel paragrafo precedente è stata descritta la rapida crescita del disavanzo di bilancia commerciale statunitense: per quel che riguarda il debito pubblico la situazione non si discosta di molto.

Per tutti gli anni '50 e '60 esso rimase praticamente invariato, oscillando tra i 30 e i 60 miliardi di dollari. Nel corso degli anni '70 iniziò a crescere con preoccupante regolarità, tanto che l'eccessiva quantità di dollari americani in circolazione nel mondo spinse allora Presidente Nixon a interrompere la convertibilità della moneta in oro. L'abbandono di tale vincolo fece letteralmente schizzare il debito pubblico americano verso l'alto: se nel 1980, infatti, il suo valore era pari a 1000 miliardi di US \$, cinque anni dopo era raddoppiato e nel 1990 toccò quota 3000 miliardi. La corsa all'aumento rallentò solamente verso la fine degli anni '90 e l'inizio del nuovo millennio: per più di quattro anni, dal 1998 al 2002, il debito rimase stabile attorno ai 5.800 miliardi.

Risulta a questo punto interessante analizzare come gli Stati Uniti, epicentro della crisi finanziaria attuale, abbiano affrontato i nodi riguardanti il disavanzo pubblico e quello commerciale a partire dal 2002 ad oggi.

Qualora il governo avesse optato per una riduzione del debito pubblico, l'economia ne avrebbe risentito in negativo: il paese proveniva, infatti, da un periodo di grosse difficoltà derivanti da un calo della produttività, dallo scoppio della bolla dei titoli informatici e dagli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001. L'allora governo in carica, la prima amministrazione Bush, puntò ad una ripresa economica che sembrava, se non impossibile, molto improbabile. I risultati elettorali del 2004 dimostrarono che il rilancio era iniziato: il Presidente in carica venne rieletto nonostante, stando ai sondaggi, più della metà degli elettori era scontenta della sua condotta in politica estera. I cittadini all'epoca si sentivano maggiormente minacciati dal terrorismo di quanto non lo fossero nei mesi successivi all'11 settembre 2001. L'invasione dell'Afghanistan prima e dell'Iraq poi non avevano portato la stabilità e la pace preventivate: contrariamente, era stata messa in moto una spirale di odio e violenza che non faceva altro che peggiorare ulteriormente la situazione.

Nonostante quindi i repubblicani avessero perso molti consensi a causa dei fallimenti subiti in politica estera, furono due le ragioni che determinarono la loro vittoria elettorale: la prima, di natura prettamente politica, fu l'incapacità dei democratici di delineare una politica estera alternativa in grado di rassicurare il popolo americano dalla minaccia terroristica.

Questa situazione spinse gli elettori a lasciarsi alle spalle le cocenti delusioni accumulate nei due anni precedenti e a votare di nuovo per l'amministrazione uscente: in altri termini, essi ritennero che, in mancanza di valide alternative, valesse la pena concedere al Presidente Bush un'ulteriore possibilità di portare a termine la guerra al terrore, sperando, nel contempo, che ulteriori quattro anni di sforzo bellico portassero a risultati migliori di quelli ottenuti fino a quel momento.

La seconda ragione, la più interessante per l'analisi della crisi finanziaria, è da addebitarsi all'incessante crescita economica iniziata con i primi mesi del 2003. Il governo statunitense e la *Federal Reserve* risposero prontamente alla

possibile recessione derivante dalla situazione creatasi: essi misero a punto un piano di stimolo dell'economia che prevedeva tagli fiscali e una maggior facilità di accesso al credito.

Queste decisioni permisero al paese di far segnare un tasso di crescita nel secondo trimestre del 2003 pari al 7,5% che, se rapportato con quello medio delle altre nazioni occidentali nello stesso periodo di riferimento, risultò del tutto straordinario.

Il mezzo con il quale il Presidente Bush diffuse alla nazione la percezione della ripresa economica fu il rendersi interprete del *sogno americano* che prevedeva la *proprietà di un'abitazione*. Si fece portatore, nel giugno del 2002, della volontà di rendere più accessibile l'acquisto della prima casa a coloro che avevano bassi redditi. A tal scopo annunciò che *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, le due più importanti istituzioni specializzate nel sostegno dei mutui immobiliari, si erano dichiarate disponibili ad aiutare i ceti meno abbienti.

La crescita dei proprietari di abitazioni, unita agli elevati indici di crescita economici, fecero venir meno la consapevolezza dell'insostenibilità di questa politica nel lungo periodo. Minori tasse significano minori entrate per il bilancio dello Stato. Per equilibrare il tutto sarebbe bastato diminuire la spesa: contrariamente però il governo abbinò ad un minore prelievo fiscale un aumento dei propri investimenti. Tale discrepanza non poté che essere colmata dal debito pubblico che venne a sua volta finanziato dall'emissione di nuovi *treasury bonds*: la stabilità del *deficit* statale, iniziata nel 1998, ebbe dunque vita breve.

Dal 2002 in poi il disavanzo passò da circa 6.000 miliardi di US \$ agli attuali 10.609 miliardi.

Al contempo una politica creditizia espansiva, necessaria nel breve periodo per scongiurare fenomeni di *credit crunch*, causò una bolla immobiliare in tutto il paese. I mutui per l'acquisto dell'abitazione, concessi con estrema facilità, presentavano nel periodo iniziale tassi di interesse estremamente bassi. Con passare del tempo però l'inflazione si fece sempre più significativa e l'aumento dei tassi divenne inevitabile: a quel punto centinaia di migliaia di persone si trovarono nell'impossibilità di pagare le rate del debito.

In sintesi, il benessere economico che caratterizzò gli Stati Uniti negli ultimi anni non fu dunque dovuto ad un aumento *dell'efficienza* delle aziende statunitensi oppure ad un miglioramento nei loro indici di produttività, ma fu il risultato di un abile *escamotage* posto in essere da politici e responsabili economici: gli ingenti investimenti esteri nel debito pubblico uniti all'enorme mole di prestiti concessi dal sistema finanziario a soggetti caratterizzati da una dubbia capacità di rimborso stimolarono in modo innaturale i consumi.

Pochi tra la classe dirigente furono coloro che si preoccuparono della sostenibilità di tale situazione: sarebbe bastata una piccola scintilla per innescare un incendio difficilmente contenibile.

Ed è in questo contesto che si colloca *la crisi dei mutui subprime*.

### ***I mutui subprime e gli eccessi della finanza***

Nei precedenti paragrafi si è visto come la crescita economica statunitense avvenuta dal 2003 in poi sia stata indotta da politiche economiche discutibili: non vi erano solide fondamenta alla sua base e tanto meno l'intenzione nei politici di ammetterlo.

L'aumento delle case di proprietà non fu giustificato dalla crescita del reddito della classe media nel corso dei primi anni Duemila, ma fu determinato da veri e propri raggiri effettuati dai venditori a danno della controparte: chi prestava denaro fece quindi leva sull'ingenuità e sulle speranze dei compratori, facendo apparire opportuno l'acquisto.

Ancora più grave fu il fatto che le agevolazioni creditizie non incentivarono solamente l'acquisto di abitazioni da parte delle fasce meno abbienti, ma permise una vasta speculazione sugli immobili: fino al 2005 il 40% di tutte le case acquistate non furono comprate con l'intenzione di essere utilizzate come residenze permanenti, ma come investimento o seconde case.

Quando la *Federal Reserve*, a fronte di un'elevata inflazione, aumentò il tasso di interesse di riferimento verso la fine del 2004 molti mutuatari iniziarono a trovarsi nell'impossibilità di pagare i propri debiti; ciò provocò pignoramenti a catena, un crollo delle vendite e una drastica diminuzione delle quotazioni di mercato.

Quello che fu il cavallo di battaglia del Presidente Bush, ovvero il promettere l'acquisto di un'abitazione a tutti gli americani, si rivelò una pericolosissima arma a doppio taglio: i più importanti esperti economici statunitensi commisero l'imperdonabile errore di escludere a priori la possibilità di un crollo generalizzato dei prezzi delle abitazioni in tutto il paese.

Il veicolo che trasmise la crisi dal mercato mobiliare a quello finanziario fu la cartolarizzazione dei debiti effettuata dagli istituti di credito. Le banche, infatti, attraverso la cartolarizzazione dei mutui, vendettero le ipoteche più rischiose: il risultato fu che i mercati furono invasi da migliaia di obbligazioni, i cosiddetti CDO (*Collateralized Debt Obligation*). Questi convogliavano i flussi di cassa di migliaia di ipoteche in una serie di obbligazioni a pacchetti o spezzettate con rischi e rendimenti adattabili alle preferenze degli investitori. Così facendo le banche, a fronte di tassi di interesse leggermente superiori, riuscirono a liberarsi del rischio legato al rimborso del debito.

La cartolarizzazione o *securitization* permise quindi agli istituti di credito di trasferire il rischio derivante dal rimborso dei mutui al di fuori dei propri bilanci. Dal confronto con la prassi degli ultimi anni risulta evidente, quindi, come le finalità legate a tali operazioni siano sensibilmente cambiate col trascorrere del tempo: quelle che fino a pochi anni fa erano esigenze tipiche dell'attività bancaria, legate cioè alla struttura del *core business*, si sono negli ultimi trasformate in un mero trasferimento del rischio.

Si è assistito ad una degenerazione dei principi che dovrebbero regolare l'attività bancaria da imputare all'avidità e alla bramosia di ricchezza: la cartolarizzazione ha, infatti, permesso facili guadagni a tutti i soggetti impiegati nell'operazione.

Al suo interno, oltre ai già citati istituti bancari, hanno assunto un ruolo attivo le SPV (*Special Purpose Vehicles*), le *merchant bank* o banche d'investimento, i terzi garanti, le società di *rating* ed infine gli investitori.

Le SPV sono società a responsabilità limitata costituite dalle banche commerciali con sede, nella maggior parte dei casi, nei principali *paradisi fiscali*. Come lascia intendere il loro nome, sono il veicolo che consente agli istituti di credito di trasferire il rischio delle operazioni di credito al di fuori dei propri bilanci. All'interno della cartolarizzazione possono intervenire anche terzi garanti, nella fattispecie compagnie assicurative; queste, assumendosi il rischio

di insolvenza dei crediti sottostanti, riducevano i tassi di interesse richiesti rendendo in tal modo più agevole il collocamento dei titoli emessi dalla SPV. Le *polizze assicurative* erano rappresentate da contratti *swap*, i cosiddetti *Credit Default Swap*.

L'enorme sviluppo avuto dai CDS al di fuori dei mercati regolamentati ha reso impossibile quantificare il coinvolgimento dei più importanti gruppi assicurativi mondiali nella crisi dei mutui *subprime*. Il fallimento della *Lehman Brothers* ha causato pesanti ripercussioni sull'istituto assicurativo *American International Group*, che, senza l'intervento della Banca Centrale statunitense, avrebbe fatto, molto probabilmente, la stessa fine della banca d'investimento. L'integrazione dei mercati ha fatto sì, in questo caso, che anche il settore assicurativo sia stato coinvolto nella crisi dei mutui americani: le società operanti in questo ambito non sono riuscite a comprendere appieno il rischio insito nei titoli obbligazionari oggetto dell'assicurazione.

