

La crisi finanziaria del 2008: una prospettiva storica

Momigliano Lecture 2009

Youssef Cassis

YOUSSEF CASSIS è professore di *Storia Economica e Sociale* all'Università di Ginevra (Svizzera) e *Visiting Research Fellow* in Storia Finanziaria alla London School of Economics and Political Science. È stato cofondatore della "Financial History Review" (Cambridge University Press) e presidente dell'EBHA (European Business History Association). È membro del comitato di redazione delle riviste "Contemporary European History. Entreprises et Histoire" ed "Enterprise and Society", ed è responsabile del programma di ricerca europeo "The Performance of European Business in the Twentieth Century".

Oggetto dei suoi interessi sono, prevalentemente, la storia delle imprese e del mondo degli affari nonché

la storia bancaria e finanziaria, temi ai quali ha dedicato: *City Bankers, 1890-1914* (Cambridge University Press, 1994); *Finance and Financiers in European History 1880-1960* (ed., Cambridge University Press, 1992); *The Evolution of Financial Institutions and Markets in Twentieth Century Europe* (con G.D. Feldman e U. Olsson, Scholar Press, 1994); *European Banks and the American Challenge. Competition and Cooperation in International Banking under Bretton Woods* (con S. Battilossi, Oxford University Press, 2002) e *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres 1780-2006* (Cambridge University Press, 2006; trad. it. *Le capitali della finanza. Uomini e città protagonisti della storia economica*, Brioschi Editore).

È per me un grandissimo onore essere stato invitato a tenere la Lezione Momigliano 2009. Desidero per questo ringraziare l'IC-SIM e, in particolare, il mio amico di lunga data Franco Amatori, per avermi rivolto questo invito. Si tratta a tutti gli effetti di una conferenza prestigiosa, che è stata tenuta in passato da studiosi di gran lunga più prestigiosi di quanto lo possa essere io. Spero quindi di fare onore a questa tradizione.

Il titolo del mio intervento è il seguente: “La crisi finanziaria del 2008: una prospettiva storica”. In qualità di storico della finanza, e date le circostanze attuali, ho ritenuto che la scelta di questo argomento fosse piuttosto ovvia.

Fin dai primi momenti della crisi, quasi un anno fa, la richiesta di contenuti storici ha visto un aumento crescente, più di quanto abbia mai potuto assistere nel corso della mia carriera. In quali termini la crisi attuale può essere paragonata alle crisi precedenti, specialmente a quella del 1929? Quali sviluppi possiamo attenderci alla luce delle esperienze passate? Raccogliendo le spiegazioni che vengono di volta in volta formulate nella foga del momento, ma con la cautela dettata dalla loro conoscenza degli eventi passati, gli storici sono in grado di trovare una risposta a tali interrogativi e di riflettere sul tempo presente.

In ogni modo, agli storici è necessario avere anche una certa cognizione di causa, nonché fonti a cui affidarsi, al fine di formulare un giudizio e stilare una sorta di bilancio. In altre parole, l'avvenimento di cui intendono occuparsi deve essersi concluso. Si può dire che la crisi finanziaria del 2008 sia giunta al termine? In apparenza sì, per quanto nulla possa essere dato per scontato. Oltretutto, è d'obbligo una distinzione tra la crisi *finanziaria* e la crisi *economica*, la quale è lungi dall'essersi totalmente esaurita. Si consideri inoltre che se la recessione si tramutasse in una profonda depressione, a quel punto le banche si troverebbero esposte a problemi potenzialmente gravi.

La crisi finanziaria del periodo 2007-2008

La distinzione tra crisi economica e crisi finanziaria è importante, poiché consente di definire in modo chiaro l'ambito en-

tro cui circoscrivere il presente intervento, nel quale ci occuperemo della crisi acuta (si potrebbe addirittura parlare di panico) che seguì il crollo della *Lehman Brothers* il giorno 15 settembre 2008. Ovviamente, l'inizio della crisi finanziaria risale a qualche tempo prima, vale a dire all'estate del 2007. Il 9 agosto di quell'anno, l'istituto di credito *BNP Paribas* sospese tre dei suoi fondi di investimento. La banca francese addusse come spiegazione l'impossibilità di determinare adeguatamente il valore delle relative attività patrimoniali, segnando con questo annuncio l'inizio della stretta creditizia: le banche divennero sempre più riluttanti, qualora ve ne fosse stata la possibilità, a concedere prestiti interbancari.

Come tutti sanno, la causa di questo congelamento del mercato dei prestiti interbancari è da ricercare nella crisi del mercato ipotecario statunitense (con i cosiddetti mutui *subprime*). Fin dalla metà degli anni Novanta, negli USA il mercato degli immobili residenziali aveva goduto di una crescita enorme, alimentata anche dai bassi tassi di interesse. Tra il 1995 e il 2006, i prezzi degli immobili erano più che raddoppiati fino a quando, a seguito di un periodo di due anni durante i quali i tassi di interesse continuavano a crescere, alla fine la bolla esplose, con un conseguente strascico di inadempienze sui mutui. Il crollo del mercato degli immobili residenziali fu reso ancora più grave da due fattori correlati tra loro: da una parte, vi erano i beneficiari di questi mutui che presentavano un bassissimo livello di credito e un elevato livello di indebitamento; dall'altra parte, si assisteva alla cartolarizzazione di tale debito, che veniva convertito in titoli chiamati MBS (dalla denominazione inglese *mortgage-backed securities*, ovvero obbligazioni basate sui mutui immobiliari), il cui valore ebbe un'impennata nei primi anni del ventunesimo secolo.

