

La crisi finanziaria del 2008

Che non fosse una crisi come le altre si era già percepito da tempo. Per gli addetti ai lavori era palese già da un anno e più.

Tutti hanno fatto finta di non vedere nulla: le banche, le autorità di vigilanza, le società di revisione e di rating, i governi, i mercati.

Ma la storia comincia tanto tempo fa...

Una volta esisteva un modo di vedere l'economia capitalistica addolcita dall'intervento dello Stato.

Era stato "inventato" da sir Keynes, un economista inglese tra i più innovatori.

Aveva incentrato la sua analisi sulla domanda globale, ossia sui consumi e sugli investimenti privati e pubblici. Teorizzava una situazione di equilibrio sposata all'incapacità del sistema di raggiungere il livello di piena occupazione. Era pervenuto alle conclusioni che la grande crisi del 1929 era fondamentalmente una crisi alimentata dalla scarsità di domanda di beni e servizi. La soluzione non era abbassare i salari per favorire la ripresa delle imprese come raccomandava la teoria dominante. Il circolo vizioso disoccupazione-bassi consumi-scarso domanda-scarso investimenti andava interrotto con l'intervento dello Stato. Doveva "spendere" sia in termini di consumi sia in termini di infrastrutture. Ciò avrebbe permesso un riavvio virtuoso dell'economia. Ed aveva ragione. Gli USA (con il New Deal di Roosevelt) adottarono tale politica economica.

Ma ciò portava necessariamente ad una rivisitazione dell'idea stessa di capitalismo. Doveva essere "ammorbidito" vuoi per la presenza dello Stato teorizzata da Keynes (e vincente politicamente), vuoi per la concorrenza ideologica del comunismo reale.

Le fasi successive al dopoguerra, e fino agli anni settanta, furono caratterizzate da una robusta crescita economica coadiuvata da una sostanziale stabilità monetaria. Si era raggiunto un compromesso tra le istituzioni della democrazia e quelle del capitalismo, basato su tre politiche fondamentali: una macroeconomica di stampo keynesiano e di sostegno alla domanda; un'altra relativa alla politica dei redditi tendente a sostituire il conflitto sociale con un'intesa sulla ripartizione degli aumenti

di produttività; infine, una politica di redistribuzione del benessere intesa ad orientare le risorse pubbliche verso obiettivi di benessere sociale, quali previdenza e sanità. Certo, nel novero delle spese statali entrarono pesantemente a far parte anche quelle belliche, ma permisero di superare la crisi degli anni '30, di sostenere e vincere il conflitto mondiale ed imporre la potenza americana al mondo. Si ottenne così una sostanziale crescita nel tempo al riparo di pesanti crisi cicliche, riconosciute da tutti come un male fisiologico del sistema capitalistico.

A partire dagli anni '60 la scuola di Chicago ed i monetaristi capeggiati da Friedman, danno il via ad un attacco massiccio contro la presenza "ingombrante" dello Stato in economia. La spinta keynesiana si affievolisce. La politica conservatrice prende vigore cavalcando i malumori e le paure: "lo Stato opprime la classe media con delle imposte destinate ai più poveri i quali, spesso, preferiscono accontentarsi dei sussidi e non entrare nel mondo produttivo".

La capacità della destra americana di appropriarsi della "maggioranza silenziosa" ed un certo "imborghesimento" della classe operaia dovuto ad una crescita del reddito pro-capite, determina un'inversione di tendenza in politica con l'avvento al potere di Reagan (e della Thatcher in Gran Bretagna). La conquista delle classi più povere e bianche è la chiave di volta. Negli USA l'aumento delle tensioni razziali è in via accessoria il prodotto di una forma patologica di panico, di un ripiegamento su se stessi, del terrore della "mescolanza", che cammina a braccetto con un indebolimento della posizione economica dei bianchi di estrazione popolare, specie se non qualificati.

