

Il risparmio e i suoi nemici

di Mauro Marconi*

Sommario

L'autore presenta una lettura della crisi finanziaria sistemica conclamata col fallimento della Lehman Brothers. Utilizza, come chiave interpretativa degli avvenimenti, il concetto di inquinamento finanziario proposto da Federico Caffè nel 1971. Ricostruisce il quadro informativo disponibile nella pubblicistica corrente dall'agosto 2007 all'agosto 2008. Mostra come il ritardo col quale viene percepita la dinamica e la dimensione della crisi possa trovare una delle sue ragioni nell'opacità tipica degli strumenti coi quali l'innovazione finanziaria si è realizzata nei mercati e nelle istituzioni. In questa prospettiva, la socializzazione della sovrastuttura finanziaria realizzata coi salvataggi bancari non è solo una proposta di razionalizzazione e riforma dell'economia di mercato, quale era nei primi anni settanta, ma anche e soprattutto una condizione necessaria alla sopravvivenza della stessa.

Parole Chiave: innovazione finanziaria, salvataggi bancari, informazioni economiche.

The economy and its enemies

Abstract

The author offers an interpretation of the systemic financial crisis set off by the collapse of Lehman Brothers. Events are interpreted in the light of the concept of financial pollution introduced by Federico Caffè in 1971. Information, made publicly available between august 2007 and august 2008, is reconstructed. The author focuses on the typical opaqueness accompanying financial innovation both at market and institutional level as one of the causes of the delay in perceiving the dynamics and the dimension of the crisis. Based on this perspective, the socialisation of the financial over structure by means of bank bailouts is seen not only as a way of rationalising and reforming the market economy, as it was at the beginning of the 1970s, but also and more significantly as a necessary condition for its survival.

Keywords: financial innovation, bank bailout, economic informations.

* Relazione presentata al convegno "Federico Caffè: attualità di un riformista scomodo", Facoltà di Economia, Università degli Studi di Macerata, Laboratorio Fausto Vicarelli, 11 novembre 2008.

° Ordinario di Economia dei mercati e delle istituzioni finanziarie all'Università di Macerata, Piaggia della Torre, 8, 62100 Macerata. E-mail:marconi@unimc.it

1. L'inquinamento finanziario

L'inflazione è la più iniqua delle imposte per il trasferimento di ricchezza che opera dai debitori ai creditori. Rappresenta una patologia del sistema economico. La stabilità dei prezzi fa parte degli obiettivi assegnati alle banche centrali. In alcuni casi, specificatamente nel caso della Banca Centrale Europea, fa parte del suo statuto istitutivo in virtù del quale la quantifica, pur nella necessaria flessibilità della sua lettura. È un obiettivo fondamentale posto alla base di un quadro macroeconomico orientato allo sviluppo.

La stabilità dei prezzi è altresì necessaria volgendo lo sguardo al passato e non solo al futuro. In questa prospettiva, il legame tra passato e futuro è rappresentato dallo stock di capitale a disposizione della collettività e dal risparmio accumulato per il suo finanziamento. L'inflazione non è il loro unico nemico. Nell'ambito di un'economia di mercato il nemico più subdolo del risparmio è rappresentato dalle crisi borsistiche e bancarie capaci di "bruciare" svariati miliardi di euro di capitalizzazione in un solo giorno e di distruggere quindi ricchezza.

Su questo tema Federico Caffè, sicuramente un economista scomodo, ha riflettuto fin dagli inizi degli anni settanta. Ha colto una sorta di strabismo delle banche centrali e della ricerca economica che, entrambe orientate sul primo nemico, hanno lasciato ai margini della riflessione sistematica i problemi della stabilità del sistema finanziario e delle sue implicazioni ultime.