Quanto è successo in seguito, è cosa a noi nota. Le perdite registrate dagli istituti bancari aumentavano in modo allarmante: nel mese di maggio del 2008, a partire dal gennaio dell'anno precedente, la stima delle svalutazioni patrimoniali e delle perdite sui crediti, ivi comprese le riserve predisposte per i crediti inesigibili, presso le maggiori cento banche e società finanziarie del mondo raggiunse quota 380 miliardi di dollari. Erano le banche leader a soffrire le perdite più pesanti: in cima alla classifica

si collocava *Citigroup* con 43 miliardi di dollari, seguita da *UBS* (39 miliardi) e *Merrill Lynch* (37 miliardi); in tutti e tre i casi, gli amministratori delegati dei tre istituti (Chuck Prince, Stan O'Neal e Marcel Ospel) furono sostituiti entro la primavera del 2008. Nel mese di settembre del 2007, per la prima volta dopo oltre un secolo nella storia degli istituti di credito del Regno Unito, fu possibile assistere a un vero e proprio assalto agli sportelli di una banca britannica, la *Northern Rock*, un datore di ipoteca poi nazionalizzato pochi mesi più tardi. Le difficoltà in cui versava un altro istituto bancario lanciarono al mercato segnali ancor più allarmanti: *Bear Stearns*, la quinta banca di investimento più grande di *Wall Street*, fu assorbita da *JP Morgan Chase* il 17 marzo del 2008 con l'appoggio della *Federal Reserve*. Il suo valore di mercato era sceso da 18 miliardi di dollari nel mese di aprile 2007 a 3,5 miliardi il 14 marzo 2008, fino a precipitare a soli 240 milioni di dollari tre giorni più tardi.

I segnali di allerta sul rischio di una grave recessione si facevano sempre più assordanti e le banche centrali continuavano a pompare liquidità nel sistema. Di fronte alle svalutazioni galoppanti, le banche tentarono di rafforzare la loro posizione con un aumento del capitale, puntando soprattutto sui fondi sovrani nel continente asiatico e in Medio Oriente. Entro il mese di agosto 2008, *Citigroup* aveva raccolto quasi cinquanta miliardi di dollari, *Merrill Lynch* e *UBS* erano quasi arrivate a quota trenta miliardi di dollari, mentre la *Royal Bank of Scotland* e la *Bank of America* avevano raccolto oltre venti miliardi di dollari.

Tali somme si dimostrarono totalmente insufficienti nel momento in cui la vicenda parve volgere al peggio alla fine dell'estate del 2008. Il 7 settembre, le due società di finanziamento *Freddie Mac* e *Fannie Mae* furono acquisite dal governo statunitense. Le due società possedevano o garantivano un debito di cinquemila miliardi di dollari, quasi la metà del mercato creditizio nazionale, e si riteneva che l'eventuale fallimento dell'una o dell'altra rappresentasse un rischio eccessivo per i mercati finanziari degli USA e del mondo intero. Una diversa considerazione spettò invece al caso della *Lehman Brothers*, la quarta banca di investimento negli USA, la quale presentò ufficialmente una richiesta di protezione da fallimento il 15 set-

tembre. Nello stesso giorno, *Merrill Lynch*, uno dei tre “giganti” tra le banche di investimento di *Wall Street*, annunciò di aver siglato un accordo per la sua acquisizione da parte della *Bank of America*.

Il crollo della *Lehman Brothers* segnò un vero e proprio punto di svolta, ovvero il passaggio da una contrazione grave a una crisi acuta, oppure dalla crisi al panico. L'intero sistema bancario si trovava infettato da centinaia di miliardi di titoli, non solo i cosiddetti MBS, ma tutti i tipi di prodotti strutturati, quali i titoli garantiti ABS (dall'inglese *asset backed securities*), CDO (*collateralized debt obligations*) e CDS (*credit default swaps*), oramai praticamente svuotati di qualsiasi valore. Nessun istituto, quale che fosse la sua dimensione e reputazione, sembrava potesse mantenersi solido e sicuro, così come sembrava che altre grandi banche potessero essere lasciate cadere. In realtà questa ipotesi non si è poi concretizzata, fatta eccezione per il caso *Lehman Brothers*, la sola grande vittima di tutta questa vicenda. Furono i governi ad entrare in campo per il salvataggio diretto degli istituti di credito e per evitare il collasso del sistema finanziario, in un clima in cui circolavano voci sempre più insistenti sulla “nazionalizzazione” delle banche. Il 16 settembre fu il turno del gruppo *AIG* (*American International Group*): la compagnia assicurativa più grande al mondo fu salvata dalla *Federal Reserve* con un prestito da 85 miliardi di dollari e l'assunzione di una quota di partecipazione dell'ottanta per cento nel controllo della compagnia. Nei mesi a seguire, oltre trenta istituti bancari in Europa e in America, fra cui *HBOS* e *RBS* in Gran Bretagna, *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley* e *Citigroup* negli USA, *Commerzbank* in Germania e *UBS* in Svizzera, per citare solo i nomi più conosciuti, furono salvati in diversi modi dai rispettivi governi, solitamente per mezzo di prestiti diretti o grazie all'apporto di capitale proprio. L'intervento statale ha dimostrato di essere piuttosto efficiente e a partire dai primi mesi del 2009 la fase acuta della crisi finanziaria sembrerebbe essersi conclusa.