Il populismo di destra è favorito dai democratici americani che sembrano rinchiudersi nell'"elitarismo". Disattivando la questione sociale e presentandosi come leali portavoce del mondo degli affari tanto quanto i loro avversari, integrano le politiche con una deriva tecnocratica che corteggia gli ambienti finanziari. Ecco le politiche che la destra propugna: un fisco leggero, legge ed ordine, la questione dell'insicurezza in materia di ordine pubblico, la religione, il rifiuto delle politiche interventiste dello Stato in economia (soprattutto se mirano all'eguaglianza razziale), la difesa dell'esercito impegnato nella contrapposizione all'orso sovietico, l'avversione alla controcultura degli anni sessanta.

Ecco il brodo di coltura che apre le porte anche al cambiamento in economia.

La politica reaganiana, con l'energico sostegno britannico, manda brutalmente all'aria il compromesso tra democrazia e capitalismo. I presupposti vanno ricercati nella progressiva alterazione dei termini di quel compromesso, nel senso di un'accentuata pressione "democratica", mal tollerata da parte capitalistica. Fino a quel momento le condizioni prossime alla piena occupazione generavano, soprattutto in Europa, pressioni inflazionistiche sui costi attraverso gli aumenti salariali. La politica macroeconomica degenerava facilmente in aumenti della spesa pubblica ed in pretese di ingerenza statale nelle politiche industriali delle imprese.

Le parole d'ordine diventano "meno Stato e più privato".

Tutto ciò comporta una profonda ristrutturazione industriale.

A partire dagli anni '80 si avviano processi di delocalizzazione e di subappalto (outsourcing), che trasformano gradatamente gli Stati Uniti in un'economia di importazione, e che comportano uno strisciante processo di deindustrializzazione. Tale tendenza si estende su scala maggiore con gli investimenti delle multinazionali in Cina, soprattutto dopo la crisi asiatica e l'esplosione della bolla di Wall Street nel 2000. Parallelamente alla deindustrializzazione, avviene una trasmigrazione dei lavoratori americani verso settori commerciali e di servizi a bassi salari. È ciò che il New York Times chiama "The Walmartization of America" (dalla maggiore catena di magazzini esistente): bassi salari alla produzione grazie all'outsourcing in Cina e bassi salari presso i punti di vendita.

La mossa decisiva che scatena in tutta la sua forza la globalizzazione, è la deregolamentazione dei movimenti di capitale. Con ciò cade non solo un pilastro del sistema di mercato mondiale "regolato" nato dagli accordi di Bretton Woods, ma anche l'antico ritegno degli economisti liberali, come Smith e Ricardo che, favorevolissimi al libero scambio dei prodotti, erano molto più cauti quando si trattava di fattori di produzione; ciò perché significava portarsi dietro un pezzo di società non facilmente trapiantabile.

A tutto ciò possiamo aggiungere il transito da un processo di trasformazione di tipo fordista verso il nuovo scenario caratterizzato da

una competizione a tutto campo, richiedente reazioni istantanee, in tempo reale, che costringono l'impresa all'osservanza di un unico scopo funzionale: il massimo profitto.

Tutto ciò si traduce nella riconquista della piena autonomia da parte del capitalismo rispetto alla politica: un'affermazione di "lungo periodo" dell'ideologia liberista. La globalizzazione e lo sviluppo informatico nel contempo indeboliscono il potere sindacale.

Sullo sfondo domina il crollo dell'Unione Sovietica.

Una maggiore crescita della produttività del lavoro, grazie ad una più elevata intensità di capitale ed al progresso tecnologico, contribuisce a limitare gli incrementi dei costi unitari del lavoro.

Un calo nel tasso di sindacalizzazione, una maggiore decentralizzazione della negoziazione collettiva, la deregolamentazione dei mercati del lavoro interni provocano la tendenza a ridurre il potere contrattuale di alcune categorie di lavoratori.

Secondo alcune stime, l'integrazione delle economie di mercato emergenti nel processo di produzione internazionale ha, di fatto, raddoppiato l'offerta di lavoratori attivi nell'economia mondiale.

Unitamente ad altri aspetti della globalizzazione, ciò ha verosimilmente influito sulle politiche del mercato del lavoro e sulla determinazione dei salari nelle economie industriali avanzate.

