

“Crisi dei mercati finanziari e incertezze delle politiche di salvataggio”

di Marilena Rispoli Farina

PREMESSA

Anche se la crisi sembra ormai prossima ad imboccare un percorso di ripresa economica, una riflessione sui motivi e sulle cause che l'hanno generata potrà senz'altro essere utile per innescare un processo di change management che, a livello di business locali e globali, possa aiutare imprese ed organizzazioni a non ripetere gli errori che hanno generato questa catastrofe.

In questo primo articolo della **Prof.ssa Marilena Rispoli Farina, ordinaria di Diritto dell'economia- Diritto bancario presso l'Università Federico II di Napoli**, vengono appunto analizzati gli elementi tipici del contesto americano che sicuramente hanno contribuito ad innescare la crisi globale.

1) L'ordinamento americano(*)

1. - Il fallimento di mercato dei mutui subprime e le connessioni tra crisi finanziaria e interventi di vigilanza sono all'attenzione della pubblica opinione, dei governi e degli esperti del mercato finanziario ormai da molti mesi (1). Tra i paesi interessati si segnalano in primo luogo gli Stati Uniti d'America, Paese dove il “contagio” (2) si è diffuso per primo e che, per primo, ha varato un piano di salvataggio delle banche e, più in generale, dell'economia, contraddicendo una politica che da alcuni anni appariva spiccatamente “liberista”.

I mutui subprime sono prestiti ipotecari ad elevato tasso di interesse, accordati a clienti poco affidabili a partire dagli anni '80 dello scorso secolo, esternalizzati dai prestatori attraverso operazioni di securitization in cui sono state coinvolte alcune tra le più prestigiose banche di investimento presenti a Wall Street (3). Tali prodotti, a partire dal 2007, hanno consentito la propagazione alle banche di tutto il mondo delle ingenti perdite derivanti dall'insolvenza dei mutuatari americani. La svalutazione delle obbligazioni subprime negli USA ha innescato una corsa agli sportelli della banca inglese Northern Rock (4), così preoccupante da costringere la Banca d'Inghilterra prima a garantirne i depositi e poi a nazionalizzarla (5). Le vicende dei subprime hanno spinto gli Stati Uniti verso la recessione e hanno posto l'economia, che ormai stava cedendo, al centro dei più accesi dibattiti delle elezioni presidenziali nel novembre 2008.

Ci si chiede, tuttora, come mai il mercato dei subprime abbia dato luogo ad una crisi di proporzioni così globali, che si è diffusa così velocemente in luoghi così lontani, e come mai le autorità preposte alla regolamentazione finanziaria negli USA e altrove non siano riuscite a prevedere l'imminente crisi (6). Le riflessioni in corso investono vantaggi e svantaggi dell'innovazione finanziaria, avidità di comportamenti degli operatori, atteggiamenti forse indifferenti delle autorità di vigilanza (7).

2. - Ma accanto all'indagine ricostruttiva delle origini della crisi – una vera “tempesta perfetta” – la letteratura economica e giuridica deve affrontare, con notevole sforzo in considerazione del rapido precipitare degli eventi, l'analisi dei rimedi che le Autorità governative e finanziarie hanno via via dettato per contenere i nefasti effetti” del contagio”.

Limitiamo per il momento l'indagine agli Usa, con la già accennata riserva che gli interventi predisposti negli States hanno avuto, da un lato, natura pragmatica, cercando le Autorità in primo luogo di tamponare i crolli man mano che si evidenziavano, ma nello stesso tempo si è cercato di dare loro natura programmatica, con piani di azione più organici. L'attuazione di tali programmi, soprattutto nelle versioni recenti, che sono più dettagliate delle prime, è condizionata anche al verificarsi di certi presupposti (si vedano per esempio i “test di stress” che il Financial Stability Plan della nuova amministrazione americana ha dettato e sta applicando per concedere benefici alle banche) che fanno apparire i salvataggi meno accessibili (8). Si potrebbe dire che non si accetta la linea del mero salvataggio, ma si abbraccia quella del risanamento delle istituzioni.

