# Le origini statunitensi della crisi. Seconda parte: Lehman Brothers e le cause profonde della crisi

*di Giacomo Cucignatto*

*06-11-2015*

Continua da: Le origini statunitensi della crisi. Prima parte: La Great Moderation e i derivati

Il panico vero e proprio si diffuse col fallimento di Lehman Brothers.
Immediatamente dopo il fallimento Lehman, il Governo Bush è intervenuto per salvare l'American International Group (AIG), la più grande compagnia assicurativa dell'epoca: tale compagnia costituiva uno snodo cruciale del sistema finanziario internazionale, poiché aveva venduto sui mercati diverse centinaia di miliardi di dollari sotto forma di Credit Default Swap (CDS), un titolo che fungeva da assicurazione contro il fallimento dei titoli derivati associati ai mutui.
Le ragioni addotte al salvataggio della AIG potrebbe essere riassunte nell'espressione ormai nota "too big to fail": senza l'intervento governativo, il fallimento del colosso assicurativo avrebbe compromesso un numero significativo di grandi istituti finanziari, sovraesposti rispetto all'ipotesi di default dei titoli assicurativi emessi dalla AIG, catapultando l'intero sistema finanziario internazionale sull'orlo del collasso.
In ogni caso, l'approccio dell'amministrazione Bush ha destato non poche critiche sia da parte dei mercati finanziari che delle opinioni pubbliche. I primi sottolineano l'incoerenza di tale approccio: se inizialmente si decise di salvare Bear Stern, Freddie Mac e Fannie Mae, in seguito l'amministrazione Bush ha deciso di lasciare fallire Lehman e, infine, è tornata sui suoi passi col salvataggio di AIG.
Le opinioni pubbliche pongono un problema diverso: perché si dovrebbe salvare dei colossi della finanza responsabili di comportamenti rischiosi e eticamente discutibili con iniezioni massicce di risorse pubbliche provenienti dalle tasche dei contribuenti? Pur rimanendo a un livello di analisi intuitivo, questo interrogativo merita sicuramente una risposta da parte della politica.

Dalla bolla alla bancarotta di Lehman
Ma quali sono le cause profonde della crisi? Perché la bolla si è sviluppata proprio nell'immobiliare statunitense? La maggior parte degli autori riconduce l'immensa mole di liquidità che caratterizzava i mercati negli anni immediatamente precedenti la crisi ai significativi squilibri macroeconomici globali: i twin deficit statunitensi e la crescita della prima economia mondiale sono stati finanziati dai grandi tassi di risparmio che hanno caratterizzato i paesi emergenti (Cina in primis) e i paesi in via di sviluppo, oltreché dai surplus dei grandi paesi esportatori - Giappone e Germania - e dei paesi produttori di petrolio. In questa prospettiva globale di sviluppo molti indicavano nella fuga dal dollaro il principale rischio sistemico, evocando in qualche modo le esperienze dei paesi in via di sviluppo nei decenni precedenti 1.
Questo approccio tuttavia non sembra del tutto soddisfacente. Quando la bolla è scoppiata, non abbiamo assistito a un "sudden stop" dei capitali diretti negli Stati Uniti, anzi il flusso di capitali netti ha agito come fattore stabilizzante rispetto alla crisi: a fronte di una diminuzione del deficit di conto corrente già avviatasi nel 2006, il dollaro ha subito una forte rivalutazione in corrispondenza del fallimento Lehman; questo indica che non abbiamo assistito al "flight to quality" e al re-indirizzamento dei capitali esteri verso porti più sicuri, ma piuttosto a una contrazione della

domanda interna americana dovuta a problemi finanziari.
Un altro approccio teorico individua lo squilibrio fondamentale alla base della crisi nell'eccesso di domanda globale per titoli finanziari sicuri: l'immensa mole di risparmi generati nelle economie emergenti e nei paesi in surplus avrebbe generato un'enorme pressione sul sistema finanziario statunitense, provocando una distorsione degli incentivi al suo interno; tale pressione avrebbe spinto l'ingegneria finanziaria a sviluppare nuovi prodotti per incanalare questi capitali nel sistema, a partire dalla cartolarizzazione di prodotti di bassa qualità, esponendo l'economia globale a un maggiore rischio sistemico 2. Questo approccio tende, tuttavia, a spiegare anche i bassi tassi d'interesse presenti sul mercato nei primi anni duemila con la sovrabbondanza di risparmio nei paesi emergenti, che avrebbe comportato ingenti acquisti di titoli del tesoro americano da parte di tali paesi, spingendo verso il basso i tassi.
Se questo "saving glut" è sicuramente un fattore esplicativo significativo, tale lettura sembra sottovalutare la rilevanza delle politiche monetarie accomodanti dello stesso periodo: altri autori sottolineano infatti le responsabilità della Federal Reserve, che ha mantenuto a lungo i tassi a breve termine bassi, spingendo verso il basso anche gli interessi a lungo termine. Questo atteggiamento ha in qualche modo incoraggiato gli investimenti in asset finanziari più rischiosi rispetto ai titoli di stato, incentivando per di più a prendere a prestito ulteriori capitali per amplificare gli investimenti nella convinzione che i rendimenti avrebbero ecceduto i costi dei prestiti 3.
Credo sia poi opportuno domandarsi quale sia stato il ruolo della deregulation finanziaria entro il quale si è realizzato il processo di sofisticazione. Prenderò qui in esame il caso statunitense, nella convinzione che la logica sottostante e le relative conseguenze siano estendibili anche alla dimensione europea ed internazionale.