Il processo si sviluppa soprattutto grazie a tre canali: a) una maggiore mobilità della forza lavoro; b) la possibilità di trasferimento della produzione; c) l'accresciuta concorrenza.

Indirettamente la globalizzazione diventa causa del deficit commerciale USA. La debolezza strutturale della domanda interna viene compensata con lo sviluppo abnorme del credito al consumo favorito da bassi tassi d'interesse. L'andamento contenuto dei costi dato dalla produzione esternalizzata (e dai bassi salari applicati nei punti vendita), tramite la crescita della domanda che coinvolge l'import, produce il deficit commerciale. Il deficit federale, nel tentativo di innalzare la domanda aggregata, non fa che peggiorare la situazione.

Joseph Stiglitz, a tal proposito, accusa pesantemente sia l'amministrazione Bush sia la Federal Reserve nella persona dell'allora Governatore Greenspan:

«Tutto risale alla recessione del 2001. Con l'avallo di Alan Greenspan, il Presidente George W. Bush aveva fatto approvare uno sgravio fiscale finalizzato ad avvantaggiare gli americani più ricchi, ma non a risollevare l'economia dalla recessione che aveva fatto seguito allo scoppio della bolla di Internet. Una volta commesso quell'errore, alla Fed restava ben poca scelta: se voleva rispettare il proprio mandato, consistente nel mantenere la crescita e l'occupazione, doveva necessariamente abbassare i tassi di interesse».

Ed ancora prosegue Stiglitz rispetto alle esternazioni di Greenspan sui mutui ed il mercato immobiliare:

«Li ha incitati [i mutuatari] ad esagerare con i rischi, spingendo i mutui a tasso variabile. Il 23 febbraio 2004, Greenspan osservò, che molti proprietari di casa avrebbero potuto risparmiare decine di migliaia di dollari se nell'ultimo decennio avessero sottoscritto mutui a tasso regolabile invece che mutui a tasso fisso. È mai possibile che Greenspan si aspettasse davvero che i tassi di interesse sarebbero rimasti per sempre all'uno per cento, un tasso di interesse reale assolutamente negativo? possibile che Greenspan non abbia pensato a quello che sarebbe accaduto agli americani poveri con mutui a tasso variabile quando i tassi di interesse fossero saliti, come quasi inevitabilmente avrebbero finito col fare?».

E per finire ancora sul peso del credito al consumo sostenuto anche da garanzie immobiliari:

«Da alcuni calcoli risulta che negli ultimi sei anni oltre i due terzi dell'aumento della produzione e dei posti di lavoro erano da mettersi in relazione al settore immobiliare, e ciò riflette come i nuovi proprietari di casa e le famiglie abbiano ipotecato le loro case per soddisfare la loro frenesia nei consumi. La bolla immobiliare ha indotto gli americani a vivere al di là dei propri mezzi. Il risparmio netto è negativo da un paio di anni. Ora che questo motore di crescita si è fermato, è difficile immaginare in che modo l'economia americana potrà non subire una frenata. Ritornare al risanamento fiscale sul lungo periodo sarà sicuramente positivo, ma nel breve periodo ridurrà la domanda globale».

Questi i prodromi della crisi finanziaria ed economica del 2008.
Veniamo alla storia dei nostri giorni.

Abbiamo visto che uno degli anelli della presente ricostruzione è l'aumento smisurato del debito. Di là delle spiegazioni sociologiche, etiche, psicologiche, storiche che si possono fornire, ciò ha significato la creazione di una massa enorme di debiti da parte di consumatori e compagnie. Dalla casa alla sanità, dalle vacanze alle acquisizioni di altre società. Tali debiti sono stati finanziati dalle banche. Ciò ha permesso di mantenere alti i livelli di domanda e consentendo alle imprese di produrre di più. Per gli istituti finanziari, volti verso la ricerca di massimizzare il margine di intermediazione, ha significato da una parte l'aumento dei rischi ed un peggioramento degli indici di esposizione e dall'altra una tendenza ad incrementare la finanziarizzazione dei bilanci.

Banche ed assicurazioni si sono scambiate i rischi distribuendoli alla fine negli investimenti dei risparmiatori.