Il Presidente Obama, già nel corso della campagna elettorale e ora, subito dopo il suo insediamento, si è trovato proiettato nell'occhio della tempesta perfetta e, pur vantando un indiscutibile *phisque du role* e un altrettanto indiscutibile ottimismo, sta adoperandosi senza tregua per rendere credibile la sua politica di salvataggi-risanamenti. La crisi sta continuando a colpire duramente il suo paese, e i mercati finanziari rispondono in maniera capricciosa ai generosi sforzi che la nuova amministrazione sta prodigando.

Obama, alla fine di gennaio, dopo il suo insediamento, ha subito riproposto al Senato un secondo round per il piano di salvataggio delle banche, approvato nel corso dell'amministrazione precedente (9). Le nuove proposte apparentemente si collegavano a quelle della passata amministrazione (10). Il precedente Ministro del Tesoro americano, Paulson, aveva infatti presentato un primo e poi un secondo piano di salvataggio (da 700 miliardi di dollari) approvato tra molte polemiche nell'ottobre del 2008, e denominato TARP ispirato all'idea di far acquisire direttamente dallo Stato, i titoli "tossici" detenuti dalle banche, così da alleggerirle da tale pesante fardello, e consentire il ripristino di un regolare processo di erogazione del credito, di ripresa dei rapporti con le altre banche, riportando a una situazione di normalità il mercato interbancario. Il piano, oggetto di molte polemiche (11) prese, però, una strada completamente diversa seguendo più la falsariga delle soluzioni adottate in Inghilterra, dove si è deciso di acquistare direttamente le azioni delle banche. Il modello inglese – perorato da Gordon Brown – ha avuto indubbio successo, cambiando completamente gli assetti del sistema bancario di quel Paese, ora saldamente ancorato alla mano pubblica.

Non solo, quindi, l'amministrazione americana, prima di Obama, ha realizzato interventi di salvataggio, che dovrebbero essere contrari ad una logica di mercato, ma essi hanno subito assunto anche un carattere di eccezionalità, data la "eccezionalità" della crisi (12). La FED ha finanziato nel febbraio 2008 l'intervento della J.P. Morgan (banca commerciale) per acquistare la Bear Stearns (quinta banca d'investimento del Paese) in crisi, superando il divieto di accesso al credito di ultima istanza da parte delle banche d'investimento, che non raccolgono depositi. La FED è intervenuta non a tutela diretta dei depositanti, ma del sistema nel suo complesso, per ripristinare la fiducia nel sistema stesso. È assunto indiscutibile che l'intero castello dell'intermediazione finanziaria si regga su tale elemento, mancando il quale possono innescarsi fenomeni di panico, difficilmente arginabili.

3. - Sul piano predisposto dal governo Obama, e affidato al nuovo Ministro del Tesoro Geithner, prima della sua formale approvazione, giunsero molte e anche pericolose indiscrezioni, diffuse dalla stampa economica. Si diceva che si volesse riprendere l'idea di Paulson, cioè dell'acquisto da parte del Tesoro dei titoli "tossici", ma con la novità della previsione di una bad bank che attuasse l'operazione. La prima versione del piano Paulson aveva incontrato molti ostacoli poiché in primo luogo non appariva ben chiaro cosa il Tesoro dovesse comprare, di fronte alla variegata realtà dei titoli tossici in circolazione, alla difficoltà di operarne una valutazione, ai fini di fissarne il prezzo di vendita. Nel regime di incertezza, che accompagnava tale progetto, si rischiava di attribuire al soggetto pubblico acquirente una eccessiva discrezionalità, a danno dei necessari meccanismi di trasparenza dei salvataggi. Inoltre le prime verifiche parlamentari sull'esecuzione del piano statunitense TARP (Troubled Asset Rescue Plan), attuato per lo più con interventi diretti di liquidità, avevano evidenziato che il Department of Treasury non può utilizzare i soldi dei contribuenti discrezionalmente, senza essere oggetto di una forte critica. Di conseguenza, si diceva negli ambienti vicini al Governo che le scelte del nuovo Ministro Geithner, tese a rafforzare il piano, sarebbero state impegnative soprattutto sul versante della trasparenza (accountability) che appariva carente nel precedente programma, suscitando ancora notevoli perplessità.

