

## L'enigma americano

*di Luigi Spaventa*

In marzo le autorità americane evitarono il fallimento della banca d'affari Bear Stearns: per consentirne l'acquisto da parte di JP Morgan Chase, si offrì una garanzia di 29 miliardi di dollari sul valore stimato delle sue attività. Agli inizi di questo mese il Tesoro americano ha di fatto nazionalizzato le due massime istituzioni di credito fondiario (Fannie e Freddie, privatamente possedute ma pubblicamente protette) assumendo l'onere delle loro obbligazioni, con un costo potenziale assai elevato. Lo scorso fine settimana Tesoro e banca centrale hanno rifiutato categoricamente di lanciare un salvagente a Lehman.

La banca d'affari, assai più grande di Bear Stearns, è stata perciò costretta a dichiarare bancarotta, con conseguenze ancora non definite per le sue controparti. Si constata intanto che Aig, il più grande complesso assicurativo del mondo, si trova in una situazione al confine fra illiquidità e insolvenza: la Federal Reserve, pur senza competenze di vigilanza e forzando l'interpretazione di un oscuro articolo della legge, concede un prestito di 85 miliardi di dollari a un tasso superiore di ben 8,5 punti a quello interbancario; il governo assume il controllo della gestione della società. Sano pragmatismo, quello delle autorità americane, o incoerenza di comportamenti nel tentativo di far fronte a questa successione di disastri non previsti? L'uno, forse, e l'altra.

Se vi fu incoerenza, essa si manifesta nella differenza fra il trattamento concesso a Bear Stearns e quello inflitto a Lehman. Più interconnessa la prima della seconda con il resto del sistema finanziario? Resta da provare. Più probabilmente si pensò che con Bear Stearns si sarebbe chiusa la fase acuta di una crisi invece solo agli inizi. Mancando singolarmente negli Stati Uniti un meccanismo di governo ordinato delle crisi bancarie, si temette che un secondo salvataggio avrebbe allungato la fila dei questuanti.

Un necessario e opportuno pragmatismo ispira invece gli interventi sia su Fannie e Freddie sia su Aig. Nel primo caso occorre evitare la paralisi del mercato dei mutui residenziali, già in crisi per conto suo. Nel secondo, il fallimento avrebbe prodotto effetti sistemici ben più devastanti che non quello delle due banche d'affari. Il regolatore (statale e non federale) competente per Aig, aveva consentito, nel suo sonno, che all'interno del conglomerato nascesse e si sviluppasse una repubblica indipendente (Aig Financial Products), gagliardamente impegnata in tutte le magie della nuova finanza: non solo nella concessione e nell'impacchettamento di mutui, ma, soprattutto, nella vendita agli investitori di protezione contro l'insolvenza di obbligazioni rappresentative del credito da essi possedute: l'esposizione in questi credit default swaps supera i 440 miliardi di dollari. Le agenzie di rating davano a Aig il voto di massima affidabilità (AAA): la protezione offerta da una società di tanta reputazione consentiva agli investitori che la acquistavano (soprattutto istituzioni finanziarie) di classificare in modo analogo le obbligazioni in portafoglio. Il fallimento di Aig, vanificando il riparo dall'insolvenza, avrebbe in conseguenza liquefatto i valori degli strumenti protetti nei portafogli delle istituzioni finanziarie: una spinta decisiva a un ulteriore avvittamento della crisi, dunque, con ulteriori perdite e rischi gravi di ulteriori insolvenze. Questi rischi andavano evitati nella misura del possibile. Con il prestito e con l'assunzione di un controllo pubblico sarà forse possibile un'ordinata liquidazione della società onorandone al tempo stesso gli impegni.

Tutti quelli elencati sono interventi di emergenza: non impediscono il sorgere di un fenomeno, ma cercano solo di contenerne gli effetti maligni. Una volta che le caratteristiche della crisi erano divenute palesi ? con il coinvolgimento del sistema bancario in una spirale viziosa fra caduta nel valore degli attivi e possibilità di finanziamento ? non era possibile dividere soluzioni strutturali più lungimiranti, invece di procedere caso per caso a seconda della necessità immediata? La domanda è ormai accademica, ma una risposta, positiva, esisteva. Era quella che fu data in occasione di una

precedente crisi delle casse di risparmio americane e, soprattutto, quella che negli anni Ottanta risolse il problema dell'indebitamento dei paesi in via di sviluppo verso le banche: togliere dai bilanci delle banche le obbligazioni che furono all'origine della crisi e sostituirle, sia pure a condizioni penalizzanti, con carta di diversa natura, liquida e affidabile. Dopo tutto si sta facendo circa la stessa cosa, con un intervento pubblico anche più penetrante; ma in modo disordinato e inefficace. Così la paura continua, mentre è venuta meno ogni fiducia fra controparti: una situazione pesante in un mercato, come quello finanziario, ove, come è stato detto efficacemente, si negoziano promesse.