"Ci sorprende il silenzio di coloro che non tralasciano occasione per stigmatizzare l'erosione che il risparmio e la ricchezza finanziaria subiscono per effetto dell'inflazione", ci ricorda Caffè (1971), che non manca di sottolineare come "non di sola inflazione viene dilapidato il risparmio e che vicende come quelle che si riscontrano in borsa costituiscono una forma brutale e ingiustificabile di sfruttamento dei risparmiatori che, in buona fede, si sono accostati al mercato borsistico". Questa affermazione trae origine da un'analisi in cui "le vicende della borsa o più in generale dei mercati finanziari non cessano di stupire anche chi sia da tempo convinto che sia un'istituzione ormai anacronistica" nell'ambito della quale, viene ulteriormente specificato, non si "favorisce il rigore competitivo poiché la borsa non porta ad una formazione di prezzi che possa dirsi socialmente ottimale". In altri termini, Caffè ritiene che nell'ambito dei mercati esista un "inquinamento finanziario" il cui costo sociale sembra meritare quell'attenzione che oggi è di moda riservare agli altri aspetti di perturbamento ecologico. Specificatamente, gli elementi su cui Caffè pone l'accento sono le operazioni speculative allo scoperto, la commissione di interessi che si

accentra negli operatori specializzati, la connessione tra l'attività bancaria e l'attività borsistica.

A fronte di tale "inquinamento finanziario" viene constatato che le autorità monetarie non sono in grado di fornire un'adeguata rete di sicurezza di fronte alle insorgenti difficoltà e che la deregolamentazione del sistema bancario aggravava una già preesistente carenza di disciplina.

Questa visione mostra tutta la sua attualità una volta che venga utilizzata per analizzare le vicende più recenti dei mercati finanziari, di come una turbolenza nata in una parte periferica del sistema creditizio statunitense, nell'arco di ben quattordici mesi si sia trasformata in una crisi finanziaria sistemica.

2. Una valutazione dell'informazione

Esiste una molteplicità di letture della crisi finanziaria sistemica in corso e sulle possibili, e nefande conseguenze sull'economia reale. Economisti e storici dell'economia avranno modo di confrontarsi sulle cause prime. È presumibile, come in ogni altro disastro, che esistano una pluralità di cause concomitanti. In queste riflessioni non si vogliono percorrere i tempi di un futuro dibattito le cui linee guida accademicamente protocollari sono fin da oggi immediatamente evidenti. Si vuole semplicemente offrire una lettura degli avvenimenti mentre gli stessi stavano accadendo, giorno dopo giorno.

Sono disponibili in rete molte *time line* che ricostruiscono le vicende più importanti connesse alla turbolenza finanziaria¹. L'importanza di un fenomeno che viene registrato dipende crucialmente dalla visione preanalitica dell'osservatore e dalla sua sensibilità. Il punto di vista che si vuole qui assumere è quello di un operatore di diligenza ordinaria e di cultura economica media, non quello dei ricercatori di professione, né quello di un consulente, piuttosto quello di un lettore di informazioni economiche che si aggrava, tempo per tempo, dalla lettura de *Il Sole 24 Ore*. A tale scopo, è stato costruito un archivio delle notizie che un lettore medio ha ritenuto essere rilevanti. Il concetto di rilevanza utilizzato è stato quello proprio connesso alla valutazione degli articoli giornalistici, rispetto alla quale la posizione dell'articolo, il numero di colonne del titolo, la lunghezza, sono alcuni degli elementi costitutivi.

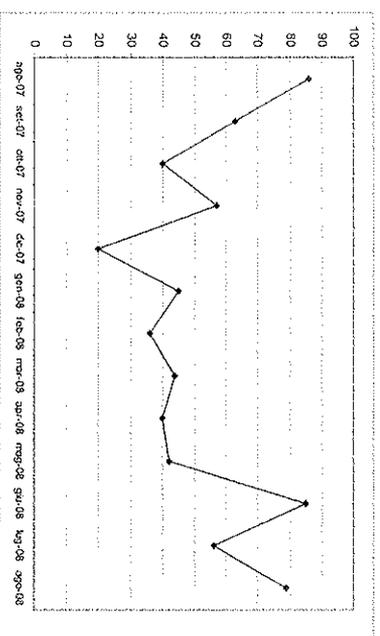
¹ Cfr. WallStreetJournal.com

L'archivio è stato costruito in due *step* riconducibili prima ad una lettura sommaria e, quindi, ad una lettura attenta. Le due letture sono coeve e sono state effettuate da un pubblicista professionista e da un laureanda in materie economiche. Questo *modus operandi* ha permesso, dal 1° settembre 2007 al 31 agosto 2008, di individuare 588 articoli ciascuno dei quali è stato ponderato in base alla sua rilevanza giornalistica (Verolini e Stortini, 2008).