In un mondo, quale è quello statunitense in cui si deve rendere pienamente conto al contribuente, ci si chiedeva perché il già colpito taxpayer dovesse continuare a esborsare risorse, a favore degli azionisti delle banche.

Alcuni economisti, commentando le proposte, in itinere hanno avanzato l'ipotesi che fossero le banche stesse a costituire una bad bank, soluzione che secondo altri richiederebbe un

coordinamento internazionale difficilmente attuabile in tempi brevi, poiché i titoli “tossici” sono diffusi nei bilanci in numerosi intermediari, a livello internazionale e l’urgenza di intervenire è forte.

Il dibattito nel mondo finanziario accompagnava l’attesa delle nuove proposte e si rifletteva sulle soluzioni che intanto andavano prendendosi o proponendosi negli altri ordinamenti investiti dalla crisi finanziaria. Significativo, al riguardo, il problema di non poco conto, che si poneva, qualora l’intervento fosse operato esclusivamente dallo Stato, circa il conflitto di posizioni tra lo Stato acquirente del capitale delle banche “contagiate” o dei titoli da esse posseduti, e quello di controllore delle banche di cui esso detta le regole (13).

Il progetto, comunque rimase a lungo segreto, fino a quando Geithner, in un’audizione al Senato, che concerneva l’attuazione del TARP, cominciò a chiarire la linea di svolta che la nuova amministrazione intendeva assumere, prevedendo una sorta di partnership pubblico-privata per l’acquisto degli asset tossici che appesantiscono i bilanci delle banche, accantonando l’ipotesi di una nazionalizzazione delle stesse e della creazione di una bad bank pubblica nella quale far confluire tali asset. Chiari anche che nel piano sarebbero rientrati nuovi programmi per 50-100 miliardi di dollari per aiutare i proprietari di case in difficoltà; iniezioni dirette nel capitale nelle banche; ampliamento dei programmi della FED per rilanciare il credito; e un meccanismo per risolvere il nodo degli asset “tossici”. Di seguito, pur senza alcuna conferma da parte delle autorità, l’idea che si potesse ricorrere all’aiuto dei privati per risanare i bilanci delle banche cominciò ad essere accreditata, visti i costi decisamente più contenuti. Il Dipartimento del Tesoro si era limitato a precisare che l’obiettivo del progetto era quello di rafforzare l’economia americana, permettendo al credito di continuare “a girare” verso famiglie e imprese. Inoltre, il progetto avrebbe fissato dei paletti sulle modalità di spesa dei soldi dei contribuenti, che avrebbero dovuto essere utilizzati in modo più «responsabile, controllato e trasparente» (14).

4. - Il piano presentato dal Treasury americano e approvato dal Senato con il nome di Financial Stability Plan il 10 febbraio 2009 (o Geithner test, come definito da una parte della stampa economica internazionale) si presenta, di fatto, notevolmente innovativo rispetto al precedente piano Paulson, (che continua, comunque, ad essere operativo) (15).

Il piano, sviluppando certamente qualche elemento già in nuce nel progetto Paulson, mira a dare all’intervento statale una veste più organica e completa, ai fini della soluzione della crisi economica e, in particolare, del comparto immobiliare, quello più duramente colpito. Per alleggerire il carico nei confronti dello Stato, che nei programmi di Obama si sta ponendo obiettivi sempre più ampi e costosi di natura sociale, l’intervento di soggetti privati nelle operazioni di salvataggio delle banche non è solo auspicato, ma istituzionalizzato. Si rinuncia alla logica delle mere concessioni di capitale, per abbracciare il controllo statale dei bilanci delle banche e, quindi, si esclude l’acquisto di asset da parte di un fondo. Si affronta il cuore dei problemi – il mercato dei prodotti cartolarizzati – e si cerca di sanare una debolezza fondamentale del programma Paulson: la mancanza di trasparenza e accountability delle banche nei cui confronti si realizza l’intervento pubblico di ricapitalizzazione.