Paralleli storici

Per poter affrontare da una prospettiva storica gli avvenimen-

ti che si sono verificati tra il 2007 e il 2008, è necessario fissare dei termini di paragone spazio-temporali significativi, cosicché i confronti ottenuti risultino essere sensati. La prima osservazione da considerare in merito alla crisi finanziaria del 2008 è che si è trattato di una *crisi bancaria* (diversa cioè da una crisi del mercato dei valori o da una crisi monetaria). La seconda osservazione è che si è trattato di una *crisi globale*, la quale ha avuto inizio in alcuni paesi che detengono un ruolo centrale, primi fra tutti gli Stati Uniti, anziché in paesi posti più al margine, come era avvenuto invece in occasione di crisi “gemelle”, bancarie e monetarie, che hanno colpito soprattutto i mercati emergenti nel corso degli ultimi due decenni. Infine, nonostante possa sembrare un’osservazione futile, si è trattato di una *crisi molto grave*, specialmente in termini di rischi sistemici.

Sono questi i tre elementi che considereremo come punto di partenza per tracciare dei paralleli storici: la crisi bancaria, il peso dei paesi con un ruolo centrale e i rischi sistemici. Una tale prospettiva ci consente di identificare tre precedenti storici: il panico finanziario dell’agosto del 1914; le crisi bancarie collegate alla Grande Depressione degli anni Trenta; la crisi debitoria dei primi anni Ottanta.

Si consideri anzitutto il panico finanziario dell’agosto del 1914, allo scoppio della prima Guerra Mondiale. Nel corso degli ultimi giorni di luglio e nei primi giorni di agosto del 1914, le voci sempre più insistenti sulla guerra e il successivo scoppio delle ostilità fecero precipitare tutti i centri finanziari in una profonda crisi. Il crollo delle borse, l’innalzamento dei tassi di interesse, il ritiro di fondi dalle banche e, conseguentemente, le richieste da parte delle banche affinché i prestiti fossero estinti, a cui si aggiunse il rischio di mancato pagamento, costituirono tutto un insieme di eventi che minacciavano di innescare una serie di fallimenti e paralizzare l’intero meccanismo creditizio. Solamente grazie alla messa in campo di misure eccezionali, con le quali si chiedeva l’intervento dello Stato, fu possibile ottenere una ripresa degli affari, in condizioni che pochi all’epoca immaginavano sarebbero durate più a lungo di un paio di mesi.

La crisi di liquidità che colpì il quartiere della City a Londra, il

centro finanziario mondiale di allora, è particolarmente interessante dalla nostra prospettiva. In quel periodo, nel mercato dello sconto londinese circolavano effetti per un totale di 350 milioni di sterline (oggi equivalenti a oltre sessanta miliardi di sterline a parità di acquisto) che avrebbero dovuto essere pagati alla scadenza, ovvero nel giro di un trimestre. Eppure, a causa dello scoppio del conflitto, un buon terzo di queste cambiali (all'incirca 120 milioni di sterline), i cui traenti si trovavano da quel momento in campo nemico, sarebbe probabilmente rimasto scoperto, costringendo quindi gli accettanti ad onorare la garanzia che avevano dato ai possessori di tali effetti. Tuttavia, tali accettanti, cioè le banche di investimento londinesi, non erano in grado di farlo, poiché le loro risorse ammontavano a soli venti milioni di sterline. L'enorme patrimonio delle banche commerciali sui cui si fondava l'intera struttura era a rischio di congelamento. La catastrofe fu evitata grazie all'intervento congiunto della *Bank of England*, delle banche commerciali e del governo: tra i vari provvedimenti, una moratoria sull'estinzione del debito fu annunciata il 2 agosto 1914, mentre la banca centrale fornì la liquidità necessaria a mantenere in funzionamento il sistema.