3. Una periodizzazione

Le dinamiche di una crisi bancaria e finanziaria sono note. La letteratura sul tema si è confrontata con questi fenomeni. In essa esiste una crescente consapevolezza dell'accresciuta fragilità del sistema finanziario internazionale². Il sintomo principale di una crisi borsistica e finanziaria è costituito dalla illiquidità degli operatori ed il primo intervento è rappresentato da un accrescimento dell'offerta di moneta. Solo successivamente viene diagnosticata l'esatta dimensione del problema. Si provvede quindi al suo superamento attraverso la domiciliazione delle perdite ed il loro ripianamento. Queste sono le fasi che permettono, attraverso un'ordinata liquidazione delle immobilizzazioni e delle perdite presenti nei bilanci degli operatori, di saturare gradualmente la ferita che si è creata nel tessuto finanziario.

Fig. 1 - Rilevanza dei sintomi



Sulla base di questo schema analitico la banca dati delle informazioni rilevanti può essere riclassificata in vario modo.

² Banca dei Regolamenti Internazionali (2002), Bini Smaghi (2000).

Imitandoci alle notizie che si soffermano prevalentemente sui sintomi riscontrabili nell'economia statunitense e ponderandole con la loro rilevanza giornalistica, possiamo rappresentarle graficamente. La loro dinamica ci permette di isolare tre diversi periodi (1 agosto-31 dicembre 2007; 1 gennaio-31 maggio 2008; 1 giugno-31 agosto 2008) che possiamo identificare come tre diverse fasi della turbolenza che chiamiamo rispettivamente: l'alba della turbolenza, una tormentata convalescenza, una grave recrudescenza.

4. L'alba della turbolenza

Nell'agosto 2007 una turbolenza finanziaria spira sui mercati statunitensi ed intensifica la sua forza.

Il primo segnale inequivocabile arriva il 5 agosto 2007 (Valsania, 5 agosto 2007), il giorno in cui, con la bancarotta dell'American Home, si manifesta un rischio di credito di 250 miliardi di dollari. Nascono i primi interrogativi, vengono presentate le prime analisi e i legittimi dubbi sulla dinamica più recente dell'instabilità dei mercati. Si identificano le cause e le prime vittime. Le cause sono i mutui *subprime*. Le vittime sono, in prima istanza, i loro sottoscrittori, ma non solo (Rioffi, 11 agosto 2007).

Appare lentamente in tutta la sua evidenza che, negli Stati Uniti d'America, stipulare un mutuo sia stata un'operazione estremamente facile da compiere, "più facile che acquistare un'arma da fuoco". Vero è che se un soggetto ha un alto merito di credito è per lui possibile stipulare un mutuo ad un buon tasso. Se, per contro, è un cliente *subprime*, un soggetto che non ha alle sue spalle una storia finanziaria senza macchia, può sempre trovare una qualche società finanziaria specializzata che finanzia il cento per cento del costo dell'immobile. Se ha un pò di fortuna e un sufficiente ardore può chiedere un mutuo per un importo superiore rispetto all'immobile sul quale verrà iscritta l'ipoteca. Si può sempre investire in Borsa la differenza. I guadagni attesi, guardando al passato, sono più che allettanti e vale la pena sostenere qualche rischio. Se si ha una qualche difficoltà di pianificazione finanziaria, si ha sempre la possibilità di trovare un qualche consulente/promotore che, sulla base di incrollabili e matematiche certezze può mostrare come, data la dinamica crescente dei prezzi delle abitazioni, data la dinamica crescente dei mercati borsistici, fermi restando gli attuali tassi di interesse ed i redditi conseguibili dalle prestazioni lavorative, esista sempre la possibilità che sommando al reddito da lavoro i *capital gain*, ottenibili dagli investimenti in borsa, di pagare le rate di un mutuo per l'acquisto di una abitazione e forse avere ancora un pò di risorse a disposizione per so-

stenerne livelli di consumo altrimenti incompatibili con il livello del reddito da lavoro.