L’effetto leva è stimato in 2.000 miliardi di dollari e sono previste cinque linee di intervento: 1) sostegno al capitale bancario, 2) creazione di un fondo misto di investimento, 3) iniziative a sostegno di nuovi prestiti a consumatori e imprese, 4) oneri di trasparenza e responsabilità delle istituzioni creditizie, 5) sostegno ai mutuatari per evitare il pignoramento.

Il primo punto, denominato Programma di Assistenza al Capitale Bancario (CAP) prevede che il Tesoro americano, di concerto con tutte le autorità di supervisione, per ottenere una valutazione realistica e di lungo periodo delle effettive “condizioni di salute” delle banche, effettuerà un “test di stress” sui loro bilanci, per valutare se hanno il capitale necessario a esercitare attività di prestito e se sono in grado di assorbire le perdite potenziali che potrebbero derivare da un declino economico più severo di quello che ci si attende (16). A fronte dell’intervento pubblico sono emesse azioni privilegiate convertibili, il cui dividendo e prezzo di conversione non è ancora stabilito nel piano. Si

intende strutturare la partecipazione pubblica in modo che le banche siano incentivate a sostituirla con capitale privato o a riscattarla. Sarà anche possibile, previa autorizzazione, permutare le azioni relative al precedente piano con quelle dell'attuale. La gestione dei fondi pubblici che lo stato intende concedere sarà affidata a un Trust. L'esatto ammontare di fondi necessari, non è determinato in partenza ma potrà essere stabilito solo dopo la realizzazione dei test.

2) Creazione di un Public-Private Investment Fund (PPIF).

Come si è già detto, alla creazione del fondo contribuiranno capitali pubblici e privati. Esso acquisterà gli asset "tossici" delle banche per ridurre la componente di maggior rischio dei loro bilanci e consentire lo svolgimento delle attività di finanziamento. Le risorse pubbliche (inizialmente 500 miliardi, che potranno arrivare fino a 1000) saranno fornite dalla Federal Reserve e dalla FDIC, l'agenzia di tutela dei depositi. Non viene chiarito quali soggetti privati possano essere interessati o incentivati a partecipare al fondo. Tuttavia, la presenza di tali soggetti implica una valutazione del prezzo degli asset illiquidi affidata al mercato. Circostanza che potrà implicare due conseguenze: da un lato, si può sperare che venga così fissato un valore "giusto" per tali strumenti, nella prospettiva di ridare fiducia al mercato, con beneficio anche per i contribuenti che eviterebbero il rischio di pagare troppo o troppo poco; ipotesi questa che comporterebbe la necessità di ulteriori interventi pubblici. Dall'altro, un fondo pubblico/privato potrà porre attenzione ad assumere eccessivi rischi e offrire il prezzo più basso con la possibilità di produrre immediate perdite contabili per gli istituti che si intendevano aiutare. Un elemento di perplessità, per le stesse banche, a partecipare al piano di salvataggio che allo stato è fonte di incertezze ed è oggetto di discussione.

3) Sostegno ai prestiti a consumatori e imprese.

La TALF (Term Asset-backed Securities Loan Facility), una misura già presente nel piano Paulson, ma sinora inutilizzata, viene incrementata (di 200 miliardi di dollari, con effetto leva fino a mille miliardi) per finanziare l'acquisto da parte di investitori privati di prodotti cartolarizzati (ABS) garantiti da prestiti per l'acquisto di auto, carte di credito, o concessi a studenti e piccole imprese, assistiti da rating AAA, nonché commercial mortgage-backed securities (CMBS) (17). La Federal Reserve continua il precedente programma di acquisto di obbligazioni emesse da agenzie governative (le GSE, come Fannie Mae, Freddie Mac e le Federal Home Loans Banks) e mortgage backed securities, per un totale di 600 miliardi. Si ripone molta fiducia in questa misura per riattivare il mercato dei prodotti cartolarizzati, tuttora in fase di stasi.