### ***La deregolamentazione del sistema bancario americano***

Il sistema bancario mondiale ed in particolar modo quello americano, è stato duramente colpito dalla crisi dei mutui *subprime*. Le sue responsabilità sono state molteplici e determinate dalla posizione preminente da esso detenuta all'interno delle operazioni di cartolarizzazione; le banche sono state, inoltre, esposte a grossi conflitti di interesse causati dalla deregolamentazione del settore.

Le responsabilità del settore bancario derivano principalmente dal duplice ruolo da esso assunto nelle fasi che portano alla *securitization* delle attività: le banche si sono ritrovate, infatti, a svolgere sia l'attività creditizia che quella di collocamento. Ceduti i crediti immobiliari alle SPV e completata la costituzione di obbligazioni con scadenze e rendimenti di vario tipo, era compito delle *merchant bank* collocare i titoli sul mercato.

La crisi dei mutui *subprime* ha colpito molto duramente queste istituzioni poiché non compresero appieno la pericolosità dei titoli con i quali avevano a che fare: esse non si limitarono a collocarli, ma ne trattennero nei bilanci quantità per centinaia di miliardi di dollari.

La causa che ha determinato una crisi bancaria a livello sistemico e non limitata all'attività delle *investment banking*, va ricercata nella politica di *deregularization* condotta dal governo statunitense a partire dagli anni Ottanta.

Nel corso degli anni Settanta il settore bancario negli Stati Uniti era fortemente regolamentato ed esistevano nette divisioni tra le diverse tipologie di istituti bancari. Le banche d'investimento detenevano il monopolio nell'acquisto e nella vendita di titoli: le commissioni erano fisse e la concorrenza del tutto assente, perché il mercato era monopolio di pochi e grandi soggetti. Per quanto riguarda le banche commerciali, invece, queste erano soggette ad un vincolo territoriale molto restrittivo: non potevano espandersi oltre i confini dello Stato di propria competenza ed avevano delle limitazioni anche per quanto riguardava l'apertura degli sportelli.

Questa struttura penalizzava fortemente i consumatori perché, causa l'assenza di concorrenza, i servizi bancari erano più costosi. Anche gli istituti di credito erano negativamente influenzati da questa situazione: la mancanza di diversificazione territoriale rendeva loro particolarmente esposti al rischio di *shock* all'interno del proprio Stato.

Il *Glass-Steagall Act*, del 1933, aveva separato le banche commerciali da quelle d'investimento. All'origine di tale decisione vi furono le responsabilità del settore bancario nella crisi di Borsa del 1929 e la successiva ondata di fallimenti bancari che caratterizzò l'inizio degli anni Trenta. La legge aveva lo scopo di evitare che le banche commerciali investissero i propri attivi in titoli, con il conseguente pericolo per i loro depositi in caso di crollo nelle quotazioni dei loro investimenti.

La *deregularization* iniziò nel corso degli anni Ottanta: a partire dall'amministrazione Reagan in poi, il sistema bancario e più in generale quello finanziario furono progressivamente liberalizzati: nel 1994 il *Riegle-Neal Act* permise per la prima volta l'esercizio dell'attività bancaria al di fuori dei confini dello Stato attraverso il sistema delle filiali e succursali.

L'apertura del settore bancario ebbe numerosi effetti positivi. Il più importante di tutti fu l'integrazione del mercato: molte piccole banche furono acquisite da quelle di maggiori dimensioni con maggiori risorse a disposizione.

Il processo di deregolamentazione del sistema bancario continuò con l'abrogazione del *Glass-Steagall Act* nel 1999: cadde in tal modo definitivamente la separazione fra banche commerciali e banche d'investimento.

La riforma legislativa fu giustificata dall'inadeguatezza della vecchia normativa ad adattarsi al nuovo contesto storico in cui si trovava: quest'ultima, infatti, risalendo ai tempi del *New Deal* di Roosevelt non poteva stare al passo con i progressi tecnologici in corso che davano la possibilità alle banche, da un lato di aggirare le barriere geografiche, grazie alla riduzione dei costi di comunicazione e, dall'altro, di diversificare il rischio attraverso l'uso di nuovi strumenti finanziari.

Le banche, nel tentativo di combattere la contrazione dei profitti derivanti dalle loro attività tipiche, hanno cercato di far proprie nuove funzioni da accostare a quelle esistenti, quali l'intermediazione mobiliare, la *securitization* e la vendita di prodotti derivati nel mercato *over the counter*. All'interno delle operazioni di cartolarizzazione le banche commerciali iniziarono, in seguito alla deregolamentazione del mercato, a svolgere la doppia funzione di *originator* e nel contempo di soggetto addetto al collocamento dei titoli.

Si ripropose, dunque, il conflitto di interessi che caratterizzò gli anni Venti e il risultato fu una crisi dalla simile portata.

### ***Le negligenze degli organi di vigilanza del mercato***

Il duplice ruolo istituzionale delle banche centrali consiste, da un lato, nell'adottare politiche economiche che garantiscano stabilità all'economia nazionale e, dall'altro, intervenire qualora questa sia messa in pericolo da cause esterne. In ambito di politica monetaria, le banche nazionali devono quindi favorire l'accesso al credito quando la crescita rallenta o si ferma e, viceversa, ridurre la disponibilità di liquidità in periodi di *boom* economico.

La *Fed*, dopo aver permesso alla nazione di evitare una recessione, non si dimostrò, dal 2003 in poi, altrettanto all'altezza della situazione. L'elenco riportato di seguito rappresenta gli errori commessi dalla banca centrale americana, che hanno contribuito a determinare la crisi attuale:

- 1) i bassi tassi di interesse facilitarono l'espansione del credito e favorirono lo sviluppo della bolla sul mercato immobiliare;

- 2) l'opposizione ai tentativi del Congresso USA d'imporre un sistema normativo sul commercio di derivati non regolamentati permise l'enorme sviluppo di questo mercato: tramite l'uso di questi strumenti finanziari il rischio legato alla concessione dei mutui è stato trasmesso all'intero mercato finanziario;
- 3) i margini di copertura per l'acquisto di azioni allo scoperto non furono elevati favorendo così l'uso di elevati rapporti di *leverage*;
- 4) la sottocapitalizzazione delle banche, soprattutto delle *merchant bank*, fu accettata senza che venissero prese le misure necessarie per adeguare il capitale alla mole dei rischi sostenuti;
- 5) la cartolarizzazione dei mutui non venne scoraggiata, ma al contrario fu favorita poiché in grado di generare profitti elevati all'intero sistema finanziario;
- 6) la deregolamentazione del sistema bancario fu promossa dalla banca centrale USA: come si è visto questo fenomeno ha causato l'insorgere di una serie di conflitti di interesse che hanno minato la fiducia sui mercati.

Una parte di queste colpe non riguardarono solo la *Federal Reserve*, ma coinvolse anche la SEC (*Securities and Exchange Commission*), l'equivalente della CONSOB italiana, ovvero l'organo al quale spetta il controllo e la supervisione sui mercati finanziari.

L'epicentro della crisi, ovvero le *investment banking* di *Wall Street* erano, infatti, sotto la sua responsabilità: il mancato adeguamento degli indici di capitalizzazione sono imputabili a questo organo, come anche la mancanza di un complesso normativo che limitasse la creazione di strumenti derivati.

Il *Financial Stability Forum*, ente che si propone di promuovere la stabilità finanziaria a livello internazionale, indirizza il proprio intervento nel migliorare il funzionamento dei mercati e ridurre il rischio sistemico attraverso lo scambio di informazioni e la cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza.

Secondo l'Ente, le linee guida necessarie da seguire nel riformare l'attività di vigilanza sul settore bancario e più in generale sui mercati finanziari dovrebbero essere:

- 1) il rafforzamento della vigilanza sul capitale delle banche;
- 2) il miglioramento della trasparenza e della valutazione del rischio;
- 3) il cambiamento nel ruolo e l'uso dei *rating*;
- 4) il rafforzamento della capacità di rispondere ai rischi da parte delle autorità;
- 5) la creazione di procedure per affrontare le tensioni del sistema finanziario.

I primi due punti dovrebbero essere realizzati attraverso una revisione delle norme che disciplinano il livello di capitalizzazione minimo delle banche: gli accordi di Basilea 2 sembrano infatti, all'epoca attuale, obsoleti e necessitano quindi di una riforma.

Il quarto punto intende ridare preminenza all'autorità degli organi di vigilanza dei mercati finanziari mondiali: in questi ultimi anni si sono dimostrati troppo spesso accondiscendenti nei confronti delle imprudenti linee operative delle principali istituzioni finanziarie.

Ridare importanza e trasparenza agli organi di controllo dei mercati è una condizione imprescindibile al fine di evitare crisi finanziarie come quella attuale.

### **Le responsabilità delle società di rating**

Le società di *rating* hanno avuto un ruolo chiave all'interno della crisi finanziaria legata ai mutui *subprime*. All'interno delle operazioni di cartolarizzazione queste società avevano infatti il delicato compito di valutare la qualità dei titoli di debito emessi dalle società.

Prima di descrivere quanto è accaduto, si cercherà di spiegare in che cosa consiste l'attività di *rating* e le caratteristiche dei soggetti che la svolgono.

Il *rating* è un giudizio, un'opinione espressa da società specializzate nella valutazione di strumenti finanziari mediante l'utilizzo di criteri e codici specifici. La valutazione, stabilisce un premio per il rischio da richiedere alla società e che determina le scelte d'investimento relative ai titoli di debito emessi. Un giudizio elevato (*investment grade*) è indice di un emittente con una buona capacità di solvibilità: in tal caso, l'investitore riceve un tasso di interesse che non si discosta di molto da quello *risk free*. Nel caso opposto, invece, qualora la capacità di rimborso del debito non sia del tutto chiara ma presente, sulla base di valutazioni economico-finanziarie, alcune lacune, l'emissione obbligazionaria viene etichettata come *speculative grade*: lo *spread* pagato sul tasso di interesse privo di rischio risulta maggiore e l'investimento è da ritenersi meno sicuro e più adatto, come dice la sua definizione, a fini speculativi.

Il mercato delle società di *rating* può essere definito un oligopolio, in quanto le tre maggiori società, *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch Ratings*, detengono una quota di mercato pari al 95%.

Numerose critiche sono state però mosse nei confronti delle società di *rating*: una prima ha riguardato il grado di indipendenza vantato da queste, sollevando perplessità riguardo al rapporto tenuto con le società emittenti e i conflitti di interessi che potenzialmente possono crearsi.

La notevole importanza conferita al *rating* dagli accordi di Basilea 2, all'interno delle operazioni di calcolo dei requisiti patrimoniali delle banche, dimostra come la valutazione sull'insolvenza espressa dalle società di *rating* abbia assunto un ruolo centrale anche nell'attività bancaria. Con Basilea 2 si è passati ad una logica che usa il meccanismo del *rating* per tenere costantemente sotto controllo i livelli di rischiosità del portafoglio crediti delle banche. In base alla nuova normativa, un istituto di credito, a parità di patrimonio, può concedere tanti più prestiti, quanto meno rischiosi, in base al *rating*, sono i suoi clienti. Il giudizio di *rating* ha quindi assunto un'importanza fondamentale anche all'interno del settore bancario ed è, nella mancanza di trasparenza ed indipendenza tra questi due *sfere*, che va ricercata una delle cause che hanno permesso l'enorme diffusione dei titoli cartolarizzati.