Nel momento in cui i debitori originari non sono più riusciti a sostenere il pagamento dei mutui e con l'esplosione della bolla immobiliare che precedentemente permetteva loro anche il rifinanziamento, tutto il castello di carte è crollato. Fino al 2006 i prezzi delle abitazioni sono aumentati vertiginosamente creando ancora più indebitamento da parte delle famiglie americane. Il ribasso dei prezzi delle case e l'incremento dei tassi le mette sensibilmente in difficoltà. I primi mutui a "saltare" sono i subprime, vale a dire quelli stipulati con controparti considerate meno solvibili. Tali mutui nel frattempo hanno subito un processo di cartolarizzazione. Vengono inseriti dalle banche in obbligazioni (le ABS - Asset backed securities) vendute agli investitori, pensando di ridurre i rischi "sparpagliandoli" su più società; ma le ABS sono state a loro volta rimpacchettate da altri istituti in altre obbligazioni (i cosiddetti CDO - Collateralised debt obligation). Risultato: il rischio subprime è stato sparso in tutto il mondo. Questi ripetuti impacchettamenti non permettono di individuare la localizzazione e l'entità di tale rischio vagante. Giunge allora il blocco del mercato delle cartolarizzazioni e progressivamente di tutte le obbligazioni. La paura e la ricerca di ottenere tranquillizzante liquidità determina un'ondata di vendite, anche

di azioni e bond aziendali: crollano i prezzi e salgono i rendimenti. Il fenomeno colpisce soprattutto le banche, i principali acquirenti di queste "merci". Lo hanno fatto anche tramite alcuni veicoli societari propri, ma staccati giuridicamente dalla banca stessa (determinando così dei valori fuori bilancio). Tali veicoli sono denominati Conduit e SIV (Structured investment vehicle). Le difficoltà incontrate vuoi per l'azzeramento di alcuni titoli (ABS e CDO) in portafoglio vuoi per crisi di liquidità, hanno reso necessario l'intervento delle banche facendo così riemergere i debiti nei loro bilanci. I titoli quotati rappresentativi del loro capitale sociale sono andati sotto pressione, trascinando al ribasso tutte le borse.

Passo ulteriore è la crisi dei prodotti finanziari derivati, in particolare i CDS (Crediti default swap). Sono una sorta di assicurazione contro l'insolvenza delle controparti. Siccome i principali venditori di CDS sono proprio le banche, che in tale operatività si impegnano a rimborsare al posto dell'emittente del titolo in caso di un suo fallimento, si aggiunge crisi a crisi. Le difficoltà generalizzate delle istituzioni finanziarie creano una sfiducia dilagante (soprattutto proprio fra banca e banca), bloccando il mercato interbancario, il mercato dove tali istituti si scambiano la liquidità. Ciò determina un innalzamento dei tassi (overnight, Euribor, Libor) con ricadute sui mutui a tasso variabile. Ciò colpisce anche le famiglie italiane. Ecco allora spiegati gli interventi delle banche centrali volti a foraggiare la liquidità del sistema con lo scopo di evitare una restrizione del credito (credit crunch) soprattutto nei confronti delle imprese con pesanti ripercussioni sull'economia reale.

Le cause di questa grave situazione, quindi, sono varie. Fra le principali si può individuare la deregolamentazione dei derivati, CDS in particolare, voluta da Phil Gramm, consigliere economico dell'ex candidato repubblicano McCain. Nel 2000, l'allora presidente della Commissione Banche al Senato, inserisce nella legge finanziaria un emendamento di 262 pagine, il Commodity Futures Modernization Act. I CDS non hanno più controllo.

Nel 2002 il presidente Bush annuncia che diventare proprietari di una casa fa parte della realizzazione del sogno americano. Entrano in gioco i due colossi finanziari Fannie Mae e Freddie Mac (nazionalizzate nel settembre 2008). Il sostegno al consumo può venire solo dal credito.

In realtà si passa da una bolla speculativa all'altra. Al termine della fase c'è la necessità di riallocare la liquidità in fuga dal settore precedentemente coinvolto. La deregolamentazione dei derivati permette alle banche di concedere credito con facilità permettendo la trasferibilità dei rischi mediante le cartolarizzazioni.

