

Too big to fail: Storia di una crisi

Enrico Fleres

Marzo 2011

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

Too Big to fail

Storia di una crisi

Premessa

1.1

15 Settembre 2008, *Lehman Brothers*, colosso finanziario da 158 anni, presenta richiesta di ammissione al Chapter 11, bancarotta, con un'esposizione debitoria da 613 miliardi di dollari.

Come si è arrivati a questo punto? Andrew Ross Sorkin, editorialista del New York Times, tenta di spiegarlo nel suo libro, "*Too big to fail*", un saggio che ripercorre le vicende finanziarie di *Wall Street* dal 2006, quando il mercato creditizio diede i primi segni di sofferenza, fino al 2008, anno del collasso di un settore, l'intermediazione finanziaria, che ha reso grande gli Stati Uniti.

I fattori che hanno contribuito alla esplosione della crisi sono molteplici: politica, ingegneria finanziaria, sfiducia degli investitori, vendite allo scoperto e vari altri ancora; si tenterà in questa nota di analizzare gli aspetti maggiormente rilevanti, nel tentativo di tracciare una panoramica sul mondo della finanza, in particolare quello americano.

1.2

Per comprendere nel migliore dei modi ciò che è avvenuto nel biennio 2006-2008, è opportuno ritornare alla *Wall Street* "pre-crisi", cuore pulsante di un'attività economica nettamente distinta dall'economia reale, dalla quale tuttavia si otteneva un reddito tale da far parlare di "età dell'oro della finanza". Nel 2006 le "*Big Five*", le cinque grandi società d'intermediazione finanziaria (in ordine di grandezza: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch,

Lehman Brothers, Bear Stearns) registrarono complessivamente utili per 265 miliardi; ma a quale prezzo?

Secondo l'analisi di Sorkin, queste società mantenevano una media d'indebitamento di 30 a 1, il loro metodo di sviluppo si basava infatti sul *leverage*, detto anche "leva finanziaria": aumentare la propria esposizione mediante prestiti incrociati, per poi reinvestire in operazioni ad alto rischio e lucrare sul differenziale tra interesse del debito ed interesse del capitale a sua volta prestato o investito.

Il sistema si dimostrò efficace finché tali rimasero anche i presupposti economici sui quali si basava: la solvenza della controparte.

Lo strumento finanziario è divenuto ormai una realtà talmente complessa da non rendere attendibili le voci di bilancio, che ne esprimono il valore. Ne è esempio il cdo: *collateralized debt obligation*, letteralmente "obbligazione garantita da debito"; è formato unendo decine o centinaia di obbligazioni a loro volta garantite da debiti individuali. L'enorme numero di debiti individuali sottostanti ai cdo rende di fatto impossibile soppesare i rischi di ciascuna obbligazione, ed è pertanto difficile per le agenzie di *rating* darne una valutazione corretta.

In passato la maggior parte delle banche d'affari non attribuiva un valore specifico in dollari a investimenti non liquidi: questi erano semplicemente valutati al prezzo cui erano stati acquistati, anziché stimarli al valore che avrebbero potuto avere ad una certa data. Se dalla vendita si otteneva un prezzo maggiore di quello d'acquisto si aveva un ricavo, altrimenti si registrava una perdita.

Il meccanismo, apparentemente perfetto, si inceppa nel 2007, con l'entrata in vigore di una nuova norma contabile, la Fas 157 (Financial Accounting Standard). Da allora, ogni banca in possesso di *assets* illiquidi, dovrà contabilizzarli alla stregua di titoli, pertanto con rivalutazioni periodiche secondo le fluttuazioni del mercato, cd. criterio del *mark-to-market*. Se il mercato degli *assets* sale, si dovrà registrare il nuovo valore nei libri contabili e "rivalutarlo" e, ovviamente, viceversa.

Le conseguenze derivanti dall'applicazione del Fas 157 sono le seguenti: il titolo e la sua variazione di valore sui mercati concorrono al complessivo valore della società, pertanto una giornata negativa per i mercati, pur non causando minusvalenze per società che si siano astenute dal vendere titoli, causa comunque una svalutazione del patrimonio immobilizzato, diminuendo di conseguenza il valore azionario dell'intera società.