4) Trasparenza, accountability e monitoraggio dei fondi.

Su questi aspetti il nuovo piano presenta i maggiori punti di discontinuità con il TARP, anche perché le valutazioni dei risultati sinora conseguiti da quest'ultimo non sono state del tutto positive, a causa in parte dei continui mutamenti e della sua applicazione un po' erratica. È stato evidenziato come parte delle risorse pubbliche erogate sia stata utilizzata per retribuire i manager o sia stata congelata presso l'impresa piuttosto che concessa in prestito. In alcuni casi, è confluita in operazioni di fusione e acquisizione, che hanno comportato una ulteriore riduzione del personale delle imprese bancarie.

Il nuovo piano prevede, al contrario, che le banche debbano dimostrare come le risorse ottenute abbiano consentito di continuare a concedere credito o di stipulare nuovi contratti in misura maggiore rispetto a quanto sarebbe stato possibile senza il sostegno pubblico. Esse devono, altresì, presentare un piano dettagliato di utilizzo e un resoconto mensile di quanti prestiti hanno concesso a consumatori e imprese e quanti prodotti cartolarizzati (ABS, MBS) hanno acquistato. I dati forniti verranno resi pubblici sul sito del Dipartimento del Tesoro (www.ustreas.gov).

Particolare attenzione si porrà sull'acquisto di azioni proprie e sulle acquisizioni di imprese che dovranno essere autorizzate dal Tesoro, come pure saranno sottoposte a limitazione le distribuzioni di utili agli azionisti. Si stabiliscono limiti ai compensi degli amministratori, incluso il caso di stock

option pagabili solo dopo l'uscita del Tesoro, nonché divieti all'acquisto di beni di lusso da parte delle imprese. Si includono misure per evitare ingerenze politiche o di categoria nell'utilizzo, nella richiesta o nella restituzione dei fondi. È evidente che le imprese, che intendono accedere ai fondi pubblici di aiuto, devono accettare forti limitazioni alla loro autonomia operativa.

Al fine di garantire la massima trasparenza verso i contribuenti, preoccupazione evidente del nuovo piano, saranno rese pubbliche e di facile consultazione tutte le operazioni poste in essere per attuare il piano, compreso il numero delle azioni sottoscritte. I relativi dati dovranno essere comparati con i prezzi di mercato di analoghe transazioni, se disponibili.

5) Evitare i pignoramenti.

L'ultima parte del piano si occupa del sostegno al mercato immobiliare, venendo incontro ai proprietari di abitazioni in grave difficoltà dopo la crisi.

Si tratta di una misura economico-sociale che intende venire incontro ai soggetti che rischiano di perdere l'immobile acquistato con i mutui subprime. Il Tesoro e la FED, da un lato, investiranno fino a 600 miliardi nell'acquisto di obbligazioni e prodotti cartolarizzati emessi dalle GSE e impegneranno risorse fino a 50 miliardi per prevenire pignoramenti "evitabili" di case già occupate. Le istituzioni chiederanno l'impegno a tutti i soggetti che aderiscono al programma a partecipare a piani di rinegoziazione dei mutui (foreclosure mitigation) secondo regole stabilite dal Tesoro.

Rimane ancora aperta la questione circa i soggetti specificamente deputati a effettuare la rinegoziazione dei mutui e ad evitare i pignoramenti, ossia se affidarla all'Autorità giudiziaria, competente per le procedure fallimentari, o alle Camere di conciliazione. Come pure non sono ancora definite le misure per incentivare le banche a partecipare a tali piani.