Nel 2004 la Sec (equivalente alla Consob italiana), dietro anche pressioni politiche, permette alle cinque grandi case d'investimento (Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Morgan Stanley e Goldman Sachs) di adottare propri modelli di valutazione del rischio. E' proprio l'anno dell'esplosione delle cartolarizzazioni. I cinque broker sono liberi di usare in modo molto più spinto la leva finanziaria, aumentando il proprio debito. Raggiungeranno livelli pari a 30-40 volte il capitale netto, senza che la Sec ponga domande. Tutto il sistema sembra guadagnare notevolmente.

Quando la Federal Reserve incomincia ad alzare i tassi vengono utilizzati mutui con tassi civetta: tassi molto bassi per i primi anni per poi salire o addirittura mutui con l'opzione di non pagare né interessi né capitale per i primi due o tre anni. Nello stesso tempo, i prodotti finanziari che escono da questa macchina infernale, sono valutati dalle agenzie di rating (spesso pagate per servizi vari dagli stessi istituti "impacchettatori") nel modo migliore. Ulteriori garanzie sulle cartolarizzazioni vengono da altre banche o assicurazioni, come Aig. Nel 2006 il 33% degli utili delle cinque banche d'investimento è determinato dalle cartolarizzazioni. I profitti record significano lauti compensi (e stock option) per i loro amministratori. Ma tali banche sanno di vendere carta straccia.

Questa è la ricostruzione dei fatti.

Urge fermarsi e riflettere sul come uscirne e come evitare che si ripeta.

Abbiamo visto quindi, l'esistenza di mancanza di regole a metà strada fra una visione ideologica dell'economia mista ad ombre sulla conduzione imparziale da parte della politica americana. La necessità, quindi, di rivedere ampiamente la vigilanza sul sistema bancario e finanziario e l'operato delle società di revisione e di rating. Siamo spesso in presenza di enormi conflitti di interessi.

Esiste la necessità di rimettere sotto controllo i mercati dei derivati.
Perché solo ora si parla di costituire una controparte centrale per i CDS?

E' ovvio: gli enormi guadagni non permettevano una riforma ed un controllo di qualità e scaturenti dall'interno del sistema stesso.

La durata della crisi finanziaria non è facilmente prevedibile.

Gli interventi dei governi, in parte condivisibili, fermeranno probabilmente la caduta delle borse, ma la volatilità è destinata a perdurare. Il propagarsi della crisi all'economia reale, infatti, potrebbe aumentare le difficoltà di stabilizzazione dei mercati.

Risulta chiaro che ciò che è venuto a mancare è il propellente base dei mercati e dell'economia in generale: la fiducia. L'argomento è strettamente collegato alle aspettative di keynesiana memoria. Negli ultimi mesi è stato provato di tutto. Dall'immissione in volumi stratosferici di liquidità da parte delle banche centrali, alle ricapitalizzazioni e/o nazionalizzazioni degli istituti di credito, alle riduzioni coordinate dei tassi di interesse, fino alla mossa di garantire integralmente le passività bancarie da parte degli stati nazionali. Siccome la fiducia non ha una spiegazione nei fondamentali economici, è difficile individuare cosa possa meglio funzionare. Sicuramente, di fronte ad un mercato globale la risposta necessaria, qualunque essa sia, deve avere carattere coordinato. Al fine di rimettere in moto il mercato interbancario annientato dalla mancanza di fiducia reciproca fra gli operatori, transita proprio dalle garanzie integrali e pubbliche sulle passività bancarie. Ricostituire la fiducia in tale settore è decisivo per permettere al giocattolo rotto di ripartire. Nel momento in cui ciò avvenisse, probabilmente i costi per la collettività sarebbero limitati. E' necessario rimarcare ancora una volta, però, la necessità di coordinare tali interventi per non creare danni maggiori. Sono importanti anche i tempi di intervento. Il blocco del mercato interbancario significa, come già accennato, una restrizione del credito verso le imprese. Nel sistema Italia vuol dire strozzare soprattutto le piccole e medie imprese che utilizzano nel quotidiano l'elasticità di cassa concessa dalle banche, come *modus operandi*. L'intervento nei tempi più brevi possibili limita il trasferirsi della crisi finanziaria al settore dell'economia reale.