Quando si parla della crisi attuale, tracciare un parallelo con la Grande Depressione è d'obbligo. Ma è giusto affermare che il 2008 sia stato una replica di quanto avvenne nel 1929? La risposta non è così immediata. Il 1929 si compose di tre shock correlati tra loro: il crollo della borsa nell'ottobre del 1929, una serie di crisi bancarie avvenute, a seconda dei paesi, tra il 1931 e il 1934, e una depressione che si estese, sempre a seconda dei vari paesi, fino al volgere degli anni Trenta. Nel caso del 2008, il principale shock ha riguardato la crisi bancaria globale, mentre permangono alcune incertezze rispetto alla profondità e alla durata della crisi economica. Vi sono inoltre differenze riguardo alla causalità: nel 1929 il segnale che fece precipitare la crisi fu il crollo della borsa, mentre nel 2008 si è assistito al collasso, o quasi, delle banche. Nel 1929 le crisi bancarie furono provocate dalla depressione economica, mentre nel 2008 è stata la crisi bancaria ad aprire la strada ad una profonda recessione. La principale causa della depressione del 1929 va ricercata nelle politiche monetarie restrittive, mentre nel 2008 il

mondo è stato forse risparmiato dalla depressione grazie a politiche fiscali efficaci.

La crisi bancaria del 1931 in Germania presenta, più nel suo decorso che nelle cause, il maggior grado di somiglianza con quanto è successo nel settembre del 2008. Il 13 luglio 1931, la *Danat Bank*, una delle più grandi banche del paese, fu costretta a chiudere i battenti a seguito del forte indebolimento subito per il crollo della *Nordwolle*, una grande impresa tessile. Questo fatto provocò tra i risparmiatori una corsa agli sportelli di altre banche, le quali decisero di rimborsare soltanto il 20 per cento delle somme che i clienti intendevano ritirare. In altre parole, fu decisa una sospensione dei pagamenti. Quali furono le cause della crisi? Innanzitutto, le banche tedesche erano penalizzate dall'interruzione dei flussi di capitale estero verso la Germania, successivamente al crollo di *Wall Street* nel 1929. In secondo luogo, si trovavano a dover affrontare un ritiro massiccio di fondi esteri. Questo era dovuto, da un lato, al persistere della crisi, derivante in buona parte dalla politica deflazionistica del cancelliere Brüning; dall'altro lato, alle tensioni a livello internazionale, specialmente intorno al pagamento delle riparazioni. Infine, nel mese di luglio del 1931 non erano più in grado di ottenere rifinanziamento dalla *Reichsbank*, le cui riserve auree in valuta si erano ridotte a tal punto che la copertura aurea per la cartamoneta era scesa al di sotto del minimo statutario.

Fu il governo tedesco con il suo intervento a porre fine al panico. Disposò la chiusura immediata di tutti gli istituti bancari per due giorni, nel corso dei quali anche la *Dresdner Bank* dichiarò il suo fallimento, e il 15 luglio introdusse controlli sui cambi. Con il supporto statale, la *Reichsbank* istituì la *Akzept- und Garantiebanc* al fine di ottenere credito per banche commerciali e casse di risparmio. Inoltre, il governo avviò una profonda ristrutturazione, con cui si sfiorò praticamente la nazionalizzazione dei grandi istituti bancari, costringendo la *Dresdner Bank* e la *Danat Bank* a fondersi in un nuovo istituto, controllato al 91 per cento dallo Stato e dalla *Reichsbank*. Allo stesso tempo, le autorità finirono con l'entrare in possesso di oltre il 50 per cento del capitale proprio di *Commerzbank* e di circa il 35 per cento di quello della *Deutsche Bank*. A queste fusioni

seguì una riduzione di capitale proprio: nel caso della *Dresdner & Danat* si registrò una riduzione da 220 a 150 milioni di *Reichsmark*, mentre nel caso della *Deutsche Bank* il calo fu da 285 a 144 milioni.

La terza crisi che vale la pena considerare è la crisi debitoria del 1982. A partire dalla metà degli anni Settanta, fino agli inizi degli anni Ottanta, i movimenti di capitale internazionali erano stati dominati dal credito delle banche commerciali nei confronti dei paesi del terzo mondo. Si trattava dei prestiti bancari internazionali più consistenti, il cui ammontare era cresciuto da circa 40 miliardi di dollari nel 1975 a 160 miliardi nel 1980. Per quanto riguarda il debito estero dei paesi emergenti, esso passò da 126 miliardi di dollari nel 1975 a 455 miliardi nel 1982. Parallelamente, la quota di debito privato, composto in gran parte di prestiti bancari, era cresciuta dal 43 per cento al 56 per cento del totale.

Il ricorso diretto al mercato dei capitali divenne pertanto temporaneamente meno rilevante: i prestiti bancari, solitamente in forma di eurocrediti sindacati a tasso variabile, godevano di un chiaro vantaggio rispetto alle emissioni internazionali. Si trattava di un nuovo modo per trasferire capitali verso gli stati sovrani. Fino ad allora, e specialmente prima del 1914, le banche avevano svolto un ruolo da intermediari tra lo Stato mutuatario e il pubblico, facendo ricadere su quest'ultimo il rischio di qualsiasi eventuale inadempienza: i prestiti russi, considerati investimenti sicuri, ne sono stati un classico esempio. Questa volta però erano le banche a trovarsi esposte in prima linea. I loro crediti erano alimentati dai "petrodollari", in altre parole dai depositi dei paesi esportatori di petrolio, i cui proventi erano più che quadruplicati tra il 1974 e il 1980, successivamente ai due "shock petroliferi" del 1973 e del 1978. Tra il 1974 e il 1980 avevano accumulato 383 miliardi di dollari di patrimonio liquido, metà del quale era stato investito come depositi bancari a breve termine presso le principali banche statunitensi ed europee.