Questo nuovo obbligo contabile, per quanto sia apparso d'impatto insignificante sulle grandi masse di titoli considerati sani da parte delle società detentrici, è stato in realtà uno dei discrimini tra società fallite e società sopravvissute: dalla *due diligence* operata da JP Morgan Chase sui libri di Aig (American International Group) risultò un "buco" di ben 9,5 miliardi di dollari, ammanco non derivante da operazioni sbagliate sul mercato, ma da una eccessiva fiducia nei propri *assets* da parte dei contabili del colosso delle assicurazioni finanziarie, i quali, mantennero il valore di tali strumenti finanziari pressoché intatto, nonostante la crisi creditizia stesse già falciando con l'insolvenza le centinaia di obbligazioni alla base dei titoli stessi.

1.3

Altro fattore chiave nella caduta delle grandi società finanziarie è stato il ruolo degli *hedge funds*, fondi d'investimento caratterizzati da una forte condotta speculativa e di rischio, in particolare quei fondi che nel 2008 praticarono la cd. "vendita allo scoperto".

Questo modus operandi si basa sul trarre profitto dalla discesa della lettera di un titolo (il valore di acquisto): gli *hedgies* (così chiamati con disprezzo dai grandi CEO di *Wall Street*) prendono a prestito titoli, per poi rivenderli in grosse quantità, saturarne il mercato e abbassarne la quotazione, supponiamo da 100 ad 80; fatto ciò riacquistano i titoli: il loro profitto deriva dallo *spread* tra prezzo di vendita e di riacquisto. La pericolosità di un siffatto modo di operare sui mercati risiede nel totale disinteresse dei fondi d'investimento per la salute del titolo stesso: trattandosi di operatori

speculativi tanto più la quotazione scende, tanto maggiore sarà per loro il guadagno nel riacquistarlo e riconsegnarlo all'originario proprietario. Ecco perché sono stati spesso definiti i “*piranha*” di borsa.

Questi operatori, insieme ai *rumours* scatenatisi sui mercati, hanno messo in ginocchio un gigante dopo l'altro: Bear Stearns, Lehman Brothers, Morgan Stanley, fino alla messa al bando del sistema della vendita allo scoperto da parte dei regolatori, terrorizzati dal rischio di un *black out* totale del sistema, prima in Inghilterra e solo successivamente negli Usa.

1.4

Ultimo fattore rilevante è stato il panico tra gli investitori: l'incertezza causata dalle contestazioni degli *hedge funds* relativamente alla verità del bilancio di Lehman causò un effetto domino sul mercato, raggiungendo in pochi giorni proporzioni apocalittiche.

Il panico, che seguì dopo le prime rivalutazioni in perdita, fu probabilmente sproporzionato rispetto alla situazione reale, ma moltissimi temevano che non chiudendo le proprie posizioni nei confronti dell'intermediario (banca d'affari), ne avrebbero poi visto crollare la struttura e sfumare ogni possibilità di recuperare dalla banca i capitali in transito, cristallizzati dalla procedura fallimentare (*Chapter 11*): rischio evitato in Lehman Inc. grazie alla lungimiranza del governo nel mantenere attiva l'azienda anche successivamente l'istanza di fallimento, al fine di smaltire le transazioni ancora in atto. Accortezza che invece non si ebbe da parte dei governi degli Stati dove erano situate le filiali europee ed asiatiche della società, così bloccando nella procedura fallimentare decine di miliardi degli investitori, causando loro perdite ingentissime se non il conseguente fallimento.

Storia della Crisi

2.1

Fino al 2006 *Wall Street* si sarebbe potuta ben definire l'orgoglio degli Stati Uniti.

Tra il 1995 ed il 2006 l'intermediazione finanziaria produce ogni anno un reddito quasi pari a quello realizzato dall'economia reale, impiega mezzo milione tra *traders*, banchieri e *dealers*; rende New York il cuore delle transazioni finanziarie mondiali.

Poche società si contendono il mercato: le *Big Five*, banche d'affari sviluppatesi con il boom delle carte commerciali e con le possibilità offerte dall'*investment banking*.