## Il ruolo della deregulation finanziaria

In prospettiva storica, si può notare che il settore finanziario statunitense è stato sottoposto a un regime normativo piuttosto stretto grazie al cd Glass-Steagall Act (1933), il quale stabiliva una rigida separazione tra banche commerciali e banche d'affari e poneva limiti sulle modalità dei prestiti e sulla misura dei tassi d'interesse bancario. Per quanto concerne la separazione istituzionale delle attività bancarie tradizionali da quelle d'investimento, essa era riconducibile al tentativo di evitare qualsiasi conflitto d'interesse all'interno dei gruppi bancari: si riteneva che "a fronte di passività sostanzialmente a vista, costituite dai depositi della clientela, una banca che non avesse avuto limitazioni in merito alla destinazione delle proprie attività, potesse essere incentivata a massimizzare il proprio profilo di rischio, investendo in attività meno liquide con potenziale pregiudizio per i depositanti"4. Sembra abbastanza semplice comprendere quali fossero nel 1933 le motivazioni che spinsero il Presidente Roosevelt e la sua maggioranza verso un orientamento di questo tipo, dopo il disastro economico provocato dalla Grande Depressione.
Il sistema è stato tuttavia sottoposto a un intenso processo di deregolamentazione a partire dai primi anni Ottanta sotto la spinta delle teorie monetariste di Milton Friedman e Friedrich von Hayek: si introdusse la possibilità di fusione tra due istituti bancari simili e una maggiore autonomia circa i tassi d'interesse (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, 1980); quest'ultima si è poi rapidamente trasformata nell'introduzione dei mutui a tasso d'interesse variabile (Garn-St. Germain Depository Institutions Act, 1982). In tempi più recenti, infine, il Gramm-Leach-Bliley Act (1999) ha reso possibili le fusioni tra banche commerciali e banche d'affari, garantendo alle banche la possibilità di offrire ai propri correntisti anche servizi finanziari e assicurativi avanzati; tale provvedimento, per di più, ha esentato il mercato dei derivati da qualsiasi tipo di regolamentazione.
Al di là degli aspetti tecnici, questo processo trasformativo ha provocato una rottura a livello culturale che purtroppo non trova lo spazio che merita nelle analisi sulla crisi: se dopo la Grande Depressione e le politiche keynesiane del New Deal il sistema bancario era stato sottoposto a un

regime di controllo che tentava di indirizzare l'attività finanziaria verso obiettivi di sviluppo economico e sociale, la deregulation ha contribuito a trasformare il mondo della finanza in uno strumento di darwinismo sociale a disposizione delle élite.
Un ruolo particolare in questo contesto è stato giocato dall'affievolirsi della distinzione tra banca commerciale e banca d'investimento, come fa giustamente notare Stiglitz: "the culture of investment banks was conveyed to commercial banks and everyone got involved in the high-risk gambling mentality. That mentality was core to the problem that we're facing now"5.
In conclusione, sebbene il dibattito negli Stati Uniti sia ancora piuttosto acceso 6, le responsabilità del processo di deregolamentazione sembrano perciò piuttosto evidenti. L'intento conclamato della riforma Obama è proprio quello di contrastare i meccanismi perversi attualmente esistenti, come si può desumere dall'incipit del testo legislativo: "To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail", to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes"7.
Gli obiettivi della riforma sono ambiziosi, ma ritengo improbabile che possano essere raggiunti. La libera circolazione del capitale; i conflitti d'interessi tra agenzie di rating e gli istituti di emissione; la regolamentazione del mercato dei derivati; la valutazione del rischio sistemico; le quote di prodotti finanziari rischiosi detenuti dagli istituti bancari; sono solo alcuni dei problemi che devono essere affrontati, in un contesto nel quale troppi operatori si muovono con preoccupante efficacia a difesa dei privilegi e dei profitti che il sistema gli garantisce.

1# I. Visco, La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti, Lezione inaugurale dell'Anno Accademico 2008-2009 del Master di II livello in Economia Pubblica, Facoltà di Economia, Università degli Studi di Roma "La Sapienza", 2009, p. 4.

2# R. J. Caballero, The other imbalance and the financial crises, working paper 15636, NBER working paper series, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2010, pp. 2-12.

3# The origins of the financial crisis, Crash course, The Economist, 7 settembre 2013, p.2.

4# Enciclopedia Treccani, Dizionario di Economia e Finanza 2012: "Banca commerciale"

5# http://progressive.stanford.edu/cgi-bin/article.php?article_id=341&archive=1

6# Si veda a tal proposito le posizioni critiche nei confronti del Gramm-Leach-Bliley Act di Krugman: http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/03/29/the-gramm-connection/?_php=true&_type=blogs&_r=0 contrapposte a quelle di De Long e i monetaristi: http://marginalrevolution.com/marginalrevolution/2008/09/did-the-gramm-l.html

7# Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, July 20, 2010, incipit.