Il comportamento da parte delle famiglie *subprime*, e di tutte quelle che vogliono cogliere la congiuntura favorevole all'indebitamento, delle banche e delle società di credito immobiliare non costituisce un problema. L'innovazione finanziaria sembra poter risolvere di per se stessa qualunque criticità possa nascere da un ogni tipo di rapporto fondato sulla proprietà immobiliare o dal venir meno di alcune delle ipotesi sottostanti alla convenienza economica dell'indebitamento.

Il sistema finanziario statunitense si è molto evoluto. Le istituzioni e le banche che concedono il mutuo ipotecario hanno la possibilità di trasferire il credito o alternativamente solo il rischio di insolvenza del cliente. Sotto questi due profili esistono degli incentivi, monitorare l'andamento di un rapporto di credito è costoso, crea un senso di responsabilità della banca nei confronti dei prenditori e dei depositanti. Per contro, trasferire il rischio di credito non è affatto complesso. Vero è che questo nuovo *modus operandi* può allentare il rigore necessario nella valutazione del merito di credito sin dalla sua concessione. In effetti, è questo uno dei limiti fondamentali dell'innovazione finanziaria che ha fatto emergere negli Stati Uniti un tipo di attività bancaria orientata a distribuire gli strumenti finanziari piuttosto che a detenerli.

L'8 agosto, giorno identificato nella pubblicistica come il giorno d'inizio della turbolenza, tre fondi d'investimenti di Bnp-Paribas, congelano i riscatti per l'impossibilità di determinare i prezzi delle singole quote (Ursino, 10 agosto 2007). Tali fondi hanno, fra loro attività, strumenti finanziari collegati a mutui *subprime*. Nella stessa notte gli effetti a catena della crisi dei mutui Usa hanno colpito pesantemente le borse in Asia.

Giovedì 9 agosto è il "giovedì nero" della crisi dei *subprime*. A Wall Street l'indice S&P perde il 3 per cento, le piazze europee registrano una riduzione delle quotazioni compresa tra l'1 e il 3 per cento.

Venerdì 10 agosto, la Bce immette liquidità per 61 miliardi di euro, mentre la Fed interviene con 38 miliardi di dollari. La più grande iniezione di liquidità dopo l'attacco dell'11 settembre alle Torri Gemelle.

Il 19 agosto una società finanziaria, la Sentinel, deve alzare bandiera bianca (Longo, 19 agosto 2007). Dopo aver congelato le attività in portafoglio, ha portato i libri in tribunale chiedendo l'ammissione all'amministrazione controllata (Chapter 11) per evitare la bancarotta vera e propria. Una cupa ombra d'incertezza avvolge i mercati. L'epidemia dei mancati pagamenti nei prestiti *subprime* ha soppiantato nello stato psicologico dell'americano medio il terrorismo e il Medio Oriente quali rischi immanenti (Valsania, 28 agosto 2007).

La fiducia del pubblico e degli operatori finanziari vacilla. Le informazioni che giungono dai mercati ed ai mercati sono allarmanti. I contraccolpi della stretta del credito immescata dalla turbolenza arrivano a lambire i sanitari della finanza finora ritenuti intoccabili. Si sta creando un *credit crunch* malgrado le banche centrali non stiano lesinando la liquidità al sistema creditizio e borsistico.

La banca d'affari Merrill Lynch registra un profondo ridimensionamento degli utili a causa delle perdite (Filippetti, 15 settembre 2007; Grassani, 28 settembre 2007). Merrill Lynch è una banca d'affari, una banca d'investimento, il suo blasone non l'avrebbe mai portata a negoziare mutui con soggetti *subprime* (Valsania, 25 ottobre 2007).

Parallelamente a ciò, si manifesta sui mercati il caso della Citigroup. Il suo conto economico non ha migliore sorte. Sulla vecchia regina del sistema bancario mondiale pesano le svalutazioni che ridimensionano del 31 per cento l'utile trimestrale (Platero, 2 novembre 2007).

5. L'opacità del sistema finanziario

Finisce sotto analisi la più recente evoluzione del sistema finanziario il cui *driver* fondamentale è rappresentato dagli strumenti di trasferimento del rischio di credito: sono le piramidi finanziarie e i mercati senza rotta che finiscono per essere posti sul banco degli imputati (Onado, 28 settembre 2007). Si evidenziano le criticità di un sistema finanziario nel quale istituzioni bancarie hanno sposato la *nuova* filosofia di gestione del trasferimento del rischio di credito accantonando quella, *tradizionale*, della sua detenzione.