Tramite queste società si concludono ogni anno transazioni per diversi trilioni di dollari (miliardi di miliardi): le loro attività risultano estremamente interconnesse, tanto da prestarsi in tempo reale liquidità per poter continuare a sfruttare la leva finanziaria.

La loro ricchezza deriva dall'attività di speculazione su titoli ad alto rischio, spesso mutui immobiliari, rischio tuttavia diluito mediante la letterale "triturazione del titolo". Ogni società detiene *assets* di varia natura, alcuni a basso rischio, e pertanto a rendimento modesto, altri di forte speculazione, quindi con alti tassi di rendita; ognuno di questi titoli viene "spezzato", unito ad altri e venduto in pacchetti a tutti gli investitori disponibili, non solo istituti specializzati, ma anche fondi pensione comunali etc.; così i titoli tossici si sono diffusi nel mercato mobiliare, all'insaputa dei compratori, i quali acquistano attività troppo complesse per essere correttamente valutate, accontentandosi pertanto della rendita promessa.

A rendere tali titoli ancora più appetibili, attirando quindi anche gli investitori più prudenti, è il cd. "impacchettarli in carta da zucchero" (cito Jamie Dimon, Ceo di Jp Morgan): questi strumenti finanziari sono accompagnati dai cds, *credit default swap*, emessi dall'American International Group.

Aig è un colosso assicurativo americano (adesso nazionalizzato a causa dell'intervento di sostegno del governo). La divisione di investimenti mobiliari dell'Aig creò questi swap, scommesse sul fallimento o l'inadempienza del debitore, un accordo tra acquirente e venditore per mezzo del quale a fronte del pagamento di un premio periodico da parte del compratore, il venditore si impegna a pagare qualora il debito garantito risulti inadempiente o il debitore fallisca.

Ecco perché nessuno si preoccupò del reale rischio di questi investimenti: l'Aig era semplicemente *too big to fail*, i compratori avevano una inattaccabile garanzia sui titoli, inoltre nessuno reputava possibile una inadempienza sistematica, cosicché qualora un importante debitore fosse fallito, la liquidità sarebbe stata garantita dall'adempimento di milioni di altri. E' l'effetto domino, l'esplosione della bolla immobiliare, che nessuno attendeva tanto violenta, ad abbattere Aig, dai libri contabili della società risultò oltre un trilione di dollari in *assets*, nessuno seppe mai calcolare quanti di questi divennero illiquidi.

2.2

La prima a cadere fu Bear Stearns, la più piccola delle cinque.

La società aveva accumulato *assets* tossici per 32 miliardi, così, quando il mercato dei mutui ipotecari manifestò i primi segni di sofferenza, Bear ebbe una crisi di liquidità, mancanza di capitale liquido che poi risulterà essere elemento comune per tutte le banche d'affari coinvolte.

Nel 2006 alla Casa Bianca è insediata l'amministrazione repubblicana Bush, convinta fautrice del mercato libero, dove la moneta buona scaccia la cattiva, ostile ai salvataggi; nessuno utilizzerebbe i soldi del contribuente per salvare una società di speculazione, la parola d'ordine è: **rischio morale**.

Il termine “rischio morale” indica la tendenza, assolutamente umana, ma in questo caso dei mercati, di intraprendere nuovamente operazioni ad altissimo rischio, consci di un sicuro intervento di salvataggio del governo qualora si fosse rivelato necessario.

Affinché il collasso di Bear Stearns non destabilizzi ulteriormente i mercati, che già mostravano i primi segni di sofferenza (la Fed abbassò il tasso di sconto, l'interesse al quale prestava denaro alle altre banche, di mezzo punto), Fed e Tesoro organizzano un salvataggio orchestrato nel mondo privato.

Il 17 Marzo 2008, Jamie Dimon, Ceo di Jp Morgan Chase, una banca commerciale, pertanto con un'ampia base di depositi, acconsente al *merger* su Bear al prezzo nominale di 10 dollari ad azione, assumendo con la propria banca posizioni di rischio per 3 miliardi di dollari, mentre i restanti 29 sono garantiti dalla finestra di sconto della Fed, alla quale hanno diritto soltanto le banche commerciali e non quelle d'affari (come le *Big Five*).