Nonostante si debba tenere in considerazione la difficoltà insita nella valutazione di strumenti finanziari complessi, quali le *Asset Backed Securities*, va sottolineata l'incapacità delle società di *rating* di stare al passo con l'innovazione finanziaria degli ultimi anni.

### **• L'INTERVENTO DEGLI STATI E DELLE BANCHE CENTRALI**

**SOMMARIO: La necessità di un intervento immediato: crisi di liquidità del sistema e mancanza di fiducia nei mercati finanziari - Le operazioni di liquidità delle banche centrali in risposta alla crisi - Gli interventi dei governi nei singoli paesi**

### ***La necessità di un intervento immediato: crisi di liquidità del sistema e mancanza di fiducia nei mercati finanziari***

Il fallimento della *Lehman Brothers* nel settembre 2008 dimostrò come la crisi finanziaria, iniziata nell'agosto dell'anno precedente, fosse divenuta di tipo sistemico. I suoi effetti si propagarono molto velocemente: l'integrazione dei mercati permise il passaggio dell'instabilità originatasi negli Stati Uniti, ai principali mercati finanziari mondiali. Numerosi listini borsistici fecero registrare pesanti ribassi ed, in particolar modo, fu colpito il comparto dei titoli finanziari.

Le componenti del sistema bancario pagarono l'elevato coinvolgimento nell'attività di cartolarizzazione dei mutui: i loro bilanci, infatti, contenevano ingenti quantità di titoli di debito garantiti da mutui ad alto rischio. Le perdite derivanti dalle loro svalutazioni furono seguite da una generale corsa al ritiro dei depositi da parte dei correntisti: la sottocapitalizzazione del sistema bancario, unita ai pesanti ribassi dei titoli in Borsa, determinò l'insorgere di forti preoccupazioni sulla capacità delle singole istituzioni di far fronte alle perdite che iniziavano ad affiorare.

Per quanto riguarda le perdite, la loro effettiva entità era difficilmente stimabile, poiché le banche stesse non erano in grado di dare un valore di mercato ai titoli presenti nei loro bilanci: l'illiquidità di tali attività fu per breve tempo rifiutata ma, quando divenne palese, non vi fu altra alternativa che comunicare al mercato previsioni molto negative sui bilanci di fine anno.

Il congelamento dei canali di prestito all'interno del settore bancario causò un aggravamento della situazione per gli istituti di credito più coinvolti nelle operazioni legate alla cartolarizzazione dei crediti ipotecari.

Le risposte all'emergenza riguardarono due fondamentali aspetti: da un lato ci fu la necessità di evitare fallimenti tra gli istituti bancari e assicurativi e dall'altro quello di ricostituire la fiducia sul mercato interbancario dei prestiti. Il raggiungimento del primo obiettivo richiedeva un'immediata ed efficace ricapitalizzazione del sistema bancario che, a causa delle difficoltà nel reperire finanziamenti sui mercati dei capitali, comportò l'inevitabile intervento dei singoli governi.

Per quanto riguarda la situazione dei prestiti interbancari, invece, si rese necessaria un'azione di sostegno da parte delle banche centrali al fine di ridurre il rischio della controparte ed incoraggiare i singoli istituti a mettere a disposizione finanziamenti al sistema.

### ***Le operazioni di liquidità delle banche centrali in risposta alla crisi***

Nel corso dei mesi di ottobre e novembre del 2008, in un quadro di significativo deterioramento delle condizioni di liquidità dei principali sistemi bancari, si assistette a vari piani d'azione condotti dall' Eurosystem, dalla *Federal Reserve* e dalle maggiori banche centrali per sostenere il fabbisogno di liquidità del sistema bancario.

### ***Gli interventi dei governi nei singoli paesi***

Congiuntamente alle azioni intraprese delle banche centrali di Stati Uniti ed Europa, numerosi governi furono costretti ad intervenire in sostegno del sistema bancario trovatosi in grosse difficoltà verso la fine di settembre e gli inizi di ottobre del 2008. L'obiettivo di queste azioni fu quello di ridare credibilità ad un settore profondamente coinvolto nella crisi legata alle cartolarizzazioni

dei prestiti immobiliari americani; le ingenti perdite subite in seguito al crollo dei valori di queste attività, i ribassi delle quotazioni azionarie, la generale sottocapitalizzazione degli istituti e la situazione di stallo sul mercato interbancario dei prestiti avevano, infatti, determinato forti preoccupazioni tra i correntisti. Eventuali ritiri di massa dei depositi avrebbero ulteriormente aggravato la situazione, portando il sistema bancario verso il collasso.

Per scongiurare il pericolo di fallimenti, i governi di molti paesi dovettero adottare politiche di sostegno al sistema bancario: a livello mondiale, le linee dell'intervento furono descritte nel corso del vertice straordinario del G-20 che si tenne a Washington il 10 ottobre 2008.

L'obiettivo dei ministri dell'economia dei paesi partecipanti era quello di trovare un *piano d'azione* che delineasse *una strategia comune* per stabilizzare i mercati finanziari.

Sulla falsa riga degli impegni presi pochi giorni prima nel corso del G-20 di Washington, fu richiesta un'azione congiunta da parte dei governi dei singoli paesi finalizzata a sostenere il sistema bancario, sia favorendo il finanziamento sui mercati, che assicurando appropriate condizioni di liquidità. Nel corso dell'incontro fu sottolineata la volontà di evitare fallimenti bancari, che avrebbero potuto mettere in moto pericolosi effetti a catena: a tal scopo si diede la possibilità ai singoli Stati di intervenire nel capitale degli istituti in difficoltà tramite la sottoscrizione di azioni, a patto che la conseguente partecipazione pubblica non fosse stata di tipo invasivo.

Il governo italiano, in sintonia con la Banca d'Italia, emanò un decreto legge che mirò a fronteggiare l'instabilità finanziaria creatasi anche sul mercato interno.

- Il decreto legge n. 155 del 9 ottobre 2008, denominato Misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori, nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali e ribattezzato decreto salva banche, autorizzò il Ministero dell'Economia e delle Finanze a sottoscrivere oppure a garantire la sottoscrizione di azioni delle banche italiane che avessero deliberato aumenti di capitale, nonché il Ministero fu autorizzato a fornire una garanzia statale in favore dei depositanti presso le banche italiane per un periodo di 36 mesi dalla data di entrata in vigore del decreto.

## **CAPITOLO QUARTO**

**Sommario: Le colpe dei politici – Interventi del Governo USA e della FED  
– I punti chiave del maxi - salvataggio**

### **LE COLPE DEI POLITICI**

All'origine della crisi c'è da considerare anche, e forse soprattutto, *la politica*. "Soprattutto" perché, a ben vedere, l'intreccio tra il sistema politico e quello economico e finanziario degli Stati Uniti è davvero profondo. Sono state le scelte politiche quelle che hanno generato gli squilibri e non tanto il cattivo funzionamento del mercato che le ha solo aggravate. Per lungo tempo molti politici in Europa hanno invidiato la dipendenza della Fed rispetto al governo

Usa e la sua attenzione alla crescita economica, mentre hanno biasimato la miopia della Bce che rimaneva ferma al controllo dell'inflazione. Oggi, invece, ci si rende conto che l'indipendenza della Bce è stato uno dei fattori che ha evitato un pesante coinvolgimento dell'Europa nella crisi finanziaria. Ormai, in larga parte dei paesi, la politica è strettamente legata e dipendente dall'economia. Il caso Usa è emblematico, dove le imprese sostengono con mezzi e persone il Governo (una larga parte degli ultimi ministri del Tesoro provenivano dalle banche d'affari), dove il costo delle elezioni è così elevato che esso, con i suoi gruppi di sostegno finisce per tramandarsi da padre in figlio e dove molti funzionari delle pubbliche amministrazioni sono chiamati direttamente dalle imprese.

### ***Il credito facile***

Il 18 giugno 2002, il successore di Clinton, George W. Bush, annunciò la propria intenzione di allargare il mercato dell'acquisto della prima casa a chi aveva redditi bassi e alle minoranze e ciò si poté realizzare grazie anche all'appoggio delle due agenzie di prestiti Fannie Mae e Freddie Mac.

Da parte sua, l'opposizione non aveva interesse a mettersi di traverso: i democratici non potevano infatti ostacolare una politica che dava accesso alla casa ai ceti meno abbienti.

In quel momento, il sistema finanziario e l'economia americana stavano riprendendosi da due durissimi colpi: lo scoppio della bolla di internet che nel corso dei due anni precedenti aveva bruciato circa 3 mila miliardi di dollari di valore in Borsa, e l'attacco dell'11 settembre. La scelta di Bush fu quella di assicurare la crescita economica sostenendo i consumi. In un modello di bassi salari come era quello americano, il sostegno al consumo poteva venire solo in un modo: con il credito. Ed è proprio grazie alla politica creditizia di manica larga fatta dalla Fed fino al 2004 che si spiega buona parte del differenziale di crescita tra Usa ed Europa.

Il 2002 è anche l'anno dell'esplosione delle emissioni delle cosiddette *Asset backed securities (Abs)*, cioè titoli garantiti da pacchetti di prodotti sottostanti, per lo più prestiti. In particolare parliamo delle cartolarizzazioni di mutui residenziali con le quali le banche commerciali cominciarono a cedere il controllo del credito immobiliare a Wall Street, dove però non c'era lo stesso grado e soprattutto la stessa qualità di sorveglianza.

Per l'amministrazione Bush, le cartolarizzazioni rappresentavano una sorta di quadratura del cerchio, perché permettevano di aumentare il credito senza mettere a rischio le banche, le quali non avevano più incentivi per essere selettive con i debitori. I rischi dei mutui venivano infatti trasferiti agli investitori, inclusi quelli stranieri. Oltre a esternalizzare il rischio, in questo modo, l'America riusciva anche a finanziare i propri consumi con i capitali delle banche e degli investitori stranieri.

A partire dal 2002 le cartolarizzazioni si affermarono come un nuovo modo di fare banca.

A fronte di strumenti finanziari e modelli di business nuovi con le banche che originavano e distribuivano anziché originare e tenersi il *rischio*: il sistema di vigilanza Usa avrebbe dovuto adeguarsi, chiedere maggiori requisiti di capitale, creare un mercato ad hoc per gli Abs con garanzie maggiori e margini di liquidità minimi.

### ***L'insostenibilità del modello***

Scompenso di liquidità e situazione finanziaria caratterizzata da un'insufficienza di mezzi liquidi per far fronte agli impegni correnti: in realtà, nel medio e lungo termine, il modello di business era *insostenibile*. Il pool di mutui di qualità era limitato, mentre Wall Street aveva un continuo bisogno di volumi sempre maggiori di mutui ipotecari.

La fortissima domanda portò ad una rapida riduzione della qualità degli stessi. Finché, a partire dal 2005, non si cominciò ad alimentare la rete di rifornimento finanziario con mutui sempre più "tossici".

A fornire, comunque, un'ulteriore garanzia sulla qualità dei prodotti erano case d'investimento terze o società di assicurazione, come la *Aig*; in caso di default se ne sarebbero insomma fatte carico loro. Il fatto che società come *Aig* non esitassero a sostenere quei prodotti, segnalava al mercato che il loro rischio era limitato e garantito.