Il panico scoppiò nel 1982, anno in cui il Messico annunciò unilateralmente una moratoria di tre mesi sul pagamento del debito, scatenando una crisi debitoria che durò per tutti gli anni Ottanta. Diverse grandi banche, soprattutto statunitensi,

si trovarono esposte seriamente e rischiarono la bancarotta in caso di insolvenza, con rischi sistemici di paralisi e persino di collasso del sistema finanziario. Alle banche fu mossa l'accusa di svolgere una valutazione carente dei rischi, di presentare lacune di conoscenza storica e di "imporre" prestiti ai paesi del terzo mondo senza tener conto della loro capacità pagare gli interessi e di estinguerli. Eppure, sempre le banche erano state elogiate dalle autorità monetarie nazionali e internazionali per aver risolto brillantemente il problema degli squilibri internazionali provocati dall'impennata del prezzo del greggio. Ad ogni modo, era stata evitata una crisi bancaria di grande proporzioni, nonostante le banche avessero registrato perdite immense: nel 1987, la *Citibank* dichiarò le perdite più ingenti ad oggi nella storia degli istituti di credito, mettendo da parte tre miliardi di dollari come riserva per le perdite sui prestiti concessi a paesi i cui debiti richiedevano rifinanziamento. I paesi del terzo mondo, da parte loro, si trovarono penalizzati ancor più pesantemente con i programmi di austerità imposti dal FMI e gli standard di vita in caduta libera, una caduta che richiese oltre un decennio prima di essere arrestata.

Anatomia delle crisi finanziarie

Ogni crisi finanziaria presenta a un tempo caratteristiche peculiari e caratteristiche piuttosto omogenee. A questo proposito, la crisi del 2008 può essere ritenuta la più grave crisi finanziaria della storia. Mai prima d'ora si era assistito a un numero così consistente di banche leader, in così tanti paesi avanzati, trovarsi pressappoco allo stesso tempo in una situazione tale da richiedere l'intervento statale al fine di evitare il collasso.

La crisi finanziaria targata 2008 può inoltre essere considerata la prima crisi finanziaria davvero globale nella storia. È doveroso riconoscere che già nell'agosto del 1914 tutti i principali centri finanziari erano stati colpiti dal panico. Tuttavia, questo fu dovuto più che altro alla dimensione mondiale del conflitto, che non all'integrazione del mercato, per quanto nemmeno questo aspetto debba essere sottovalutato. Le crisi bancarie dei primi anni Trenta non avevano colpito tutti i paesi simul-

taneamente e alcuni di essi, primo fra tutti la Gran Bretagna, non ne erano stati per nulla toccati. La crisi del debito dei primi anni Ottanta è per certi versi paragonabile a quella attuale, non da ultimo per il numero di importanti istituti sotto minaccia, ma non fu mai altrettanto grave.

Come si potrebbe spiegare la gravità della crisi del 2008? Alcuni fattori riguardano i cambiamenti dell'economia mondiale, il passaggio a una società postindustriale, iniziata negli anni Ottanta e giunta a uno sviluppo straordinario dell'industria dei servizi in generale, e dei servizi finanziari in particolare. Altri fattori riguardano i livelli inauditi di globalizzazione, persino rispetto agli standard antecedenti il 1914. Se il rapporto tra investimenti esteri e PIL mondiale si attestava probabilmente al di sopra del 60 per cento nel 1900, lo stesso si collocava ben al di sopra del 100 per cento nel 2000.

La crisi finanziaria del 2008 non solo ha avuto luogo in un'economia globalizzata, ma si è pure verificata in un mondo finanziario in cui l'innovazione aveva assunto una nuova dimensione. L'arrivo quasi costante di nuovi prodotti finanziari a partire dalla metà degli anni Settanta può essere considerato un fenomeno senza precedenti nella storia. L'instabilità monetaria e la necessità di tutelarsi dalle fluttuazioni dei tassi di interesse e dei tassi di cambio sono stati incentivi notevoli. Tuttavia, i nuovi prodotti finanziari non avrebbero mai raggiunto un tale livello di complessità senza gli incredibili progressi compiuti nel mondo dell'informatica, da una parte, e senza l'applicazione delle evoluzioni teoriche in campo economico e finanziario sui mercati, dall'altra. Si considerino, per esempio, il contributo di Markowitz e Sharpe sul portafoglio efficiente che collega rischi e rendita; il lavoro di Modigliani e Miller sulle condizioni per cui il valore di un'impresa è indipendente dal suo rapporto di leva finanziaria; l'apporto di Fama sul mercato efficiente, in cui i prezzi riflettono perfettamente le informazioni a disposizione; e ancora, il contributo di Black, Scholes e Merton sul calcolo del valore dei derivati.