Questo tipo di acquisizione privata, ma con l'accordo “sotterraneo” (garanzia ma non immissione di capitale pubblico) del governo, passa alla storia come “accordo alla Jamie”, e diventa immancabilmente un precedente scomodo per l'amministrazione americana.

2.2

Negli Usa esistono ancor oggi due società: Freddie Mac. e Fannie Mae, costituite da amministrazioni democratiche passate. I due enti furono creati con il compito di favorire l'acquisto di case da parte delle famiglie americane e vennero presto in possesso di oltre il 50% dei mutui ipotecari del paese.

Quando la bolla immobiliare esplose, le due società si ritrovarono oberate da *assets* tossici in quantità tale da non rendere possibile un salvataggio mediante cordata privata.

Tuttavia Fed e Tesoro, nelle persone di Ben Bernanke, presidente della Fed, Tim Geithner, governatore Fed di New York, pertanto influente quasi quanto il suo capo, e Hank Paulson, segretario del Tesoro ed ex Ceo di Goldman, dichiararono di non poter permettere il fallimento delle due società senza causare il panico sui mercati: gli investitori, infatti, avrebbero iniziato a cedere sui mercati i mutui ipotecari di cui erano in possesso, facendo precipitare il valore dei titoli, svalutando enormemente anche le banche d'affari di *Wall Street*, le quali con quei mutui hanno creato e distribuito i pacchetti finanziari, oltre a detenerne nel proprio patrimonio per decine di miliardi.

Il sistema finanziario risultò troppo interconnesso per permettere il crollo di un solo operatore senza che gli altri ne risentissero in modo esponenziale.

Nonostante le resistenze del *Senate Banking Committee*, roccaforte del pensiero liberal-repubblicano, e delle società stesse che non intendevano essere acquisite dallo Stato (i Ceo difendevano le posizioni degli azionisti, danneggiati da un prezzo di acquisto di un dollaro ad azione), il 6 Settembre 2008 il governo acquisì Freddie Mac e Fannie Mae mediante un'aggressiva immissione di capitale, garantendo quindi la solvenza dei mutui ipotecari, anche qui con i soldi del contribuente.

Sorkin non esprime un giudizio esplicito su tale scelta della politica americana, ma è probabile che questo ennesimo salvataggio fu l'ostacolo irremovibile per un sostegno governativo a Lehman.

2.3

Mentre il governo subiva gli attacchi dei repubblicani più intransigenti per il salvataggio dei colossi dei mutui, Lehman entrò in crisi di liquidità.

Il 17 Marzo 2008 la società dichiara utili trimestrali per 489 milioni di dollari, ma le entrate risultano in flessione del 57%; inoltre gli investitori accusarono di non aver correttamente dato esecuzione alla Fas 157, ossia aver ritenuto per buoni titoli con un valore di mercato effettivo molto minore.

Dick Fuld, Ceo di Lehman, dà inizio ad una raccolta di capitale su vasta scala: Lehman detiene già 12 miliardi liquidi in riserva, ma le fluttuazioni del mercato dimostrano già a marzo che potrebbero non essere sufficienti.

L'investitore corteggiato da Lehman è Warren Buffet, riconosciuto da tutti come il re degli investitori; un suo investimento non solo garantirebbe liquidità, ma soprattutto permetterebbe la spendita del suo nome, una garanzia per investitori minori, i quali farebbero affidamento sul suo "fiuto per gli affari".

Buffet offrì capitale per 4 miliardi in azioni privilegiate, con dividendo al 9% e *warrant* per l'acquisto di azioni Lehman a 40\$. Fu considerata, forse erroneamente, troppo onerosa: la società dovrebbe distribuire infatti 360 milioni annui, oltre all'obbligo (cd. *warrant put*) di riacquistare dietro richiesta le proprie azioni a 40 dollari l'una, mentre il titolo era all'epoca valutato 37\$ in rapida discesa.

L'aumento di capitale risulta essere infine di 4,5 miliardi, ottenuti da fondi sovrani e *hedge funds* già clienti Lehman, pertanto desiderosi di veder risalire il prezzo del titolo.