### ***La politica monetaria***

A due anni dallo scoppio della crisi dei mutui subprime, la ricerca dei colpevoli vede la banca centrale americana come indiziato numero uno per almeno un motivo: *la politica monetaria espansiva*. Ebbene, negli ultimi 15 anni l'economia mondiale ha vissuto una lunga fase di crescita trainata in gran parte dagli USA in un contesto di *bassa inflazione*.

L'impostazione eccessivamente espansiva della politica monetaria, scelta dalla Fed per attutire l'impatto recessivo dello scoppio della bolla dotcom, è il giusto punto di partenza per descrivere brevemente l'origine e l'evoluzione dell'attuale crisi finanziaria.

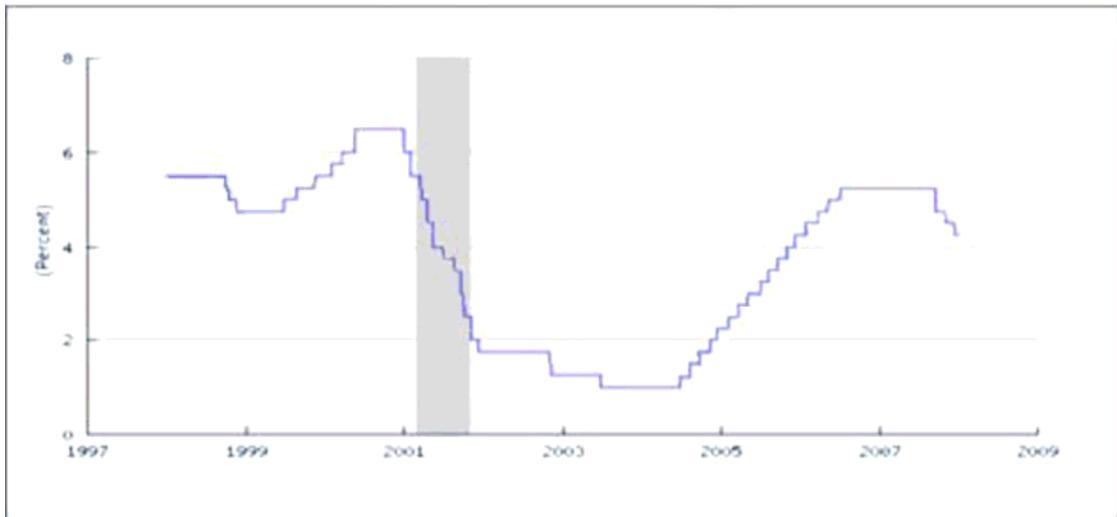
Tra gennaio 2001 e giugno 2003, i *tassi* sono passati dal 6 all'1% e, il conseguente aggiustamento della struttura per scadenze dei tassi d'interesse ha incoraggiato le famiglie statunitensi ad aumentare il loro grado di indebitamento per l'acquisto di abitazioni.

Di riflesso, le quotazioni sul mercato immobiliare hanno iniziato una corsa verso l'alto che ha messo in moto due processi circolari, i cui risultati sono stati quelli di amplificare gli effetti espansivi della politica monetaria e alimentare la bolla speculativa scoppiata ad agosto del 2007.

Il primo processo si è verificato sul mercato immobiliare: l'incremento del valore degli immobili ha consentito di ottenere più credito e, a sua volta, la maggior offerta di credito ha contribuito ad alimentare la crescita dei prezzi degli immobili.

Il secondo processo circolare si è verificato sul mercato finanziario, ed è strettamente collegato alla diffusione dei processi di cartolarizzazione: il rialzo dei prezzi degli immobili ha spinto verso l'alto il valore dei titoli frutto del processo di cartolarizzazione che, a sua volta, ha consentito agli intermediari di raccogliere altri fondi da investire nell'acquisto di ulteriori titoli, il cui valore è continuato in questo modo a salire garantendo un afflusso abbondante di liquidità per l'erogazione di mutui sul mercato primario.

I due processi circolari precedentemente illustrati hanno iniziato a funzionare al contrario, provocando una severa crisi finanziaria che ha registrato momenti di estrema tensione.



**Dinamica dei tassi dal 2001 al 2003 e dal 2004 al 2006 - la Fed ha alzato i *Federal Funds interest rates loan* 17 volte, portandoli dall'1 al 5,25%.**

### ***La cattiva regolamentazione***

Una disciplina di vigilanza lacunosa, crescenti spinte competitive, incapacità di valutare a pieno operazioni mai sperimentate, sembrano essere alla base delle scelte delle principali banche internazionali che, nella consapevolezza delle autorità di vigilanza e con l'assenso delle agenzie di rating, hanno concesso nell'ultimo decennio una enorme quantità di crediti facendosi finanziare sul mercato con operazioni di finanza strutturata senza utilizzare il loro capitale di vigilanza e senza registrare alcunché nei loro bilanci.

I primi grandi responsabili di questa crisi, quindi, sono quelli che hanno permesso che questa bolla tremenda prendesse forma: *i supervisor*. Sia quelli della singola banca, che hanno fatto delle valutazioni "allegre" degli immobili, sia i supervisor a livello governativo, che hanno lasciato correre di tutto e di più, non hanno monitorato un mercato, quello dei derivati, che diventava sempre più grande senza una normativa comune che mettesse delle regole.

Lo stesso Paulson, autore del programma di salvataggio delle banche da 700 miliardi di dollari, nonché segretario del Tesoro, denunciava pubblicamente l'inadeguatezza dei monitoraggi e dei sistemi di controllo del sistema finanziario. Denunciava il fatto che il mercato si muove troppo rapidamente, si evolve e cresce, ma i controlli sono restati fermi a modelli bancari ormai obsoleti e non in linea con le nuove realtà finanziarie.

### ***Le regole di Basilea e la leva finanziaria***

Negli ultimi anni le principali autorità internazionali hanno ripetutamente indicato la possibilità di una grave crisi finanziaria, ma continuavano a sottolineare che il sistema bancario non era mai stato così robusto, grazie alla vigilanza prudenziale e in particolare alle regole di adeguatezza del capitale realizzate con i principi di *Basilea* a partire dalla seconda parte degli anni Ottanta. In più, quei principi stavano per essere rafforzati grazie all'imminente attuazione di *Basilea 2*.

La triste ma semplice verità è che negli ultimi vent'anni abbiamo assistito a una bolla speculativa del credito, con i connessi ingredienti di euforia, di

profitti speculativi e di valutazioni troppo ottimistiche. Il capitale bancario era adeguato ma non per fronteggiare un serio shock. Non appena l'euforia è svanita, i mercati hanno cominciato a percepire un consistente rischio non solo di liquidità ma anche di insolvenza (dunque di inadeguatezza del capitale) in tutte le principali banche. Con varia intensità, questo grave fenomeno dura da più di due anni, nonostante le massicce iniezioni di fondi attuate dalle banche centrali con operazioni assolutamente straordinarie per tipologia, volumi e durate.

Nonostante gli interventi di salvataggio come quelli realizzati per Northern Rock, Bear Stearns e Fannie Mae e Freddie Mac: due riflessioni si impongono. La prima riguarda il giudizio sull'efficacia della regolamentazione bancaria; la seconda le modalità con cui è opportuno procedere al processo di ricapitalizzazione. Via via che il conto delle perdite si fa sempre più pesante, si allunga l'elenco delle cose che non hanno funzionato nel sistema bancario internazionale.

L'ultimo rapporto della Bce mette sotto accusa il sistema di valutazione da parte delle banche del valore dei titoli complessi, l'efficienza del mercato dei derivati nel trasferire i rischi, la trasparenza dei bilanci bancari, l'eccessivo ricorso ai mercati all'ingrosso nella politica di raccolta delle banche.

Se i problemi sono così vasti e penetranti, si capisce perché è stato detto che "la crisi finanziaria ha distrutto il mito che mercati finanziari non regolamentati possano allocare sempre in modo efficiente il risparmio agli investimenti più redditizi".

### ***Speculazione***

Nell'attuale regime di globalizzazione finanziaria la speculazione è venuta assumendo un ruolo di rilievo del tutto particolare, con effetti spesso destabilizzanti per i mercati valutari ed azionari. Nuove opportunità di investimento sono derivate dalla liberalizzazione finanziaria. Quest'ultima ha offerto agli investitori delle economie avanzate maggiori possibilità di diversificazione delle attività detenute in portafoglio e, al contempo, la possibilità di implementare più efficaci strategie di copertura del rischio ma ha, d'altro canto, creato nuovi spazi di manovra per coloro che effettuavano operazioni di arbitraggio a breve termine su titoli e valute a sfondo unicamente speculativo.

Il sistema della cartolarizzazione dei mutui, nato per consentire alle banche di smobilizzare il proprio attivo patrimoniale e liberare capitale, si è poi trasformato in un potente strumento di speculazione con i mutui cosiddetti subprime.

Fin quando è andato tutto bene, la speculazione ha fatto straordinari guadagni rischiando pochissimo, ma ora sta soltanto generando perdite mostruose. Ad agosto 2008 le perdite annunciate dalle banche ammontavano a 500 miliardi di dollari, dieci volte tanto il limite inferiore della stima di Ben Bernanke un anno prima.

Quello che ci si è spesso domandato negli ultimi mesi è se tutto questo è colpa della speculazione. E' stata in realtà la scarsa regolamentazione, o la "non applicazione" delle regole a permettere che si creasse questa enorme bufera.

## **Le perdite**

I fallimenti sono l'inevitabile conseguenza per il sistema bancario americano che finora ha registrato perdite e svalutazioni per 504 miliardi di dollari su crediti immobiliari e titoli collegati. Il costo della crisi dei mutui subprime per i governi di Stati Uniti ed Europa potrebbe raggiungere la cifra colossale di quasi 2000 miliardi di dollari. Quasi due volte il Prodotto interno lordo di un Paese come l'Olanda. Sui conti pubblici pesano i salvataggi delle istituzioni finanziarie sia in America che in Europa. Gravano i minori introiti fiscali che saranno realizzati nel 2008 e 2009. Incombono gli incentivi annunciati da molte amministrazioni.

Tante spese, insomma, e minori entrate: il saldo finale per i contribuenti sarà dunque pesante.

Le agenzie di rating iniziano a ventilare l'ipotesi di un taglio del rating a un "mostro sacro" come il Governo degli Stati Uniti. Eppure nessuno è in grado di fare una stima complessiva dei costi pubblici della crisi dei mutui subprime: si conoscono i soldi spesi, ma non l'impatto effettivo finale sui contribuenti. *IlSole24Ore*, con l'aiuto di molteplici istituti di ricerca e di economisti, ha provato comunque a tirare le somme.

E il risultato, approssimativo e certamente opinabile, è *gigantesco*: qualcosa come 1976,5 miliardi di dollari di denaro pubblico saranno verosimilmente "bruciati" negli Usa e in Europa. Se si aggiungono poi i prestiti della Fed alle banche, il conto può aumentare ulteriormente.

A pesare sul "salvadanaio" pubblico sono stati innanzitutto i numerosi salvataggi di istituzioni finanziarie. Il caso più clamoroso è stato quello delle due agenzie dei mutui Usa Freddie Mac e Fannie Mae. Nessuno sa veramente quanto costerà al contribuente americano.