5. - Purtroppo l'attuazione del piano, per la parte finanziaria, sta tuttora incontrando numerosi ostacoli. Come pure alcuni elementi devono ancora essere precisati. Il primo passo della sua realizzazione è, intanto, cominciato con il varo del Capital Assistance Program (CAP) che condurrà i "test di stress" nelle maggiori banche (quelle che hanno più di 100 miliardi di asset) e, individuate quelle più fragili, inietterà capitali freschi in cambio di titoli preferenziali convertibili.

Obama, il grande comunicatore, non riesce ancora a convincere Wall Street sull'efficacia delle misure anticrisi (18) a favore delle banche. E il dilemma tra una nazionalizzazione – che tutela maggiormente gli interessi dei contribuenti chiamati a finanziare i salvataggi – e una partecipazione al capitale in percentuale non troppo elevata – non spaventa troppo gli investitori – si ripresenta costantemente al nuovo presidente. Anche perché la voragine dei conti USA, a dire degli analisti finanziari, continua a crescere(19). Nel frattempo il Presidente presenta al Paese riforme sociali di grande respiro.

Note:

(*) Il presente saggio è il primo di una serie dedicata alle misure di contrasto alla crisi, cui seguiranno quelli relativi all'ordinamento comunitario, ai principali Paesi dell'Unione Europea, all'ordinamento italiano.

(1) Tra i principali contributi giuridici si segnala: Engel, McCoy, A tale of three markets: the law and economics of predatory lending, in Texas law review, 2002, p. 1255. Gli autori sono stati tra i primi a segnalare i rischi di una politica di facile concessione dei mutui ipotecari. V. gli atti dei Convegni: Crisi dei mutui subprime ed efficacia dei controlli, Napoli 13 marzo 2008; L'ordinamento finanziario dopo le crisi, Napoli 8 maggio 2008, ora in Rispoli Farina, Rotondo (a cura di), La crisi dei mercati finanziari, Giuffrè, Milano 2009 (in corso di stampa); e I nuovi

equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori, Courmayeur, 26-27 settembre 2008; per i profili economici, si veda Banca d'Italia, Bollettino economico, gennaio 2009, n. 55.

(2) V. McCoy, Il contagio dei subprime, in Rispoli Farina, Rotondo, Le crisi, cit.

(3) Per le cause strutturali della crisi di utile consultazione, Audizione del presidente della Consob Lamberto Cardia. La crisi finanziaria internazionale e i suoi riflessi sull'economia italiana, Senato della Repubblica, 6° Commissione Finanze e Tesoro, Roma 14 ottobre 2008, in www.consob.it. Alla base delle operazioni di cartolarizzazione, l'attività delle agenzie governative americane che acquistano mutui e prestiti dalle banche, finanziandosi con l'emissione di obbligazioni, con l'obiettivo finale di favorire l'acquisto di abitazioni da parte di famiglie non abbienti. Nel Report of Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, del 7 aprile 2008, p. 14, vi è l'analisi delle operazioni di cartolarizzazione, realizzata attraverso le "società veicolo" (special purpose vehicle) che hanno all'attivo un pool di attività finanziarie e emettono al passivo titoli (ABS). Gravi lacune di trasparenza sia per i soggetti della securitization, che per gli strumenti della stessa, sono emerse nelle indagini sulle crisi. Le banche di investimento hanno acquistato quote consistenti dei titoli più rischiosi, hanno offerto protezione dal rischio di insolvenza attraverso contratti derivati sul rischio di credito, hanno concesso garanzie, linee di credito e di liquidità alle società emittenti i titoli. In tal modo, il processo di cartolarizzazione non ha realizzato la riallocazione del rischio di credito al di fuori del sistema bancario, né una migliore ripartizione. Ma al contrario i rischi sono risultati in larga misura riconcentrati all'interno del sistema. Cardia, Audizione, cit. Il sistema bancario degli Stati Uniti negli anni '80 del novecento aveva fortemente espanso la sua attività, in un clima ispirato alla deregulation che ha visto le Autorità consentire alle banche di operare con requisiti di capitale molto flessibili. Il contestuale insediamento di società in Europa, con sede a Londra e la possibilità di commercializzare servizi e prodotti, ha consentito alle banche di investimento di espandersi nel mercato europeo.