Contemporaneamente il governo inizia la ricerca di possibili acquirenti per la società. E' necessaria una grossa banca commerciale, con un'ampia base di liquidità, capace di far fronte ai debiti di Lehman; i concorrenti furono tre: Korean Development Bank, Bank of America, Barclays Capital.

Le ragioni per le quali nessuna offerta ebbe successo sono diverse, alcune di natura economica, altre di natura politica.

Iniziando da queste ultime, tutti e tre le concorrenti pretesero un “accordo alla Jamie”, ossia una garanzia statale sui titoli tossici.

Il governo, ai minimi storici di gradimento, non ebbe il coraggio di utilizzare ancora una volta i soldi dei cittadini per salvare quelli che per l'uomo comune non erano altro che manager strapagati.

Il tentativo del governo di favorire un approccio completamente privato all'acquisizione fallì.

La Kdb ritirò la propria offerta quando il senior management di Lehman pretese un premio per ogni azione acquistata ben superiore al valore di mercato dell'azione.

BoA rinunciò all'acquisto a causa del rifiuto di Jp Morgan di garantire i debiti Lehman senza il supporto dello Stato, la banca d'affari detiene *assets* per un valore troppo alto per essere acquisita senza supporto; il ritiro di Ken Lewis, Ceo di BoA fu mantenuto segreto per non favorire la posizione di Barclays nell'affare: se avesse avuto coscienza di esser rimasta sola, avrebbe potuto dettare condizioni più gravose, essendo rimasta l'unica alternativa al Chapter 11.

Per quanto l'amministrazione Bush voglia favorire l'ormai unico concorrente Barclays, non è tuttavia possibile aprire ad una Banca straniera, per quanto commerciale, la finestra di sconto della Fed.

Con il perdurare delle trattative, il 14 settembre 2008 si giunse ad una soluzione orchestrata insieme con i Ceo di *Wall Street*, analoga a quella adottata in Italia per la ristrutturazione di Alitalia: il modello *Good Bank – Bad Bank*.

Il piano prevede la scissione della società in due entità distinte; una *Newco*, alla quale saranno conferiti gli *assets* sani e i rami d'azienda ancora produttivi, sarà acquisita da Barclays senza gli oneri causati dai titoli tossici.

La restante parte, i titoli tossici e tutte le attività finanziarie in perdita, rimarranno invece alla seconda società, che sarà poi smontata lentamente, (evitando così di causare ulteriore panico tra gli investitori, avendo già messo al riparo i titoli pregiati) mediante un fallimento pilotato. Si costituirà infine un fondo di 100 miliardi per la copertura degli *assets* tossici, ottenuto mediante la partecipazione delle altre banche, d'affari e commerciali.

In ultimo, la borsa statunitense e quella di Londra operarono per una seduta straordinaria di due ore, al fine di dare alle altre società la possibilità di “tagliare i ponti” con la *bad bank*, circoscrivere le operazioni con essa mediante compensazioni finanziarie con gli altri clienti, evitare la creazione di un “buco nero” che avrebbe trascinato con sé enormi quantità di capitale.

Perché le banche coinvolte dovrebbero aiutare una concorrente, per giunta in un momento di grave crisi di liquidità?

A tutti è ormai chiaro che l'effetto domino da rischio sta per divenire realtà: il 9 Giugno 2008 Lehman annunciò una perdita di 2.8 miliardi, ma gli investitori, con una corretta valutazione degli *assets* tossici, ne denunciarono una reale di 5 miliardi.

La pressione dei venditori allo scoperto è fortissima; per ogni ora di apertura delle borse, Lehman perde milioni in svalutazione; numerosissimi investitori, preoccupati di rimanere impantanati in una procedura fallimentare, chiudono le proprie posizioni presso la banca, causandole ulteriori perdite dovute ai riscatti.

Ma il panico rischia di non travolgere soltanto Lehman. Immaginando una struttura piramidale più operatori cadono, maggiore sarà la pressione sui rimanenti: Merrill Lynch fu acquisita nello spazio di 36 ore, Morgan Stanley ottenne il finanziamento da 9 miliardi a 4 ore dalla dichiarazione di bancarotta.