Lo stesso ministro del Tesoro Henry Paulson non ha saputo dirlo: sul piatto sono stati messi fino a 200 miliardi di dollari, ma il costo pubblico effettivo andrà verificato in futuro. Tutte le agenzie di rating si sono affrettate a dire che questa cifra rappresenta comunque l'1,4% del Pil Usa. Il problema, però, è che quello su Fannie e Freddie non è stato l'unico intervento pubblico, si può aggiungere anche Bear Stearns, il cui salvataggio è stato pilotato dalla Federal Reserve con un finanziamento da 29 miliardi di dollari: la cifra sale. Idem per Aig, per la quale la Federal Reserve ha sborsato 85 miliardi di dollari e per Citigroup, che sembrava la più solida e che invece ha necessitato di un salvataggio pari a 326 miliardi di dollari.

Se si conta poi l'impoverimento del bilancio della Fed, il peso della crisi aumenta. Un anno fa, infatti, la banca centrale Usa aveva in portafoglio titoli di Stato americani per 800 miliardi di dollari, mentre ora i T Bond potrebbero scendere fino a 200 miliardi: proporzionalmente sono aumentati i titoli non liquidi e rischiosi. Ci sono poi altre spese certe o potenziali per l'amministrazione americana. Per esempio, le banche commerciali fallite negli Usa fino ad oggi che sono costate alla Federal Deposit Insurance Corp. circa 150 miliardi di dollari; in questo caso non si tratta di soldi pubblici perché la Fdic è foraggiata dalle stesse banche. Ma potrebbero presto diventarlo: dato che più di altri 100 istituti di credito sono sull'orlo della bancarotta, l'assicurazione federale potrebbe presto attingere dai 30 miliardi di finanziamenti già erogati dallo Stato. Non solo. Al conto Usa bisogna poi aggiungere i 100 miliardi di dollari di rimborsi fiscali terminati a luglio nonché gli

interventi effettuati a livello locale. Un'importante società di statistica ha calcolato per "Il Sole 24 Ore" che nel 2008, stando alle previsioni, le banche di tutto il mondo pagheranno tra i 49 e i 71 miliardi di dollari in meno di tasse.

Ma le perdite non riguardano solo il denaro.

Queste si riferiscono anche ai posti di lavoro che sono stati falciati dalla crisi. A oggi, l'economia americana ha perso 1,9 milioni posti di lavoro e, secondo la previsione del *Conference Board* di Washington, entro la metà del 2009 i posti di lavoro persi potrebbero superare quota 3 milioni fino ad arrivare a 4 milioni a fine 2010.

### ***Interventi del governo Usa e della Fed***

Tra i primi interventi del governo americano c'è sicuramente il colossale progetto messo a punto dal Congresso, firmato dal presidente George W. Bush il 23 luglio 2007 e approvato il 26 luglio dal Senato, dopo essere riuscito a superare l'ostacolo del veto causato dagli aiuti destinati alle zone più devastate dai pignoramenti di abitazioni, voluti dai leader democratici ma condannati alla stregua di sprechi dalla Casa Bianca.

Il provvedimento ha consentito alle autorità federali di garantire il rifinanziamento di mutui in sofferenza per 300 miliardi di dollari e ha consentito la nascita di un nuovo organismo di sorveglianza, con poteri di controllo sui conti e sui compensi dei vertici dei due gruppi. Per assicurare ampio respiro all'intera manovra, la legge ha alzato il tetto del debito nazionale americano da 800 miliardi di dollari a 1.600 miliardi.

La strada davanti allo straordinario intervento è stata spianata dall'emergenza di Fannie Mae e Freddie Mac. La loro importanza era impossibile da sottovalutare: assieme possiedono o garantiscono oltre 5 mila miliardi di mutui, quasi la metà dei prestiti per la casa su scala nazionale. Una loro *débâcle* sotto il peso delle crescenti perdite avrebbe rischiato di seminare un panico incontrollabile sui mercati.

La *Legge immobiliare e finanziaria* è stata, fino a quel momento, il più vasto progetto di intervento pubblico. Ha stanziato oltre 15 miliardi di dollari in sgravi e incentivi fiscali per proprietari e acquirenti di case. Ha offerto 4 miliardi agli enti locali per risanare quartieri colpiti dai pignoramenti. Ha garantito fino a 300 miliardi per il rifinanziamento di mutui a rischio. Ha esteso linee di credito *illimitate* a Fannie Mae e Freddie Mac.

Inoltre, il Tesoro americano ha annunciato la creazione di un ente che assorba diverse centinaia di miliardi di dollari di attività finanziarie "tossiche" che stanno strangolando il mercato.

Nel 2009, ha stanziato fino a 50 miliardi di dollari per uno schema assicurativo temporaneo destinato all'industria dei fondi comuni monetari statunitensi al fine di proteggere gli investitori dalle perdite. Potranno parteciparvi operatori retail e istituzionali. Per assicurare che il mercato dei fondi monetari (3.400 miliardi di dollari e milioni di sottoscrittori) sia abbastanza liquido da assorbire la crescente ondata di riscatti, la Federal Reserve ha annunciato che metterà a disposizione del settore prestiti 230 miliardi di dollari contro le attività illiquide. I fondi monetari, nel loro insieme, ne avrebbero per 234 miliardi di dollari.

#### *1. Il piano Obama*

Il piano anti crisi del 6 dicembre 2008, proposto dal nuovo presidente degli Stati Uniti **Barack Obama**, ha come obiettivo principale quello di creare almeno 2,5 milioni di nuovi posti di lavoro entro il 2011. Il suo è un piano che mira ad aiutare l'economia reale e il suo "motto" è: "O li usi o li perdi". In particolare, Obama prevede di investire circa 150 miliardi di dollari in un piano ultradecennale a sostegno dell'industria statunitense puntando sull'ambiente, sulle energie rinnovabili e sulla creazione di nuovi posti di lavoro. Una serie di provvedimenti dovrebbero prevedere un maggiore sostegno per le famiglie e incentivi fiscali a favore dei ceti medio bassi. Sono previsti un fondo da 10 miliardi di dollari che vada in sostegno dei "risparmiatori a rischio" e delle nuove norme che rendano più chiari, trasparenti e confrontabili i vari mutui presenti sul mercato per evitare che si verifichino delle nuove frodi ai danni dei consumatori.

Infine, Obama punta sul rilancio della sanità promettendo un allargamento, si tratta di una manovra che potrebbe stimolare ulteriormente i consumi.

## 2. Il Piano Paulson

Il **Piano Paulson** (dal nome del segretario al Tesoro Hank Paulson che lo ha elaborato), è il piano di salvataggio, approvato dal Congresso Usa il 3 ottobre 2008, per risolvere la crisi finanziaria e ridare stabilità al mercato. C'è da dire che l'approvazione del piano è stata sofferta.

Infatti, alla prima votazione, 29 settembre, il progetto è stato bocciato dai 133 deputati repubblicani e, clamorosamente, anche da 95 deputati democratici.

I primi non volevano l'intervento dello Stato nel mercato ed erano convinti che il pacchetto fosse un cavallo di Troia per portare il "socialismo" in America. I secondi, invece, ritenevano che il pacchetto fosse confezionato dall'Amministrazione repubblicana per salvare Wall Street e i banchieri "ingordi" che hanno guadagnato miliardi alle spalle della classe media americana. Secondo i repubblicani è stato il discorso del presidente della camera, Nancy Pelosi, a fare la differenza che ha accusato l'amministrazione Bush di aver portato il Paese sull'orlo del disastro.

Fatto sta che il "no" ha provocato la caduta libera delle borse, Wall Street è tracollata dell'8,73%, registrando il tonfo peggiore dal 1987 e mandando in fumo 1.100 miliardi di dollari ma anche la reazione del presidente George W. Bush che, per la prima volta dopo un anno, ha rivolto un appello al Paese.

Ma questa non è stata l'unica difficoltà.

L'altro problema sono state le continue richieste dei democratici di modificare il piano, inserire nuovi provvedimenti e maggiori garanzie: un tetto ai super compensi dei dirigenti, il diritto del Governo a ricevere partecipazioni azionarie nelle società in difficoltà, invece di assorbirne solo le attività problematiche. Ancora: la nascita di nuove autorità di controllo per la gestione del programma, uno speciale ispettore generale e un consiglio d'emergenza che comprenda esponenti della Federal Reserve, della Federal Deposit Insurance Corp, l'agenzia che assicura i depositi bancari, e della Securities and Exchange Commission, l'organismo di sorveglianza dei mercati. Infine, la richiesta più controversa: l'autorizzazione ai giudici fallimentari di modificare unilateralmente scadenze e condizioni dei mutui insolventi per aiutare le famiglie americane in difficoltà.

Fra i punti deboli del piano, sottolineavano gli esperti, era la struttura stessa prevista per l'utilizzo del pacchetto: i 700 miliardi, erogati in tranche da 50 miliardi ciascuna, sarebbero serviti per ripulire i portafogli delle istituzioni finanziarie ma una volta "ripuliti" gli asset, non sarebbe stato raggiunto l'altro obiettivo essenziale, quello cioè di rafforzare le posizioni di capitale delle istituzioni in difficoltà, l'unica misura in grado di rimettere in moto il mercato e la circolazione di liquidità.

In ogni caso il Piano Paulson è stato approvato, anche se con delle modifiche rispetto al progetto iniziale, che lo hanno fatto salire a 850 miliardi di dollari.

## • I PUNTI CHIAVE DEL MAXI SALVATAGGIO

### 1. *Il pacchetto di stimolo all'economia*

Tra le misure suggerite rientrano incentivi fiscali per programmi energetici, riduzione della tassazione sul lavoro e sulle imprese, sostegno ai settori in difficoltà come quello automobilistico e delle costruzioni, interventi per infrastrutture, ricerca e sviluppo, semplificazioni per le aziende. Gli interventi immediati suggeriti dalla Commissione mirano a far ripartire la domanda e i consumi, e a proteggere i posti di lavoro.

### 2. *Il taglio globale dei tassi*

Con un'iniziativa senza precedenti, l'8 ottobre 2008 sei banche centrali del mondo industrializzato, tra cui la Bce e la Fed, hanno ridotto insieme il costo del denaro, in una mossa intesa a contenere la crisi finanziaria in atto. Al di là della decisione di politica monetaria, la scelta ha una straordinaria valenza politica. La crisi finanziaria di questi mesi ha globalizzato ulteriormente i problemi, imponendo alle autorità monetarie soluzioni coordinate pur di evitare lo spettro di cui tanto si parla in questi giorni: una depressione stile anni '30. La Banca Centrale Europea ha annunciato una riduzione del tasso di riferimento dal 4,25 al 3,75%. Un allentamento della stessa ampiezza è stato effettuato da altre cinque banche:

- la Federal Reserve americana (dal 2 all'1,5%),
- la Banca d'Inghilterra (dal 5 al 4,5%),

L'annuncio è stato dato in un comunicato congiunto, trasmesso alla stessa ora dai sei istituti monetari coinvolti. La decisione, maturata nei giorni precedenti, sulla scia di una crisi finanziaria sempre più acuta, è stata presa martedì 7 ottobre dall'Istituto Monetario Europeo.

L'accordo sottolinea la gravità della situazione.

Nel giro di due settimane la tempesta finanziaria si è trasformata in crisi bancaria. Negli Stati Uniti, in Germania e in Gran Bretagna la mano pubblica è stata costretta a salvare istituti di credito in crisi di liquidità. La sfiducia tra banche regna sul mercato monetario, bloccando gli scambi e provocando una stretta creditizia nell'economia reale. L'intervento avrebbe dovuto contribuire a ridare un po' di fiducia ai mercati finanziari.