(4) Onado, Crisi finanziarie e vigilanza, in Rispoli Farina, Rotondo, Le crisi finanziarie, cit., ricorda che una corsa agli sportelli non si verificava in Inghilterra dal 1866, né tanto meno una nazionalizzazione.

(5) V. McCoy, op. cit.

(6) Onado, op. cit., sottolinea la "globalità" della crisi, sviluppatasi con una virulenza tale da causare una vera epidemia, intensa e imprevedibile. All'inizio del 2006 i subprime ammontavano a circa 700 miliardi di dollari; sulla loro base furono creati ulteriori titoli (ABS) per un multiplo di tale somma e su questi altri derivati e così via. Come si è rilevato nel testo, allorché i debitori dei mutui subprime hanno iniziato ad avere problemi di solidità, non solo si è ridotto il valore e dei mutui, creando perdite potenziali per le banche, ma soprattutto si è ridotto il valore dei titoli sulla cui base erano stati creati titoli determinando un effetto di perdite "a catena", di valore incommensurabile.

(7) V. McCoy, op. cit.

(8) Si veda, per una efficace sintesi degli interventi di salvataggio D'Apice, Crisi subprime i fatti salienti: dal fallimento di Lehman al salvataggio di Citigroup, in Nel merito, 9 gennaio 2009. La cronaca degli eventi clou inizia il primo weekend di settembre quando il ministro del Tesoro Paulson annuncia la nazionalizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac che versano in gravi difficoltà. Le due società para-statali garantiscono più del 50% dei mutui in circolazione (per un controvalore di circa \$5 trilioni) e la loro sopravvivenza è essenziale a limitare la caduta del prezzo degli immobili. Il weekend successivo, le istituzioni statunitensi lasciano fallire Lehman Brothers che, dopo oltre 150 anni di attività, dichiara la bancarotta più grande della storia americana con oltre \$600 miliardi di debiti. Lo stesso giorno, Merrill Lynch viene acquistata da Bank of America per circa \$50 miliardi, ma è il fallimento di Lehman a scatenare il panico sui mercati: l'indice Dow Jones perde 504 punti, segnando la caduta più grave dagli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001. Gli intermediari più esposti nei confronti di Lehman sono i fondi monetari USA le cui difficoltà bloccano definitivamente il mercato della carta commerciale. Pochi giorni dopo, AIG, una delle più grandi compagnie assicurative del mondo, rischia il fallimento per scommesse azzardate in

contratti derivati legati all'andamento del mercato immobiliare. Solo l'intervento della FED scongiura la bancarotta con un prestito di \$85 miliardi in cambio del 79,9% del capitale azionario. I crolli dei mercati azionari e il blocco del credito a breve termine diffondono seri dubbi sulla tenuta del sistema finanziario internazionale. Gli operatori non hanno più fiducia gli uni degli altri e quello che più preoccupa è il blocco delle funzioni di breve periodo essenziali per supportare l'economia reale come, ad esempio, eseguire transazioni e fornire credito alle imprese. Il vortice negativo viene interrotto, temporaneamente, il 18 settembre quando Paulson annuncia un piano di salvataggio di oltre \$700 miliardi per arginare la crisi finanziaria. Nella prima versione, di sole 3 pagine, l'intento è acquistare i titoli finanziari, definiti "tossici", dalle banche in difficoltà. L'iniziativa, accolta positivamente dai mercati azionari, solleva però un acceso dibattito tra politici e studiosi. Il cuore del problema è riuscire ad attribuire un valore ai titoli strutturati, ormai privi di un mercato di riferimento, che non sia né troppo basso, e quindi penalizzante per le banche, né troppo alto e, quindi, penalizzante per i contribuenti.