Lehman costituisce per i Ceo di *Wall Street* una diga, salvarla significa salvare il sistema.

Per quanto il piano raccolga un vasto consenso, l'*Authority* per i servizi finanziari inglese, l'equivalente della Sec, si oppose, non concedendo l'autorizzazione a Barclays per l'acquisizione: i regolatori britannici temettero il contagio della più grande banca inglese da parte dei titoli tossici.

A nulla servirono le pressioni di Paulson e Cox, capo della Sec, su Mc Carty presidente dell'*Authority*; non fu possibile ricevere le autorizzazioni nelle 8 ore rimanenti prima della apertura dei mercati asiatici, l'ultima finestra temporale a disposizione di Lehman prima di esser costretta a presentare istanza di fallimento.

L'estremo tentativo di smuovere i britannici dalle loro posizioni, una telefonata tra Paulson e Darling, Ministro del Tesoro britannico, si risolse con un nulla di fatto.

Il 15 settembre 2008, il consiglio di amministrazione di Lehman, in seduta straordinaria, riceve l'ordine dal governo di avanzare istanza di fallimento e la mozione è approvata all'unanimità.

L'applicazione del Chapter 11 ad un'istituzione finanziaria di tali dimensioni comporta seri problemi applicativi, primo fra tutti il destino delle filiali asiatiche ed europee della società.

Il Tesoro americano dispose con lungimiranza la continuazione delle transazioni richieste dai clienti Lehman, così da "svuotare" la società dai capitali dei clienti, senza impantantarli in una procedura concorsuale, che si preannunciava estremamente complessa.

Non fu così per le sedi distaccate della società, dove i capitali dei clienti in transito rimasero bloccati all'interno dei conti di Lehman, spesso a causa del diverso fuso orario tra New York, Londra e Pechino. Ciò ebbe effetti devastanti sia per gli operatori esteri della

holding, i quali ritrovarono le loro posizioni attive decurtate fortemente ancora prima dell'apertura dei mercati asiatici, ma soprattutto per il mercato, dove gli investitori raddoppiarono gli sforzi per chiudere le proprie posizioni presso le banche d'affari rimaste (Goldman, Morgan Stanley, Merrill Lynch) causando un inarrestabile flusso di capitale in uscita dalle medesime.

La vicenda Lehman ha, almeno per parte dei suoi dipendenti, un lieto fine.

A poche ore dalla prima udienza presso il giudice fallimentare, Bob Diamond, Ceo di Barclays Capital, riuscì a convincere i propri regolatori dell'opportunità di acquisire la *good bank*, che fu ceduta ad un prezzo irrisorio nonostante le proteste dei creditori, ai quali rimase un cumulo di titoli tossici assolutamente illiquidabili (la *bad bank*).

2.4

Mentre Lehman lotta con tutte le sue forze per rimanere in piedi, Merrill Lynch e Morgan Stanley accusarono una crisi di liquidità preoccupante.

Ciò non avrebbe causato eccessivo timore, se il panico non fosse stato ormai padrone del mercato attirando ogni istituto in un vortice di perdite.

Pur avendo ben più fondi liquidi della concorrente Lehman, anche Merrill si trova sotto l'attacco dei venditori allo scoperto, con perdite enormi, tali da prospettare il fallimento come questione di giorni.

Dopo una serie di tentativi di raccolta di capitale da parte della banca, Ken Lewis, Ceo di Bank of America, avendo già rinunciato alla prospettiva di acquisire Lehman, accetta invece il *merger* su

Merrill, ottenendo così una solida attività di *broker-dealer* ancora mancante nella seconda banca commerciale più importanti del paese.

Morgan Stanley invece intraprese una via diversa: scelse di “auto salvarsi”.

In accordo con Lloyd Blankfein, Ceo di Goldman ed autore della proposta, le uniche due istituzioni finanziarie ancora in piedi decisero di trasformarsi in una banca commerciale, così da godere della finestra di sconto della Fed, capitale in quantità praticamente illimitata. Per tale operazione straordinaria è però richiesta la presenza di una solida base di depositi, tale da convincere i regolatori delle banche commerciali, la Fed, a concedere l'autorizzazione per la conversione dell'azienda e ad ammettere le due società alla finestra di sconto.