Le tecniche di trasferimento del rischio di credito, ben note nella letteratura economico-bancaria, nell'accademia e negli ambiti operativi (Crivellari, 2007), fanno ora parte della cronaca.

Il lettore attento percepisce gradualmente che il mondo della finanza è cambiato. La banca che concede un prestito ipotecario può costituire infatti un *Special Purpose Vehicle* (SPV) al quale cede il suo portafoglio mutui. L'SPV emette, al fronte dei mutui acquistati, gli *Asset Backed Securities* (ABS), strumenti di natura obbligazionaria, che danno il diritto di riscuotere il flusso di interessi connesso ai mutui acquistati. Tale nuovo prodotto può essere sottoscritto da un diverso operatore finanziario che finisce per sostenere tutti i rischi connessi ad uno strumento che per sua natura si presenta con un profilo di rischio ed un tasso di rendimento superiore rispetto a quello dei mutui ipotecari sottostanti.

Le tecniche dell'innovazione finanziaria permettono di suddividere in diverse *tranche* gli ABS assegnando a ciascuna un diverso diritto prioritario di riscuotere gli interessi dei mutui. In questa prospettiva, può esistere una *tranche senior*, una *mezzanine* ed una *junior*. In altri termini, al medesimo prodotto della cartolarizzazione possono essere associati tre diversi livelli di rischio e tre diversi tassi di rendimento.

I mercati finanziari sono ora, per effetto della cartolarizzazione, più completi. Nello spazio rischio-rendimento esiste una maggiore quantità di combinazioni possibili rispetto a quelle che sarebbero esistite senza un tale processo. Il sistema finanziario è dunque più efficiente.

L'innovazione finanziaria non passa solo attraverso gli SPV, passa anche attraverso altre istituzioni quali gli *Investment Purpose Vehicle* (IPV) che trovano anch'essi una ragione d'essere nell'ambito di esigenze specifiche del sistema bancario e finanziario. In particolare, anche attraverso gli IPV possono essere estratti dai bilanci delle istituzioni bancarie singole poste per essere contestualmente trasferite ad istituzioni create per la loro specifica gestione. Non si tratta solo di un'operazione di *windows dressing*. È un elemento fondamentale della creazione di un sistema finanziario parallelo a quello ufficiale la cui ragione ultima non è quella di permettere una maggiore fluidità nel processo di trasmissione dei fondi dagli operatori in surplus agli operatori in deficit. Queste società vanno più semplicemente ricondotte alla necessità di creare nel sistema finanziario dei *Remote Vehicle* capaci di allontanare dai bilanci bancari i rischi senza che altri soggetti, diversi dalle banche originanti, se ne assumano l'onere.

Esiste un ulteriore livello di innovazione finanziaria nel quale possono essere creati altri soggetti giuridici capaci di operare una cartolarizzazione di secondo e, astrattamente, di emesimo livello. Tali operatori acquisiscono gli strumenti della prima cartolarizzazione, li uniscono ad altri strumenti obbligazionari o ad altri strumenti creditizi, per emettere, infine, nuovi strumenti, i *Collateralized Debt Obligation* (CDO), che a loro volta completano lo spazio rischio-rendimento e sono astrattamente disponibili per altri operatori.

Un euro di mutuo immobiliare genera un multiplo di strumenti finanziari. In ultima analisi, "chi concede il mutuo non se ne assume il rischio perché, un minuto dopo che l'ha stipulato qualcun altro l'ha già cartolarizzato e un altro ancora ha aggiunto derivati chiamati CDO. Ma non è finito, perché l'ingegneria finanziaria ha inventato i CDO al quadrato (...). Questa roba è stata venduta al mondo intero: fondi comuni, fondi pensione, banche europee e istituti asiatici".

6. La distruzione del risparmio

Quando tutte le ipotesi utilizzate dal promotore finanziario medio per convincere il cliente *subprime* a stipulare un contratto di mutuo immobiliare si scontrano con una realtà che si comporta in modo totalmente opposto, ad una ad una cadono. I bilanci dei creditori vanno in crisi di liquidità. Lo squilibrio si trasmette agli operatori finanziari attraverso le perdite connesse all'aumento del tasso di morosità nei pagamenti dei mutui. Gli ABS ad essi collegati perdono di valore indipendentemente dal privilegio che avevano sulla riscossione degli interessi e delle quote capitale. I prezzi dei CDO, parallelamente, crollano. Le perdite in conto capitale incominciano ad apparire copiose nei bilanci bancari, malgrado la loro protezione operata dai *Reserve Vehicle*.