(9) Per una efficace sintesi degli eventi, si vedano: Piano di stimolo economico. La barricata dei repubblicani contro Obama, 30-01-2009; Obama. Più credito alle imprese e alle famiglie. Mutui meno cari, 01-02-2009; Crisi Usa. Braccio di ferro sul piano di rilancio dell'economia. Pressione sul Gop, 03-02-2009, in America Oggi, 2009. Circolavano molti interrogativi su come il governo intendesse far fronte al salvataggio, che l'opposizione valutava in 900 miliardi di dollari. Il Wall Street Journal stimava che il piano di creare una 'bad bank' che assorbisse debiti e titoli tossici sarebbe costato 2.000 miliardi di dollari. Obama si spinse fino a recarsi di persona a Capitol Hill per cercare di convincere i repubblicani, ma si sentì rispondere che era "un ottimo piazzista" che però offriva un prodotto che l'opposizione non intendeva comprare. Alla Camera, i repubblicani si sono presentati con un piano alternativo da 478 miliardi di dollari, in gran parte fatto di tagli fiscali, che a loro avviso avrebbe salvato 6,8 milioni di posti di lavoro (contro i 3-4 milioni in due anni promessi da Obama). Cifre respinte con forza dalla Casa Bianca. Si lavorava anche per instaurare un dialogo, mentre il presidente Obama spiegava che le banche americane si trovano "in una posizione molto vulnerabile" e la situazione ereditata è talmente pessima che "è probabile che le banche non abbiano ancora la piena consapevolezza delle perdite che verranno complessivamente raggiunte". "Alcune di loro non ce la faranno", aggiungeva profeticamente il presidente, anche perché dovranno cancellare non pochi dei loro asset tossici. Per l'amministrazione Obama, comunque, il "campo di battaglia" non era solo all'interno del Congresso: oltre a repubblicani e americani, il Presidente doveva cercare di convincere i mercati finanziari mondiali della bontà del suo piano.

(10) Cfr. Vella, La discarica che si chiama bad bank, in Lavoce.info, 3 febbraio 2009.

(11) Un'efficace sintesi dei contenuti del piano in Borsa Italiana, London Stock Exchange Group, 19 ottobre 2008; Per le critiche, Zingales, Paulson: Dove sbaglia il piano Paulson, in Lavoce.info, 22 settembre 2008.

(12) Onado, op. cit.

(13) Vella, op cit., sottolinea l'esigenza di criteri chiari che definiscano bene i confini tra il proprietario e il regolatore, perché solo così si possono realizzare interventi, indubbiamente dolorosi per la collettività, che abbiano tempi certi, garanzie di trasparenza e di tutela del mercato e degli interessi pubblici.

(14) Il progetto viene "svelato" poco prima che il presidente della FED, Ben Bernanke, apparisse in Senato per un'audizione sull'attuazione dei programmi a disposizione della banca centrale a sostegno del credito.

(15) Il piano e la sua composizione è consultabile nel sito del Tesoro (www.ustreas.gov). Tra i commenti si veda in Borsa italiana, Il piano obama, 13 febbraio 2009; ANSA.it, Piano-banche, fino a 2.000 mld per sistema, 13 novembre 2009; Russo, Provaci ancora, zio Sam, in Lavoce.info, 13 febbraio 2009.

(16) Al test devono sottoporsi obbligatoriamente tutti gli istituti con asset consolidati superiori a 100 miliardi di dollari e solo così potranno avere accesso ai fondi pubblici. I fondi pubblici opereranno come una forma di "contingent equity" che preluderà all'ingresso di capitale privato e

assicurerà nel breve termine che le banche continuino o incrementino la loro attività di concessione dei prestiti i prestiti all'economia reale.

(17) Il Tesoro prevede, dietro consultazione con la Fed, di estendere l'ambito di applicazione della misura anche ai non-Agency residential mortgage-backed securities (RMBS) e ad asset garantiti da obbligazioni societarie.

(18) Cfr. La settimana calda delle banche USA, e Obama deve convincere Wall Street, in Corriere della sera, 25 febbraio 2009.

(19) Roubini, La voragine dei conti USA, in La Repubblica, 25 febbraio 2009, p. 36, la quantifica in 1,8 trilioni di dollari.