Goldman non ebbe particolari problemi in merito, le sue posizioni non erano ancora state intaccate dal panico dei mercati, nonostante la crisi di liquidità alle porte, non ancora sufficientemente incisiva da ostacolare l'operazione. La società risultante dalla trasformazione è presentata come “*Fortress Goldman*”, il più grande istituto di intermediazione mobiliare al mondo con garanzia illimitata da parte dei fondi statali, un titano impareggiabile.

Morgan Stanley trovò ostacoli molto più rilevanti sul cammino.

Tim Geithner, governatore Fed di New York, dichiara infatti che non avrebbe ammesso la nuova banca alla finestra di sconto con un tale stato patrimoniale: la società dovrà aumentare sensibilmente il capitale per poter ottenere quanto desiderato.

Raccogliere capitale mentre il panico regna sovrano in ogni mercato di capitali del mondo apparse come una sfida impossibile, l'unico mercato ancora disponibile risultò essere quello cinese, così mentre MS tratta un accordo con i coreani della Mitsubishi UFJ Ltd., Paulson chiama direttamente Hu Jin Tao, presidente cinese, per ottenere pressioni sul *China Investment Corporation*, il primo fondo

sovrano cinese, per un'immissione di capitale a fronte di azioni privilegiate e la garanzia del governo americano.

A sole 7 ore dall'apertura dei mercati asiatici, dopo la quale i mercati avrebbero prosciugato definitivamente le risorse di MS, condannandola al fallimento, i coreani della Mitsubishi firmano un assegno (in Corea era giorno di festa nazionale) da 9 miliardi di dollari, salvando Morgan Stanley, la quale può annunciare la trasformazione e l'ammissione alla finestra di sconto appena prima dell'apertura dei mercati.

2.5

In questo sistema di fallimenti o inadempimenti a catena, l'*American International Group* si trovò letteralmente travolto.

Quasi la totalità di detentori di cds richiesero il premio assicurativo; è necessario un salvataggio governativo per una cifra che, ancor oggi, non è facile stabilire.

La prima iniezione di capitale è di 85 miliardi di dollari, ne seguono altre due ufficiali per una somma complessiva di 195 miliardi.

Nonostante l'enorme onere economico da sostenere, il Congresso accettò l'operazione; la prospettiva alternativa è permettere il crollo di Aig ed attendere il *black out* dei mercati di capitale: con un valore patrimoniale di un trilione di dollari, ogni detentore di titoli assicurati da Aig tenterebbe di venderli prima della scomparsa di ogni loro valore, trascinando i mercati in un vortice negativo, un vero e proprio buco nero.

2.6

L'ultimo atto di questa crisi narrato dall'autore è il Tarp, *Troubled Asset Relief Program*.

Il governo americano prende atto della necessità di un intervento su vasta scala, e sviluppò un progetto già abbozzato nel 2006, "*Break Glass*", Rompere il Vetro; nonostante i salvataggi infatti, i mercati appaiono ancora instabili, con indici fortemente negativi.

Per quanto gli istituti finanziari siano nuovamente in grado di adempiere le proprie obbligazioni, il mercato è ancora saturo a causa dei titoli tossici, risultando necessaria una bonifica.

Il disegno di legge contenente il Tarp fu approvato solo in seconda votazione; gli Stati Uniti misero a disposizione di Tesoro e Fed 700 miliardi di dollari per l'acquisto di titoli tossici, così da sanare il mercato ed i bilanci degli operatori economici.

Tale piano, denominato poi Tarp 1, ricevette fortissime critiche sia da parte dei democratici, sia da *Wall Street* stessa. Entrambe le parti muovono la stessa obiezione: come si valuteranno gli *assets* illiquidi? Il forte rischio denunciato dagli oppositori al piano risiede nel tentativo delle società di cedere al governo gli *assets* al prezzo iscritto in bilancio, valore assolutamente virtuale data l'assoluta illiquidità dei titoli stessi. Se il governo accettasse supinamente una siffatta logica, si assisterebbe ad un'imbarazzante donazione governativa a società che hanno rischiato oltre l'ammissibile, essendo tra l'altro palese l'insufficienza della cifra messa a disposizione.