Qual è la dimensione delle perdite latenti all'interno del sistema finanziario statunitense? La domanda è ricorrente. Esistono dubbi sulla sua risposta. Le stime delle perdite vengono continuamente corrette al rialzo. Una prima valutazione del presidente della Fed, Bernanke, posiziona le perdite per il sistema finanziario statunitense, tra i 50 e i 100 miliardi di dollari. Qualche mese dopo, il Fondo Monetario stima le perdite in 200 miliardi di dollari per tutto il sistema finanziario mondiale.

La liquidità del mercato dipende unicamente dalla politica monetaria della Federal Reserve. Si assiste al paradosso di un sistema finanziario che ha avuto iniezioni di liquidità, addirittura più imponenti di quelle successive agli attentati dell'11 settembre, eppure improvvisamente sembra morire di sete (Onado, 12 agosto 2007) perché la liquidità evapora.

Nell'infrastruttura finanziaria complessiva si è creata un *vulnus* che è difficile da rimarginare.

Le banche non si fidano l'una dell'altra perché non sono in grado di valutare la rischiosità della controparte (Onado, 6 settembre 2007). Dai mercati finanziari la turbolenza passa al mercato monetario e da questo rimbalza sul mercato del credito nel quale si manifesta una riduzione dell'offerta, il *credit crunch*, come conseguenza del fatto che le banche accrescono la propria preferenza per la liquidità a discapito della propria funzione creditizia.

La turbolenza finanziaria ha fatto vittime prima fra i soggetti *subprime* e, quindi, fra gli istituti di credito.

La crisi è tale che anche il più liberista dei presidenti Usa proclama che fermerà la crisi dei mutui (Valsania, 7 dicembre 2007) non accorgendosi che il virus presente nel sistema finanziario ha cambiato natura. Non è più relegato in una parte dell'organismo ma, come un tumore liquido, sta mi-

nando la fisiologia di tutto il sistema finanziario nel quale gli anticorpi della regolamentazione non hanno, per scelta politica, il dovuto vigore.

Viene predisposto un piano *Hope Now Alliance* che prevede che un gruppo di banche ed istituzioni finanziarie si impegnino a mantenere invariati, ai livelli di dicembre 2007, i tassi d'interesse sui mutui. A questa proposta, Citigroup, Well Fargo, Washington Mutual, Countrywide si rendono disponibili. Parallelamente a ciò, viene immaginato e pubblicizzato un piano di salvataggio, coordinato dal segretario al Tesoro Paulson, dotato di 100 miliardi di dollari, forniti dalle più importanti istituzioni finanziarie del paese, che dovrebbe permettere di eliminare dai bilanci delle banche i titoli "tossici" e amministrarli fino alla loro naturale scadenza.

La turbolenza finanziaria si sta tramutando inevitabilmente dalla parte finanziaria alla parte reale del sistema economico.

La Fed prevede un indebolimento della crescita del Paese e denuncia lo spettro di una prolungata crisi immobiliare e del credito (Valsania, 21 novembre 2007). La crescita dovrebbe rallentare già nel 2007 e dovrebbe ulteriormente ridursi nel 2008. Malgrado ciò, l'anno si chiude con segnali di grande solidità dell'economia americana, con un livello degli indici di Borsa complessivamente positivi, malgrado la flessione dei titoli bancari e finanziari. Del fondo di salvataggio, promosso dal Tesoro, si perde ogni traccia. Si ha la percezione che il sistema finanziario abbia in sé le risorse per superare questo momento di difficoltà e che il mercato sia capace di superarlo spontaneamente.

7. Una tormentata convalescenza

Il 2008 si apre con una calma apparente tipica di un periodo di convalescenza. Le autorità di politica monetaria continuano a prendere tempo, navigando a vista, nella speranza che la "mano invisibile" del mercato faccia il suo mestiere. Un mestiere che è sicuramente quello di far emergere gli operatori più efficienti e migliori e che, tuttavia, ha come necessaria conseguenza la sanzione e quindi l'uscita dal mercato degli operatori peggiori e meno efficienti.