Le innovazioni finanziarie del tardo ventesimo secolo, per l'appunto la trasformazione delle prassi bancarie e finanziarie, sono racchiuse in ciò che è diventato noto come cartolarizzazione, ovvero la conversione del debito, e in particolar modo

dei prestiti, in titoli trasferibili. La novità di questo fenomeno risiede nel tipo di beni convertiti in titoli e nel tipo di prodotti finanziari che sono emersi da tale conversione, conosciuti come derivati, nel senso che il loro valore è derivato dal valore di un bene sottostante.

I mutui sono stati i primi tipi di debito ad essere convertiti in titoli o cartolarizzati. Aniché lasciarli nei loro libri contabili, la banche li hanno raggruppati, suddivisi e hanno emesso titoli coperti da questi prestiti (i cosiddetti MBS, *Mortgage-Backed Securities*, citati in precedenza), per poi venderli agli investitori, quali banche, compagnie assicurative, *hedge fund* e altre istituzioni finanziarie di tutto il mondo. Altri beni, in particolare il debito al consumo (polizze assicurative, finanziarie per l'acquisto di automobili, prestiti tramite carte di credito, prestiti per studenti e così via) sono stati a loro volta cartolarizzati sotto la denominazione generica di ABS (*Assets-Backed Securities*). Un terzo gruppo comprende beni cartolarizzati conosciuti come CDO (*Collateralized Debt Obligations*), basati principalmente su prestiti e obbligazioni di società. In questi anni sono stati sviluppati anche i derivati del credito, primi fra tutti i CDS (*Credit Default Swaps*), i quali offrono protezione dal rischio di inadempienza sul debito attraverso un contratto tra due parti, come se il venditore stesse garantendo il compratore in cambio del pagamento di una somma regolare. La cartolarizzazione del debito ha avuto una crescita straordinaria nel corso di questi anni. Negli USA, tra il 2000 e il 2006 le emissioni di ABS sono quadruplicate, passando da 337 miliardi a 1.250 miliardi di dollari; le emissioni di MBS non garantite da un'agenzia governativa (come *Fannie May* o *Freddie Mac*) sono cresciute da circa 100 miliardi a 773 miliardi di dollari sempre nello stesso periodo. Il valore nozionale dei CDS è aumentato da circa 600 miliardi di dollari nel 2001 a oltre 60.000 miliardi di dollari alla fine del 2007.

Alle innovazioni in campo finanziario è stata spesso attribuita la colpa delle crisi finanziarie. Nel suo famoso libro, intitolato *Il grande crollo*, John Kenneth Galbraith descrive le società di investimento come “il capolavoro di architettura speculativa degli ultimi venti anni”. Le società di investimento erano note in Gran Bretagna sin dagli anni Settanta del diciannovesimo

secolo, mentre la loro diffusione negli USA risale agli anni Venti del ventesimo secolo: da quaranta che erano prima del 1921, il loro numero raggiunse quota 770 entro il 1929, comprese le 591 fondate dopo il 1927. Tra il 1926 e il 1929, si passò da un patrimonio di un miliardo a sette miliardi di dollari. I loro sostenitori erano fundamentalmente società finanziarie o bancarie, dalle più rispettabili, come le principali banche di investimento e banche commerciali di *Wall Street*, fino alle più ambigue. Inoltre, furono istituiti potenti gruppi che riunivano diverse società di investimento. Nell'insieme, le società di investimento godevano di una cattiva reputazione, tale che l'incompetenza, l'avidità e la disonestà emergevano come le tre principali critiche mosse a loro sfavore. I principi operativi su cui si basavano (in sintesi, investimento collettivo e diversificazione del rischio) erano essenzialmente solidi. Tuttavia, l'applicazione pratica di tali principi lasciava spesso a desiderare, specie in riferimento alla struttura del loro capitale, che consentiva di effettuare investimenti ad alto "leveraggio".

Le innovazioni finanziarie sono un mezzo, non un fine. I nuovi prodotti finanziari possono amplificare gli effetti della speculazione, ma non possono esserne la causa. La situazione nei primi anni del ventunesimo secolo è forse da ritenere diversa per l'elevato grado di complessità e l'assoluta opacità dei nuovi prodotti derivati? Probabilmente no. Alcuni banchieri più attempati potrebbero aver capito poco di quanto stavano facendo, ma molti ne erano consapevoli, non da ultimi i matematici e i fisici altamente qualificati che hanno cominciato a muoversi nel mondo finanziario a partire dagli anni Ottanta. Lo stesso dicasi della convinzione del fatto che la complessità matematica dei nuovi strumenti finanziari li avesse resi meno rischiosi. In entrambi i casi, la mancanza di controllo e le pressioni orientate al raggiungimento di utili sempre maggiori hanno portato a livelli crescenti di assunzione del rischio, come è dimostrato dall'eccessivo leveraggio delle banche.