Nei mesi successivi abbiamo riscontrato una decisa riduzione dei tassi d'interesse migliorando in modo significativo le condizioni di liquidità nell'intero circuito interbancario.

### 3. Previsioni economiche per l'Italia

L'Ocse prevede per l'Italia due anni di difficile recessione economica: il Pil in calo dello 0,4 % già nel 2008 si prevede scenderà di un ulteriore 1% nel 2009. "La tempesta finanziaria globale ha investito un'economia già indebolita da diversi anni di bassa crescita della produttività, peggioramento della competitività ed elevato indebitamento pubblico", osserva l'organizzazione. L'inflazione rallenta ma la disoccupazione peggiora, e per la ripresa della crescita bisognerà aspettare la fine del 2010.

In questi anni in Italia uno "*spiraglio positivo*" c'è stato sul mercato del lavoro, che ha registrato "solidi ritmi sulla creazione di posti di lavoro e sul calo della disoccupazione". Ma ora la crisi economica compromette questo percorso: secondo l'Ocse il tasso di disoccupazione registrerà un peggioramento aumentando fino al 7,8% nel 2009 e al 10% nel 2010. "In Italia la recessione, che è iniziata nel 2008, dovrebbe protrarsi per buona parte del 2009. Per il 2010 l'ente parigino prevede un ritorno alla crescita, con un modesto più 0,8% del Pil.

Nel nostro Paese in ogni caso non c'è mai stato un utilizzo della cosiddetta "*finanza creativa*" in maniera "spinta" come negli Stati Uniti né si è ecceduto con la speculazione.

Tra l'altro, triste a dirsi, il posizionamento competitivo del nostro sistema bancario che non è proprio brillante, anziché essere solo negativo è stato, da questo punto di vista, una vera fortuna. Anche se questo posizionamento non è dettato da una libera scelta ma piuttosto dalla scarsa innovazione e scarsa propensione al rischio, tipici della nostra società e del nostro sistema economico.

## • CONCLUSIONI

Grazie a questo lavoro, inizialmente descrittivo dei fattori scatenanti l'instabilità finanziaria ed in seguito sviscerante le sue conseguenze, si è giunti, tramite anche un'analisi dei precedenti storici, all'individuazione delle esigenze di riforma dei mercati finanziari e delle potenziali situazioni di aggravamento della crisi.

Nel settembre 2008, l'attenzione dei *media* era incentrata su *Wall Street*, il cuore della finanza mondiale. In quei giorni, l'insolvenza di milioni di mutuatari statunitensi stava evidenziando l'enorme mole di rischi generata dall'uso sregolato degli strumenti finanziari derivati negli anni precedenti: causa l'elevata integrazione dei mercati, la grave instabilità che si stava delineando assunse, in breve tempo, i connotati di una *crisi sistemica*.

Le operazioni di *securitization*, che avevano dato l'illusione agli istituti di credito di poter trasferire il rischio di insolvenza relativo ai mutui ipotecari al di fuori dei loro bilanci, si rivelarono un'arma a doppio taglio: il ricorso a strumenti finanziari *strutturati*, la cui complessità impedì ai soggetti attivi sui mercati di comprendere appieno i rischi in essi impliciti, comportò serie conseguenze a

livello mondiale: non solo il settore bancario, ma più in generale l'intero sistema finanziario fu colpito da una grave crisi.

La mancanza di fiducia tra le controparti sul mercato interbancario dei prestiti acuì le difficoltà delle banche: si temeva, con ragione, che gli effetti della crisi potessero portare ad una contrazione nella funzione creditizia da esse svolta. L'eventuale *credit crunch* avrebbe inevitabilmente avuto effetti dannosi sia sui consumi che sulla produzione. La riduzione dei finanziamenti avrebbe, inoltre, messo a rischio la normale operatività di molte imprese, limitando eventuali possibilità di crescita: tale aspetto fu particolarmente rilevante in Italia, dove l'esiguo ricorso al mercato dei capitali ha reso il sistema imprenditoriale locale fortemente dipendenti dai canali bancari.

La volontà di evitare crisi sistemiche a livello bancario, derivante dall'importanza rivestita da tale settore nel sostegno all'economia reale, spinse numerosi governi ad intraprendere interventi d'emergenza: le misure adottate andarono dall'estensione della garanzia statale sui depositi bancari, passando per una facilitazione delle modalità di rifinanziamento marginale presso le banche centrali, fino ad arrivare al sostegno diretto degli istituti a rischio di *default*.

Queste azioni, seppur disarticolate e troppo spesso precipitose, permisero di scongiurare un ulteriore aggravamento della crisi anche se, a distanza di mesi, la situazione sui principali mercati finanziari non sembra essersi ancora del tutto stabilizzata.

La gravità della crisi portò con sé l'esigenza di rivedere i principi regolatori dei mercati finanziari; tali esigenze sfociarono nel G-20 che si tenne a Washington: in quella sede i rappresentanti dei paesi più industrializzati e delle principali economie emergenti concordarono su un progetto di riforma dei mercati finanziari che andava a toccare i punti di maggior debolezza messi in luce dalla crisi.

Secondo l'accordo, gli sforzi a livello mondiale avrebbero dovuto incentrarsi, in via primaria, sul *rafforzamento della trasparenza* dei mercati finanziari, attuabile attraverso una maggior informativa sui prodotti finanziari complessi verso gli investitori e grazie ad obblighi più stringenti in materia di rendicontazione finanziaria in capo alle istituzioni operanti sui mercati.

La generale sfiducia sviluppatasi sui mercati finanziari avrebbe poi richiesto una *promozione della loro integrità* al fine di prevenire manipolazioni e frodi che non avrebbero fatto altro che alimentare tale stato d'animo nel futuro. Emblematico fu lo scandalo che coinvolse nel dicembre del 2008 il finanziere americano Bernard Madoff: la truffa da oltre 50 miliardi di dollari da lui ideata a danno degli investitori attraverso il cosiddetto *schema Ponzi*, ovvero l'*hedge fund* di Madoff non investiva la liquidità messa a disposizione dai clienti: il denaro veniva usato in via esclusiva per pagare rendimenti elevati, ma fittizi in modo tale da attirare nella truffa ulteriori investitori, trattandosi di un modello economico di vendita piramidale truffaldino, che permetteva l'arricchimento dei soggetti primariamente coinvolti a scapito di quelli successivi. Tale meccanismo dimostrò non solo l'importanza di maggiori controlli sull'operato degli *hedge fund*, ma la più ampia necessità di applicazione di sanzioni severe nei confronti di coloro che si rendono responsabili di azioni che danneggiano la *platea* degli investitori.

Contemporaneamente, fu individuata l'esigenza di un *miglioramento della regolamentazione e della vigilanza*: una riduzione nel rapporto di *leverage* all'interno del settore bancario, che avrebbe permesso di garantire un maggior livello di capitalizzazione in relazione alle operazioni di cartolarizzazione e all'uso di strumenti derivati, e una maggiore vigilanza sull'operato delle agenzie di *rating*, dimostratesi troppo spesso influenzate da conflitti di interesse ed incapaci di comprendere appieno i rischi insiti negli strumenti finanziari di *nuova generazione*, furono messi come presupposti imprescindibili per il riassetto dei mercati.

Per quando concerne le banche, oltre all'importanza relativa alla consistenza patrimoniale, si manifestò l'esigenza di rafforzare ed esplicitare al mercato le procedure adottate nella gestione dei rischi, monitorando periodicamente la loro entità in ossequio ai principi di *sana e prudente gestione*.

Di pari passo al processo di integrazione dei mercati al quale si è assistito nell'ultimo decennio, l'implementazione di un sistema di controllo sui rischi dovrebbe derivare da una maggior *cooperazione a livello internazionale* tra le istituzioni di vigilanza dei singoli paesi. Ciò presupporrebbe, però, una *riforma delle istituzioni finanziarie internazionali*, con particolare riferimento al Fondo Monetario Internazionale e alla Banca Mondiale; come visto nel terzo capitolo, infatti, questi organismi, nel passato, si sono dimostrati incapaci di esercitare una supervisione trasparente ed imparziale sul mercato finanziario globale.

La previsione di ripristinare il ruolo centrale del FMI, al quale sarebbe dato il compito preminente della sorveglianza sul sistema finanziario globale, unita alla trasparenza e all'efficacia in ambito regolamentare, sembra essere una valida soluzione per evitare il riproporsi di simili crisi negli anni a venire.

Alle richieste appena avanzate aggiungerei, personalmente, quella relativa all'istituzione di una *clearing house* nella negoziazione dei *Credit Default Swap*: l'obbligo di adeguamento giornaliero dei margini di garanzia ridurrebbe sensibilmente il rischio di controparte e permetterebbe, inoltre, di monitorare la proliferazione di questi strumenti finanziari e la loro ripartizione tra le diverse parti contraenti.

La spinta riformatrice in ambito finanziario formalizzata lo scorso anno sembra, tuttavia, non aver trovato grosso seguito nei primi mesi del nuovo anno. Tale tendenza è riconducibile all'affiorare di una recessione negli stessi paesi più colpiti dalla crisi finanziaria: minori consumi e cali nella produzione hanno provocato la contrazione del PIL delle nazioni occidentali che persiste, ormai, da oltre due anni, e sembra che le preoccupazioni riguardanti l'occupazione e il sostegno ai redditi dei cittadini abbiano quasi del tutto distolto l'attenzione dalla necessità di una riforma dei mercati finanziari a livello mondiale.

La ripresa dell'economia reale non può prescindere dal ritorno di una relativa stabilità sui mercati finanziari; la crisi finanziaria, difatti, avendo preceduto di alcuni mesi la recessione a *livello reale*, ha dimostrato l'elevato grado di dipendenza delle economie dei paesi occidentali dai proventi finanziari: fino a quando Stati continueranno a delocalizzare la produzione dei beni verso i paesi in via di sviluppo, sarà *utopia* pensare che una ripresa economica non possa prescindere dal ritorno della stabilità sui mercati finanziari.

Alla luce di ciò, va segnalato che sussistono, tuttavia, ulteriori potenziali fattori di aggravamento dell'instabilità attuale: la crisi dei mutui, infatti, potrebbe esser stata solamente la punta di un *iceberg* ben più grande. A tal riguardo, vi sono altri settori del credito statunitense potenzialmente prossimi ad entrare in un periodo di grande difficoltà: il principale, in termini di volume, è rappresentato da quello delle carte di credito, comprendendo circa 915 miliardi di dollari, per lo più cartolarizzati.

Negli ultimi anni questo mercato non è cresciuto con particolare rapidità dal momento che i proprietari di immobili preferivano finanziare i loro consumi con i debiti immobiliari.

Una volta scoppiata la bolla sui mutui, però, l'andamento del debito relativo alle carte di credito ha cominciato a mostrare preoccupanti tassi di crescita. La promessa di iniziali tassi di interesse irrisori e l'abitudine sempre più diffusa di pagare le rate dei mutui con questa forma di finanziamento, potrebbero portare a sensibili percentuali di insolvenza nei prossimi mesi, analogamente a quanto avvenuto per i mutui *subprime*.