Il superfondo apparso come ipotesi a dicembre, frutto della cooperazione fra Ministero del Tesoro e alcune banche, viene accantonato con la giustificazione di un cambio strategia.

All'orizzonte non si prospettano, tuttavia, tempi migliori. Giorno dopo giorno, giungono informazioni preoccupanti sull'evoluzione del sistema finanziario. I mercati borsistici rispondono con progressive flessioni. Le bor-

se "bruciano" miliardi di capitalizzazioni (Monti, 9 gennaio 2008; Malan, 18 gennaio 2008; Valsania, 18 marzo 2008).

I sintomi evidenziano che la malattia sta passando ad uno stadio successivo e più impegnativo. Le iniezioni di liquidità, i ribassi progressivi dei tassi di rifinanziamento della Fed, l'ampliamento della gamma di titoli mobilitabili dalle banche nelle operazioni di rifinanziamento, permettono al sistema solo di guadagnare tempo in attesa di giorni migliori.

Le banche sulle quali si puntano i riflettori sono Countrywide, Citigroup, Bank of America, Bear Stearns, Merrill Lynch. Le loro relazioni trimestrali, che giungono alla borsa o che vengono anticipate dai più informati, evidenziano la devastazione, questo è il termine appropriato, che gli strumenti dell'innovazione finanziaria hanno provocato nei loro conti economici ormai appesantiti da successive e nuove svalutazioni relative alle perdite sui titoli della finanza strutturata.

I sintomi si aggravano. Falliscono alcuni fondi d'investimento (Valsania, 14 marzo 2008). Per altri si impediscono i rimborsi ai sottoscrittori (Valsania, 16 febbraio 2008). La convalescenza si fa tormentata. Si manifestano delle ricadute. La Bear Stearns viene salvata dalla JP Morgan sotto la regia della Federal Reserve.

Il salvataggio avviene attraverso il trasferimento sul mercato della proprietà della Bear Stearns ad un prezzo fissato inizialmente a due dollari e successivamente a dieci.

Un salvataggio bancario è sempre un'operazione straordinaria. Lo è tanto più in una nazione nella quale la sanzione del mercato, il fallimento degli operatori inefficienti, fa parte del suo Dna culturale.

Il lineamento macroeconomico dell'intervento sulle strutture creditizie non viene colto nella sua pienezza. Il salvataggio appare all'opinione pubblica come una sorta di socialismo per ricchi. È questo il sentimento che emerge negli operatori sulla vicenda Bear Stearns. La Federal Reserve rifinanzia, infatti, la JP Morgan ed i titoli mobilitati per il finanziamento hanno una garanzia del Tesoro.

È sempre più ricorrente presentare in vario modo un concetto, che sembra definitivamente accantonato, perché nascosto fra le pieghe dei bilanci degli operatori, della privatizzazione dei profitti e della socializzazione delle perdite. Una stridente contraddizione tra *Main Street* e *Wall Street* che travalica il caso specifico per assumere una valenza prospettica. Gli interventi pubblici di salvataggio sono uno strumento pericoloso. Una volta aperta la porta dell'intervento pubblico non è possibile individuare a priori la sua fine, i suoi costi e l'adeguatezza dei mezzi necessari per condurlo.

Tali temi entrano prepotentemente nel dibattito. L'esperienza statunitense del 'ultimo ventennio mostra che la crisi della Saving&Loans è costata ai contribuenti americano approssimativamente il 3 per cento del Pil.

Paradossalmente, per molti osservatori la dimensione del problema è troppo grande rispetto alle risorse a disposizione. Vanno dunque ricercate soluzioni di mercato.

In un mondo nel quale tutti gli operatori della finanza sono stati contagiati dal virus dei *subprime*, la soluzione alle perdite patrimoniali, a quali operatori e a quali settori specifici dell'economia, deve fare riferimento? La domanda è sicuramente scomoda ed impertinente. La sua risposta si trova negli squilibri dell'economia mondiale.