Bisogna ammettere che i tassi di interesse erano storicamente bassi, che c'era stata un'inondazione di liquidità nei mercati e che la ricerca di rendite maggiori aveva portato ad investire in attività rischiose. Due fattori correlati, in particolare, hanno contribuito alla situazione: uno di questi è stata la politica

monetaria accomodante delle banche centrali, soprattutto da parte della *Federal Reserve*. L'altro fattore ha interessato gli squilibri globali sempre più profondi tra paesi in eccedenza e paesi in deficit, con tassi di risparmio inopportunosamente elevati nei primi e un livello allarmante di indebitamento familiare nelle economie anglosassoni, nonché la creazione di cospicue riserve di valuta estera nei mercati emergenti, in gran parte investite in buoni del tesoro statunitensi. Un tale clima macroeconomico avrebbe senz'altro condotto a una crisi finanziaria, specialmente in compresenza di altre condizioni, quali la forte deregolamentazione dei mercati; una supervisione inadeguata, poiché le autorità di vigilanza riponevano una fiducia eccessiva nella capacità di auto-aggiustamento dei mercati; e un fallimento ancora maggiore da parte delle agenzie di *rating*, le quali si sono dimostrate incapaci di valutare adeguatamente i rischi collegati ai derivati.

Tutti questi fattori suggeriscono che la crisi del 2007-2008, quale che sia la sua peculiarità, ha mostrato il tipico andamento della crisi finanziaria identificato da Charles Kindleberger nel suo volume *Euforia e panico: storia delle crisi finanziarie*, sulla base di un modello creato per primo da Hyman Minsky. Si era verificato un chiaro “spostamento”, provocato dall'ondata di innovazioni finanziarie, con la creazione di nuove opportunità di guadagno. La bolla, nata nel 2002 e giunta a uno stadio di “euforia” nel 2007, era stata alimentata dai bassi tassi di interesse e da un eccesso di liquidità. A questo era seguito un periodo di “angoscia finanziaria”, tra i mesi di agosto 2007 e settembre 2008, quando gli investitori, consapevoli della crisi imminente, avevano cominciato a vendere pur essendo ancora tentati di comprare; per poi arrivare alla “crisi” stessa, precipitata a partire da un evento ben preciso, in questo caso il crollo della Lehman Brothers. Quando per un attimo la “repulsione” e il “discredito” avevano ingenerato i primi accenni di panico, questo fu prontamente soffocato dall'intervento del finanziatore dell'ultima spiaggia.

Il risultato della crisi

Riuscirà la crisi finanziaria del 2008 a distinguersi per la por-

tata delle sue conseguenze? Non spetta di certo a uno storico predire il futuro, però è proprio chi si occupa di storia che può forse partire da una posizione migliore rispetto ad altri nel tentativo di capire quali saranno le tendenze a lungo termine.

Gli effetti della crisi finanziaria sull'economia reale si sono fatti sentire velocemente. Il PIL è sceso del 2,0 per cento nell'area OCSE nel terzo trimestre del 2008, e del 2,1 per cento nel primo trimestre del 2009; la disoccupazione è aumentata dal 5,6 per cento nell'aprile del 2008 al 7,8 per cento nell'aprile del 2009. Queste tendenze sono paragonabili a quelle osservate negli anni 1929-1930. Tuttavia, in risposta e in netto contrasto con quanto avvenne nelle fasi iniziali della Grande Depressione, tutti i governi hanno introdotto, in diversi gradi, misure fiscali discrezionali al fine di rilanciare la domanda, portando così a un deterioramento dei rispettivi bilanci fiscali – una mossa, questa, alla quale è stato ampiamente riconosciuto di puntare nella giusta direzione e di evitare con buona probabilità che la recessione si trasformasse in una depressione. A ben vedere, le lezioni degli anni Trenta sono state decisamente apprese (l'economista statunitense Ben Bernanke, attualmente a capo della *Federal Reserve*, è uno degli studiosi più autorevoli della Grande Depressione).

Diversi interrogativi sono anche stati sollevati riguardo al futuro del sistema bancario, dei centri finanziari internazionali e persino del capitalismo. Una delle questioni principali concerne il livello di regolamentazione. L'intervento da parte dello Stato, nonché la sua supervisione e regolamentazione, avevano raggiunto livelli senza precedenti nel corso della Grande Depressione, in tutti i paesi. Gli Stati Uniti, per primi, avevano legiferato in materia, ed erano stati anche il paese che si era spinto più lontano in questo ambito. Due leggi erano state approvate nel 1933. La prima, chiamata *Securities Act*, prevedeva una serie di normative volte al miglioramento della qualità delle informazioni riguardanti i titoli offerti e scambiati nel mercato dei valori. La seconda, denominata *Banking Act*, ma meglio conosciuta come *Glass-Steagall Act*, aveva decretato la totale separazione delle attività bancarie commerciali (ricezione di depositi e concessione di prestiti) dalle attività bancarie di investimento (emissione, distribuzione e scambio di titoli),

ivi compreso il caso in cui tali attività fossero condivise da imprese controllanti e controllate, oppure attraverso partecipazioni incrociate o funzioni amministrative sovrapposte. Queste stesse misure erano rimaste in vigore anche negli anni post bellici.