## • **UNA MIA PERSONALE RIFLESSIONE**

### **UN CONFRONTO CON IL PASSATO**

#### **ESISTONO DELLE ANALOGIE TRA IERI E OGGI?**

#### **2009 "CRISI GLOBALE".....SIAMO IN UN ALTRO "29....???"**

Da quando è scoppiata la crisi subprime in molti l'hanno ricondotta a questa o a quella crisi: del 1907, del 1929 e così via. Gli esperti hanno più volte richiamato lo spettro del '29; altri hanno sottolineato le analogie, ma anche differenze con gli eventi che furono alla base della Grande depressione.

Gli sconvolgimenti del mercato finanziario americano, il protrarsi e l'aggravarsi di una crisi della quale non si vede la fine, l'alternarsi di salvataggi e di clamorosi fallimenti ha reso irresistibile per i *mass media* il riferimento al '29 e alla Grande Depressione degli anni Trenta.

A dir la verità le "analogie" che in molti vedono, non ci sono.

Sui quotidiani si leggono frasi del tipo: "entrambe le crisi esplodono dopo un lungo periodo di dominio repubblicano" "in entrambi i casi sono le fasce più deboli della popolazione a soffrirne gli effetti in modo più drastico", "è necessario ricordare che la crisi attuale è tutta interna al sistema capitalistico, e ciò è un elemento di analogia con il '29", "la crisi di oggi e quella del '29 cominciano allo stesso modo: una gigantesca bolla immobiliare...". Ma sono delle somiglianze irrilevanti al fine dell'analogia tra le due crisi. Si tratta di piccoli punti in comune che possono riguardare ogni crisi e che, di conseguenza, non danno nessun adito a far pensare di questa crisi come un nuovo '29.

Se proprio si devono trovare delle *differenze* per dare conferma di quanto detto, c'è da notare innanzitutto che la Federal Reserve *oggi è intervenuta in fretta*, immettendo una enorme liquidità nel sistema per sostenere le istituzioni finanziarie più minacciate, *cosa che non avvenne nel 1929*.

Soprattutto, bisogna precisare come la crisi del 1929 più che finanziaria fu una crisi industriale che, a parte la speculazione infinitamente meno sofisticata di quella attuale, coinvolse fin dall'inizio l'apparato produttivo. Inoltre, allora mancava non solo la strumentazione protettiva che c'è oggi ma soprattutto la conoscenza dei meccanismi della crisi.

Basta pensare che una delle misure adottate dall'amministrazione del repubblicano Hoover, in carica dal 1929 al 1933, fu quella di aumentare le tasse sottraendo ai mercati quella liquidità che è la linfa vitale di ogni processo di stabilizzazione.

Sul fronte finanziario, entrambe le crisi sono arrivate al termine di un lungo periodo di euforia finanziaria, caratterizzato da innovazioni che hanno consentito di allargare il credito al consumo, soprattutto per l'acquisto di beni durevoli come l'auto nel primo caso, e gli immobili in quello attuale. Per quanto riguarda il versante reale, sia nel 1929, sia nel 2009 l'attività produttiva ha dato i primi segni di rallentamento, anche se nel 1929 alla contrazione dei consumi delle famiglie si sommò un eccesso di capacità produttiva. Con la crisi del '29 un parallelismo è ovvio, se consideriamo che queste due crisi condividono: la violenza e il manifestarsi dell'evento, l'area da cui si è propagato, vale a dire i mercati borsistici e finanziari. Un paragone chiaramente molto efficace, ma anche piuttosto terrorizzante se consideriamo che la soluzione della crisi del '29 è arrivata soltanto con la seconda guerra mondiale: gli effetti del New Deal di Roosevelt si erano infatti rivelati soltanto provvedimenti temporanei incapaci di risollevare realmente un'economia mantenuta attiva solo attraverso svariate forme di "Debit spending" da parte dello Stato.

E' sempre nell'ottica di questo *parallelismo* le prime mosse annunciate da Obama sono state già etichettate come "**Green New Deal**": anche in questo caso con accentuate forme di interventismo statale volte a risollevare l'economia in difficoltà.

Nel 1929 gli Stati Uniti erano il principale creditore dell'Europa: un'Europa ancora fortemente indebolita dalla prima guerra mondiale e spesso, si pensi alla Germania, completamente dipendente dai finanziamenti americani. Gli Stati Uniti attuali sono invece un paese fortemente indebitato con paesi come la Cina, il Brasile o il Venezuela.

Uguale è stata anche la crisi occupazionale e il freno ai consumi.

A mio avviso, la differenza sostanziale però con la crisi precedente, è che in questa i governi si sono mossi per tempo.

Nel '29 i governi, impreparati davanti ad una crisi mai vista, rimasero immobili per **tre anni**, mentre oggi i Governi di tutto il mondo, confederati in unioni più solide, l'Unione Europea su tutte, più preparati del passato, ma soprattutto capitanati da Barack Obama, hanno risposto all'emergenza, nel giro di **solì tre mesi**, gettando immediatamente liquidità nei circuiti economici, evitando il ripetersi di un nuovo '29.

A livello globale la crisi procurerà essenzialmente due cose: *disoccupazione e innalzamento del debito pubblico*.

In sostanza: gli Stati non hanno liquidità al momento e per far ripartire l'economia è necessario un gettito di liquidità, anche molto consistente, nel welfare, in politiche sociali e in ammortizzatori.

Se a tutto ciò associamo la cassa integrazione, che diventa una voce sempre più allarmante nel bilancio pubblico, e gli sgravi fiscali necessari a

famiglie ed imprese, si capisce come lo Stato dovrà fare ricorso ad un uso intensivo dell'indebitamento pubblico, rovinando le casse dello Stato per i prossimi decenni.

Chiaro: non ci sono altre vie d'uscita per fronteggiare la crisi.

Ma le ricadute saranno pesantissime; tassi d'interesse sempre maggiori e la pressione fiscale destinata obbligatoriamente a salire negli anni futuri.

Una rassomiglianza vi può essere con la crisi giapponese degli anni Novanta, poiché anch'essa fu caratterizzata dal gonfiamento di un'enorme bolla immobiliare, dalla concessione di mutui "facili", addirittura fino a 100 anni e dalla speculazione sul mercato degli immobili. Tuttavia, l'assonanza non è completa in quanto la suddetta crisi non fu caratterizzata dal fenomeno della cartolarizzazione e dall'utilizzo di strumenti sofisticati come CDO o CDS che nei mutui subprime, invece, hanno avuto un ruolo assai importante.

È innegabile la presenza di alcuni punti di contatto tra le varie bolle ma non sono tali da poterle paragonare tra di loro.

Forse l'unica analogia che merita di essere citata, se può essere considerata tale, è che in molti casi le crisi si concludono sempre con l'intervento dello Stato e delle banche centrali, con le immissioni di liquidità e con le nazionalizzazioni.

Le bolle speculative ci sono sempre state e sempre ci saranno ma ognuna è a sé, ognuna ha le proprie caratteristiche e particolarità. Adesso si presume che la prossima bolla a scoppiare sarà quella delle carte di credito. È il *New York Times* a lanciare l'allarme scrivendo che, dopo anni di continue accattivanti offerte, il settore sta iniziando a riscontrare le prime perdite. Grandi società specializzate come *American Express*, *Bank of America* e *Citigroup* hanno cominciato a irrigidire i requisiti per le nuove richieste e stanno escludendo i clienti più a rischio; e altre come *Visa* e *Mastercard* si stanno dando da fare per arginare le perdite.

**Una riflessione da operatore di mercati finanziari da oltre 30 anni:**

**E' SUI TASSI D'INTERESSE LA VERA DIFFERENZA CON IL '29**

**"Nel 1929 i tassi d'interesse erano molto bassi ed il loro repentino rialzo provocò una terribile carenza di liquidità all'impresa e al sistema bancario nonché il rientro di capitali dall'estero attratti da maggior remunerazione alimentando il noto "circolo del debito" tra Usa, Germania, Francia e Inghilterra"**

**10 ANNI DI TASSI A BREVE E LUNGI**

**LINEA ROSSA - EURIBOR A 3 MESI**

**LINEA NERA - IRS A 20 ANNI**

**I° CONSIDERAZIONE**

**Il differenziale storico tra breve e lungo è di circa 2 punti percentuali**

**II° CONSIDERAZIONE**

**Dal 2006 al 2008 prima della crisi - il differenziale si è ridotto**

**III° CONSIDERAZIONE**

Negli ultimi mesi del 2008 la curva si è invertita (tassi a breve maggiori di quelli a lungo)

#### IV° CONSIDERAZIONE

In 2 mesi siamo passati dal 5,40% 1% - Una discesa devastante in linea con la crisi globale

#### V° CONSIDERAZIONE

I tassi a lungo sono scesi negli ultimi 2 mesi ma non più di tanto - Possiamo notare che nel 2005 i tassi a breve erano al 2% e quelli a lungo un minimo del 3,40%

Oggi i tassi a breve sono si sono ridotti sotto all' 1% ma i tassi a lungo termine sono fermi al 4% e gli spread sono in aumento rispetto ai differenziali storici

**“Nel 2009 l'intervento delle Autorità monetarie mondiali, con massicce iniezioni di liquidità nel sistema finanziario hanno permesso un velocissimo ridimensionamento dei tassi dal 5,40% al 0,70% attuale, dando respiro a tutto il sistema industriale colpito da una grave crisi di capitali, nonché assicurando il totale buon fine dei depositi dei risparmiatori.”**



Come è stato evidenziato finora, la crisi ha provocato ingenti perdite al sistema finanziario che si ripercuoteranno sull'economia reale per diversi anni.

Per questo motivo gli Stati Uniti, l'Europa, l'Italia e tutti gli altri Paesi colpiti dalle difficoltà hanno attuato, o stanno cercando di attuare, adeguati piani per risollevare o sostenere l'economia reale.

Ma bisogna ricordare che ad esser stato colpito per primo e in maniera diretta dalla crisi è stato il settore finanziario e creditizio.

Si pensi alle numerose banche fallite, salvate, nazionalizzate; banche che hanno subito perdite non indifferenti; banche enormi, se non per dimensione per importanza, che hanno dovuto rivedere il modo di fare finanza, quella finanza troppo spregiudicata che alla fine ha portato al crollo di un sistema, di un modello, che non poteva durare a lungo.

E ancora, non bisogna dimenticare i risparmiatori. Tutte quelle persone che avevano contratto dei mutui insostenibili per poter realizzare quello che era da sempre il loro "sogno": *l'acquisto di una casa*. Ora queste si trovano ad esser senza casa e con un mutuo ancora da pagare senza avere i soldi necessari. Loro sono parte e protagonisti di questa crisi come lo sono le banche e, forse, sono coloro che più ci rimetteranno.

Non si sarebbe arrivati a questo punto se i supervisori avessero adeguatamente svolto la loro attività e se non avessero sottovalutato la necessità di un maggiore controllo, se il loro operato fosse stato più responsabile e se la vigilanza sull'attività bancaria e, soprattutto sul mercato dei derivati, fosse stata più rigida. Ma ormai sono inutili i "se" e i "ma", quel che è fatto è fatto. Resta solo da pensare al futuro nella speranza che i "vigilanti" possano svolgere il loro compito in maniera più severa e consapevole, senza "sconti" e senza la convinzione che il "*lasciar fare al mercato*" sia la regola migliore perché esso si possa avvicinare alla "*perfezione*".