Sono necessarie delle politiche economiche espansive.

Negli ultimi anni in Occidente (ed in particolare nel nostro paese) la compressione degli aumenti salariali in relazione agli incrementi di produttività, ha reso particolarmente critico l'andamento della domanda interna. Gli USA, per sostenere i consumi hanno perseguito una politica del credito facile e dell'indebitamento. L'UE, tramite la Banca Centrale, ha preferito tenere sotto controllo l'inflazione a discapito della crescita. E' giunto il momento di adottare delle politiche espansive. Sia dal lato della spesa strutturale, sia dal lato fiscale. Il problema si presenta soprattutto per quei paesi che presentano un ampio debito pubblico, quali il nostro.

Il coordinamento a livello internazionale di tali politiche deve necessariamente coinvolgere i paesi con ampi surplus commerciali quali Cina e paesi arabi produttori di petrolio. La contrazione nei consumi USA deve essere temporaneamente bilanciata da un aumento dei consumi in questi paesi.

Sullo sfondo agli avvenimenti di questi mesi si affacciano altri problemi che andrebbero analizzati quali il ruolo dei fondi sovrani e quello della Cina come potenza mondiale, il declino USA. Tali analisi, però, ci porterebbero troppo lontano.

Il sistema capitalistico, nel tempo, è sempre riuscito a rimandare il proprio tracollo grazie all'innovazione tecnologica, prima, ed alle idee di Keynes, poi. C'è una capacità autodistruttiva intrinseca in tale sistema. Può essere utile ricordare due autori che da versanti diversi hanno analizzato lo sviluppo della società capitalistica: Marx e Schumpeter. Mentre il primo individua delle caratteristiche economiche che minano il sistema, per il secondo esistono delle motivazioni sociali ed istituzionali che indeboliscono la figura dell'imprenditore/innovatore e che aprono la strada all'intervento statale in economia. Sono problematiche che periodicamente si affacciano e pongono domande fondamentali sulla visione teorica dello sviluppo della società.

Non si può non sottolineare comunque, che quando il capitalismo è stato lasciato da solo e senza i correttivi necessari per sostenere il confronto con una sponda avversa (leggi storicamente Unione Sovietica) si è concesso una "sbornia" senza precedenti (neanche in origine), credendo di

poter governare come idea monocratica il mondo. Non era così. Ed ora ne pagheremo tutti le conseguenze.

Quali saranno le ricadute sui significati di libero mercato? Dei rapporti fra pubblico e privato? Fra democrazia ed economia e finanza? Sul concetto di rischio? Sono risposte che incidono direttamente sul nostro sistema di vita e forse non c'è ancora la necessaria consapevolezza nell'affrontarle. E' un passaggio storico delicato ed interessante allo stesso tempo.

Per i paesi emergenti si presenta l'occasione di cambiare passo ed assestare dei colpi economici e politici in grado di variare gli assetti del pianeta. Per l'Occidente non c'è da stare allegri, ma a volte, anzi, quasi sempre, la Storia è inarrestabile e percorre il proprio cammino senza guardare in faccia nessuno. E inoltre non è scritto necessariamente nelle stelle che la soluzione di grandi crisi sia sempre l'avvento di periodi sfocianti in conflitti armati.

Vedremo quale sarà la risposta dell'America apparentemente più illuminata di Barack Hussein Obama.

Riferimenti bibliografici:

Halimi S. (2006), "Il grande balzo all'indietro", Fazi Editore.

Halevi J. (2006), "Debito estero USA - Quando Pechino sostiene Washington", 15 Febbraio; www.investireoggi.it.

Il Sole 24 Ore - approfondimenti - (2008), "La grande crisi"

Ruffolo G. (2008), "Il capitalismo ha i secoli contati", Giulio Einaudi, Torino.

Stiglitz J.E. (2007), "Le colpe di Greenspan. America immersa nei debiti", La Repubblica, 10 agosto; www.repubblica.it.