Come è risaputo, i mercati finanziari furono gradualmente deregolamentati a partire dagli anni Ottanta in poi, all'interno di un clima economico sempre più dominato, specialmente in ambito finanziario, da un tipo di capitalismo orientato al mercato. La legge *Glass-Steagall Act* venne abolita nel 1999 con l'introduzione della legge *Financial Modernisation Act*. Già l'anno precedente era stata a tutti gli effetti privata della sua sostanza, in seguito alla decisione delle autorità di cartello statunitensi di ratificare la creazione della *Citigroup*, nata dalla fusione tra la banca commerciale *Citicorp* e la compagnia assicurativa *Travelers*, proprietaria a sua volta della banca di investimento *Salomon Smith Barney*.

Assisteremo dunque a un nuovo inasprimento del sistema di regolamentazione? Le probabilità che ciò si verifichi sembrano assai poche. Il livello di intervento statale registrato dopo la Grande Depressione e durato fino agli anni Settanta non rappresentava solamente il risultato della crisi finanziaria degli anni Trenta. Era anche conseguenza della "guerra trentennale" del ventesimo secolo combattuta tra il 1914 e il 1945, anni segnati da due conflitti mondiali e dalla più grave depressione nella storia.

Si avrà la fine di una regolamentazione dalla mano leggera e gli eccessi saranno auspicabilmente domati, ma questo non dovrebbe comportare un ritorno agli anni Cinquanta e Sessanta. È più probabile che la regolamentazione e la supervisione si differenzino, ponendo maggiore enfasi sui rischi sistemici e sul coordinamento internazionale; un segnale in questa direzione è dato dalle proposte contenute nella relazione De Larosière (Direttore del Fondo Monetario Internazionale) del febbraio 2009, all'interno della quale si prevede, tra le altre cose, un graduale aumento di requisiti di capitale; una regolamentazione del "sistema bancario parallelo", non da ultimi gli *hedge fund*; un migliore allineamento tra gli incentivi alla remunerazione e gli interessi degli azionisti, nonché la redditività a

lungo termine delle imprese; la creazione di un consiglio europeo per il rischio sistemico, presieduto dal presidente della Banca centrale europea; e una stretta collaborazione tra il consiglio europeo per il rischio sistemico e il FMI, le banche centrali e la BRI (Banca dei Regolamenti Internazionali) al fine di sviluppare e rendere effettivi una stabilità finanziaria e un sistema di allerta precoce.

Resta da capire dove punterà l'ago della bilancia del potere nella finanza internazionale: l'interrogativo è se New York e Londra possano essere soppiantate da Shanghai, Singapore o Dubai. Anche questa eventualità sembra poco probabile. La crisi finanziaria non dovrebbe intaccare l'ordine gerarchico, per lo meno nel medio termine. Ci vollero tre decenni perché New York rimpiazzasse Londra quale centro finanziario mondiale, in un periodo in cui l'economia statunitense era già di gran lunga superiore a quella britannica. Lo stesso valse per il cambiamento di leadership tra Amsterdam e Londra al volgere del diciannovesimo secolo. I mercati emergenti dovranno far fronte a tutta una serie di condizioni, non da ultimo in termini di ricchezza e apertura, prima di poter salire sul podio. Dall'altra parte, il peso crescente di diverse economie emergenti, soprattutto nei paesi BRIC (Brasile, Russia, India e Cina), consentirà loro di ospitare centri finanziari di rilevanza mondiale, come lo è stato per la Germania e gli USA nel diciannovesimo secolo con Berlino e New York rispettivamente, e per il Giappone nel ventesimo secolo con Tokyo. Pertanto, anche Shanghai, Mumbai, Mosca e San Paolo dovrebbero prima o poi, sebbene non necessariamente tutte allo stesso tempo, posizionarsi al pari di New York, Londra, Tokyo, Francoforte e Parigi in un mondo finanziario multipolare.

La storia insegna che i grandi stravolgimenti nella finanza internazionale solitamente sono stati innescati da cataclismi militari, quale che fosse il risultato finale, vittoria o sconfitta. Nel paragonare il 2008 al 1929, è doveroso tenere presente che la Grande Depressione fu inestricabilmente collegata a due conflitti mondiali, da cui la sua peculiarità. La crisi del 2008 è scoppiata in un contesto diverso e ben più roseo. La profondità, la durata e l'impatto di questa crisi dovrebbero essere decisamente meno drammatici.

Riferimenti bibliografici

Black, F. e Scholes, M. (1973), The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy* 81 (3), 637-654.

Fama, Eugene F. "The Behavior of Stock Market Prices". *Journal of Business* 38 (1): 34-105. January 1965.

Galbraith, John Kenneth (1962) *Il grande crollo*. Milano: Edizioni di Comunità.

Kindleberger, P. Charles (1981) *Euforia e panico: storia delle crisi finanziarie*. Bari: Laterza.

Markowitz, Harry "Portfolio selection", in "Journal of Finance", 7 (1), 1952, pp. 77-91.

Merton, R. (1973), Theory of Rational Option Pricing, *Bell Journal of Economics and Management Science* 4 (1), 141-183.

Modigliani, Franco; Miller, Merton (giugno 1958). The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment . *American Economic Review* vol. 3 (n. 48): pagg. 261-297.

Sharpe, William "A simplified model for portfolio analysis", in "Management science", 9, January 1963, pp. 277-293.