Le previsioni che questa crisi venga risolta a breve termine e riassorbita dal sistema economico mondiale, non sono rosee.

Il Professor Nouriel Roubini, ritiene che tale crisi durerà diversi anni perché le banche ridurranno di molto i prestiti alle imprese, alle famiglie e ai governi. Dallo scorso anno il prezzo delle case USA è crollato del 20% e potrebbe crollare di un altro 30% da qui a fine 2010. Milioni di consumatori indebitati non riusciranno a pagare le rate del mutuo, dell'auto, i conti delle carte di credito e ogni genere di prestito.

Il fallimento di molte banche spazzerà via anche i risparmi sui conti correnti di molti risparmiatori.

L'economia di paesi come l'Italia e la Spagna e di altri paesi che negli ultimi anni si sono arricchiti principalmente con il mattone, seguiranno una fase di stagnazione e decremento dei prezzi di mercato. Secondo le previsioni, l'economia dovrebbe riprendersi attorno alla fine del 2010.

Quando si verrà fuori dalla crisi, il ruolo degli Stati Uniti nel mondo sarà *ridimensionato*, non c'è dubbio. Intanto ci sarebbe un gravissimo danno d'immagine e la sconfitta della pretesa di "*governare da soli il mondo*", aprendo di fatto scenari del tutto inediti nel breve e nel medio periodo.

Se il mercato oggi, finalmente, percepisce che i rischi bancari sono eccessivi rispetto al capitale, occorre anche e soprattutto intervenire su quest'ultimo favorendo in tutti i modi i processi di ricapitalizzazione delle banche, ovviamente cominciando da quelle che hanno spinto all'estremo i processi di *leverage*.

Nessuno sa quali provvedimenti adottare con relativa certezza di efficacia. La crisi è stata molto veloce nei suoi sviluppi e l'effetto domino che ha provocato comincia a produrre effetti negativi sull'apparato industriale e sull'occupazione. Di sicuro per risolvere questa situazione drammatica bisognerà mettere dei paletti chiari, monitorare e regolamentare le istituzioni che hanno creato questa bolla.

Bisogna prendere coraggio e ricreare le basi per il futuro, basi solide per un nuovo periodo di *prosperità economica*.

In molti lo chiamano un “**nuovo New Deal**”, altri una “**seconda Bretton Woods**”.

Va recuperata la credibilità di istituzioni e operatori perché è nella qualità delle persone che il mercato trova la sua ragione per risollevarsi dalle crisi, anzi è molto probabile che la crisi in corso non si sarebbe neanche verificata se vi fossero stati controlli adeguati e azioni tempestive. Ma ciò che serve sono anche regole di comportamento etico, regole che sono ormai crollate negli ultimi anni.

L'eventuale aumento delle insolvenze unito alla crisi dei mercati finanziari potrebbe ripercuotersi sulle principali economie mondiali, già colpite da un calo della crescita generalizzato.

Tutto ciò unito ad uno scenario economico mondiale sempre più incerto rende possibile seppur paventato il fenomeno di “*recessione*”.

La problematica più evidente di questa crisi è stata la cartolarizzazione dei mutui americani che sono arrivati anche nei portafogli dei piccoli risparmiatori retail sotto forma di prodotti derivati bancari. L'intero sistema finanziario, ora sotto accusa, dovrà sicuramente far fronte al clima di sfiducia generale che è presente tra gli investitori. Inoltre, si dovrà saper quantificare con esattezza l'ammontare della svalutazioni presenti nei portafogli degli istituti di credito e far fronte alla perdita economica.

Per intraprendere la strada del risanamento, come espresso dal governatore della Banca d'Italia Mario Draghi, sarà opportuno se non necessario che gli istituti finanziari adottino un regolamento che limiti se non addirittura vieti la facile creazione e commercializzazione di questo tipo di strumenti finanziari derivati.

Dalla bolla della new economy fino alla bolla immobiliare scoppiata nell'estate 2007, l'intero andamento economico è stato caratterizzato da fasi cicliche.

Molti economisti ipotizzano che la prossima bolla sarà legata ai paesi in via di sviluppo, dove al momento sta confluendo la maggior parte degli investimenti anche di tipo speculativo.

Questo fenomeno rappresenta solamente una corrente di pensiero, ma il nodo cruciale e più importante, sta nel fatto che l'intero sistema economico possa essere in grado di ripartire dopo una fase di calo e stagnazione, cercando di non ripetere politiche economiche che hanno portato il sistema in crisi, come ad esempio i bassi tassi di interesse per un lungo periodo di tempo.

### **Guardando al futuro:**

Gli effetti della crisi saranno lunghi da smaltire.

In primo luogo bisogna smaltire i titoli tossici.

I titoli tossici sono milioni e milioni di titoli senza garanzia di liquidità che sono vagati per anni nella finanza globale e al momento decisivo l'hanno messa in ginocchio.

In secondo luogo si dovrà pensare a ricostruire, e visto che i soldi saranno pochi, lo si dovrà fare nel modo più economico e fruttuoso possibile. Per esempio **investendo nel settore della ricerca, dell'istruzione e dello sviluppo.**

Il primo è che gli investimenti nel campo della ricerca e dell'innovazione sono gli investimenti che portano lavoro immediato. Ad esempio, l'apertura alle tecnologie verdi da parte di Obama, porterà alla creazione di 5 milioni di posti di lavoro.

Il futuro dell'economia sarà segnato da profondi cambiamenti.

Dice bene il ministro Tremonti "Non è la fine del mondo, è la fine di un mondo. E' la fine di un'epoca, è il momento di riscrivere le regole del gioco". Cambieranno i rapporti tra banche, assicurazioni e utenti finali, con una maggiore tendenza alla trasparenza e allo scambio di informazioni. Cambieranno i modi di accesso al credito e alle varie tipologie di investimenti.

Giovanni Gobello  
Specialista prodotti finanziari e derivati  
BNL Gruppo BNP Lazio e Sardegna

***“Abbiamo raggiunto il punto in cui la religione del mercato è diventata il problema, piuttosto che la soluzione. E dopo una corsa lunga venticinque anni è ora di intraprendere un'altra strada.”***

***Charles R.Morris***

## INDICE BIBLIOGRAFICO

### Testi citati e consultati nell'elaborato in ordine alfabetico secondo l'autore

ALESINA ALBERTO & GIAVAZZI FRANCESCO

*La crisi. Può la politica salvare il mondo?*, il Saggiatore, Milano, 2008.

BARONE EMILIO

*Il Mercato Azionario Italiano: Efficienza e Anomalie di Calendario*, 1990.

CHANCELLOR EDWARD

*Un mondo di bolle. La speculazione finanziaria dalle origini alla «new economy»*, Edizioni Carocci, Roma, 2000.

DACREMA PIERANGELO

*La crisi della fiducia. Le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Etas, Prima Edizione, novembre 2008.

FERGUSON NIALL

*The end of prosperity?*, Time, 13 ottobre 2008.

GALBRAITH JOHN K.

*Il grande crollo*, Università scientifica Boringhieri, Torino, 1976;

*A short history of financial euphoria: financial genius is before the fall*, Whittle Direct Book, 1990.

IL SOLE 24 ORE

*La grande crisi: domande e risposte*, 2008.

MORRIS CHARLES R.

*Crack. Come siamo arrivati al collasso del mercato e cosa ci riserva il futuro*, Elliot Edizioni, Roma, 2008.

PREM SHANKAR JHA

*Il caos prossimo venturo. Il capitalismo contemporaneo e la crisi delle nazioni*, Neri Pozza Editore, Vicenza, 2007.

SHILLER ROBERT J.

*Euforia irrazionale. Analisi dei boom di Borsa*, Il Mulino, 2000.

SOROS GEORGE

*Cattiva finanza. Come uscire dalla crisi: un nuovo paradigma per i mercati*, Fazi Editore, Roma 2008.

STIGLIZ JOSEPH E.

*La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, Torino, 2003.

### Articoli citati e consultati nell'elaborato in ordine alfabetico secondo l'autore

BINI MAURO

*Il fair value trova la deroga*, Il Sole 24 Ore, 14 ottobre 2008.

BEDA ROMANO

*BCE pronta ad allentare le regole sui collaterali per favorire la liquidità*, Il Sole 24 Ore, 12 ottobre 2008.

CARLINI VITTORIO

*Borse mondiali a sconto, ma l'Orso resiste*, Il Sole 24 Ore, 17 novembre 2008.

COTTONE NICOLETTA

*Tremonti: intervento transitorio nelle banche, se chiesto*, Il Sole 24 Ore, 31 ottobre 2008.

DEGLI INNOCENTI NICOL

*La Consob inglese su Northern Rock: abbiamo fallito*, Il Sole 24 Ore, 26 marzo 2008.

LONGO MORYA

*AIG nel mirino della SEC sui derivati nel bilancio*, Il Sole 24 Ore, 7 giugno 2008;

*Per i trader e-Mid 75 minuti di paura*, Il Sole 24 Ore, 1 ottobre 2008.

MARGIOCCO MARIO

*Fannie Mae e Freddie Mac, la svolta che i mercati si attendevano*, Il Sole 24 Ore, 8 settembre 2008.

MERLI ALESSANDRO

*Wall Street, il silenzio dei controllori*, in *Approfondimenti de Il Sole 24 Ore*, 28 settembre 2008.

NIADA MARCO

*Nazionalizzazione «temporanea» per Northern Rock*, Il Sole 24 Ore, 18 febbraio 2008.

PLATERO MARCO

*Il tramonto degli outsider americani*, Il Sole 24 Ore, 3 giugno 2008.

*L'errore fatale di Bush*, Il Sole 24 Ore, 30 settembre 2008.

PLATERO MARIO

*Rivoluzione a Wall Street: Lehman in fallimento, fusione Merrill-BoA, tensione sui mercati*, 15 settembre 2008;

*Il salvataggio di AIG evita l'apocalisse sui mercati*, Il Sole 24 Ore, 17 settembre 2008;

*Battaglia legale tra Citigroup e Wells Fargo: un giudice congela l'acquisto Wachovia*, Il sole 24 Ore, 5 ottobre 2008;

*Wachovia, la Fed arbitro fra Citigroup e Wells Fargo & Wachovia, Citi chiede 60 miliardi di danni*, Il Sole 24 Ore, 6 ottobre 2008.

RAMPINI FEDERICO

*Fannie Mae e Freddie Mac. Si allarga la crisi dei mutui*, la Repubblica, 12 luglio 2008.

RIOLFI WALTER

*Gli hedge ora speculano sui mutui*, Il Sole 24 Ore, 19 agosto 2006.

VALSANIA MARCO

*Derivati, AIG scuote Wall Street*, Il Sole 24 Ore, 12 febbraio 2008;

*USA: fallisce la IndyMac Bank. Si aggrava la crisi finanziaria*, Il Sole 24 Ore, 12 luglio 2008;

*AIG vende per evitare il collasso, -40% a Wall Street*, Il Sole 24 Ore, 15 settembre 2008;

*La Fed rivoluziona Goldman Sachs e Morgan Stanley: diventano banche commerciali*, Il Sole 24 Ore, 22 settembre 2008;

*Citigroup salva Wachovia*, Il Sole 24 Ore, 30 settembre 2008;