Con i settecento miliardi già a disposizione ed un piano rivelatosi insufficiente, il Tesoro elaborò Tarp 2.

Il piano stavolta prevede una iniezione di capitale governativo nelle maggiori società di *Wall Street*: poiché non è attuabile una bonifica

da parte del governo, Tarp 2 rende le società capaci di risanarsi da sé, con il sostegno economico del governo.

Affinché l'accettazione del danaro governativo non fosse sintomo di debolezza strutturale, con conseguente sfiducia dei mercati, la Fed obbligò i maggiori operatori del mercato ad accettare il finanziamento, indipendentemente dalla necessità di questo: ciò comportò un dispendio di risorse, ma non avrebbe dato adito ad ulteriore panico sui mercati.

Le banche coinvolte da Tarp 2 con i rispettivi finanziamenti furono: Bank of America con 25 miliardi, Citigroup con 25 miliardi, Goldman Sachs con 10 miliardi, JP Morgan con 25 miliardi, Morgan Stanley con 10 miliardi, State Street con 10 miliardi, Wells Fargo con 25 miliardi.

Il mercato reagì bene ad una così massiccia iniezione di liquidità, la spirale negativa rallentò, i titoli si stabilizzarono, *Wall Street* tornò gradualmente a produrre ricchezza, ma il danno sull'economia reale rimase immenso, la contrazione del credito non lasciò scampo nel settore della produzione, causando centinaia di fallimenti a catena ed un tasso di disoccupazione in aumento costante.

Postilla

Due questioni irrisolte: la gestione del rischio, il rapporto tra politica e l'assunto too big to fail.

3.1

A tre anni dalla bancarotta di Lehman è forse possibile dare un giudizio sul perché la crisi prese tutti alla sprovvista.

Dagli anni '90 fino al 2006 si è assistito a fenomeni generalizzati di *deregulation*, sulla base della convinzione dell'equazione "meno regole = più competitività".

Se i regolatori avessero posto regole più ferree sulla gestione del rischio ma soprattutto un più rigoroso rapporto tra capitale di rischio e capitale di debito impiegato, probabilmente si sarebbe risentito in minor misura di un periodo di stagnazione; saremmo forse riusciti a circoscrivere il rischio sistemico, poiché istituzioni finanziarie solide hanno maggiori possibilità di sopravvivenza rispetto a società che si alimentano mediante finanziamenti a breve termine.

Nonostante le terribili conseguenze che ancora frenano la ripresa, non si registrano incisive riforme per i mercati finanziari: il timore di rendere meno competitive le proprie imprese frena ogni legislatore; non è più possibile concepire un sistema di regolamentazione statale, né si dimostra sufficiente un sistema europeo. Avendo il circuito finanziario dimensioni ormai globali, la regolamentazione non può che aver la medesima dimensione: principi comuni che non permettano ai capitali di fuggire dove la speculazione irresponsabile sia ancora permessa, evitando così una insana concorrenza di delegificazione tra Stati.

3.2

La crisi ha dimostrato una tendenza irreversibile dei mercati: l'integrazione dei sistemi.

Questo fattore vincola le scelte di ogni governo, il quale non può più permettersi di astenersi da un salvataggio senza scatenare contraccolpi a livello globale.

Il principio del *too big to fail* non è mai stato così attuale. Nel 2011 sono molti a ritenere un errore l'aver lasciato fallire Lehman: lo stesso Paulson lo ha ammesso; persino il Congresso americano, sdegnato per le conseguenze del rischio morale, non ha potuto astenersi dall'intervento nei mercati. Con il senno di poi, un approccio alla crisi in puro stile *liberal* (lasciar fallire, il mercato ricostruirà), avrebbe causato un azzeramento dei progressi economici degli ultimi venti anni, lasciando un mercato esausto, una base monetaria depauperata, una disoccupazione a livelli vertiginosi.

Enrico Fleres