“Dobbiamo abbandonare il sogno della cornucopia che nella mitologia è il simbolo dell'abbondanza perpetua. Il capitalismo mondiale si è illuso, ritenendo che la globalizzazione e la diffusione dell'informatica avessero consolidato definitivamente una grande dinamica che vedeva i paesi sviluppati, specializzarsi nell'economia immateriale e nella finanza, mentre la Cina e gli altri paesi emergenti, con bassi salari e basso costo del lavoro, si sarebbero sviluppati nella produzione di beni materiali”. È sembrato possibile “consumare a poco prezzo e investire senza risparmiare, usando strumenti finanziari sempre più complessi”.

La situazione reale è ben diversa. Da un lato, negli Usa il risparmio è troppo basso per gli investimenti, mentre in Cina e negli altri paesi emergenti, accade il contrario: “Il surplus commerciale cinese è troppo grande mentre il deficit americano è troppo pericoloso” (Quadrio Curzio, 23 marzo 2008).

Se, parallelamente a ciò, inseriamo in questo quadro di riferimento, i paesi arabi e il loro surplus strutturale della bilancia dei pagamenti, possiamo immaginare quale possa essere la fonte del risparmio da mobilitare per coprire le immobilizzazioni e le perdite nel sistema finanziario americano e quelle del sistema finanziario europeo che stanno emergendo (Galimberti, 22 settembre 2007; Valsania, 28 novembre 2007; Roveda, 20 dicembre 2007; Valsania, 13 gennaio 2008; Longo, 19 febbraio 2008; Da Rold, 10 aprile 2008).

I fondi sovrani hanno avuto un ruolo importante per il sostegno alla stabilità del sistema finanziario americano. I fondi sovrani non sono un pericolo, sono un'opportunità da valutare, ma non senza regole. È questo l'orientamento che sta emergendo nei mercati e negli operatori finanziari.

“Il segretario al Tesoro americano, Paulson, ha incontrato i dirigenti dei fondi sovrani GIC di Singapore e di Abu Dhabi, per discutere sull'adozione di regole di condotta da parte dei fondi o anche delle migliori pratiche”.

Questa notizia appare sulla stampa il 21 marzo 2008. Non è emblematico che l'incontro si tenga alla vigilia di un meeting del Fondo Monetario Internazionale, che dovrebbe ribadire, e ribadirà, la necessità che vengano create linee guida che orientino l'attività dei *sovereign fund*.

8. I nuovi pericolosi protagonisti

I riflettori si accendono ben presto anche sulle compagnie di assicurazioni (Valsania, 12 febbraio 2008 e 1 marzo 2008). La svalutazione degli strumenti finanziari ha un effetto su chi ha assicurato il suo rischio (Longo, 19 gennaio 2008). I due principali operatori del settore Usa, Ambac e Mbia, perdono il 69 per cento e il 51 per cento della capitalizzazione di Borsa. Si stimano 250 miliardi di dollari di potenziali perdite presenti nei loro bilanci.

Il sistema finanziario parallelo che parte dal mutuo, passa attraverso la cartolarizzazione, giunge agli ABS, quindi ai CDO, ha un ulteriore protagonista, i *Credit Default Swap* (CDS). È questo lo strumento finanziario più innovativo fra quelli venuti al pettine. È un contratto attraverso il quale viene ceduto il solo rischio di credito e non la posizione creditizia che lo incorpora. In altri termini, è possibile assicurarsi del rischio di *default* di un creditore allo stesso modo nel quale è possibile stipulare una polizza di assicurazione di RCA auto. L'assicuratore, in questo caso, si assume il rischio d'insolvenza di un creditore incassando un premio. In caso d'insolvenza, rimborsa all'assicurato l'intero danno patrimoniale sostenuto. Il rischio può essere comprato e venduto come una qualsiasi altra *commodity*. Due specificazioni sono, tuttavia, necessarie: non esiste una merceologia capace di individuare le caratteristiche fisiche obiettive del prodotto; il prodotto è al contempo facilmente deperibile. Il compito del merceologo nel campo della finanza è attribuito alle agenzie di *rating* che, con le loro scale ordinali finiscono per attribuire la quantità di rischio e, quindi, la probabilità di *default* presente in ogni contratto.

“C'eravamo adagiati a pensare che il mercato e la concorrenza globale potessero sistemare tutto facendo emergere i migliori con tanto di *certificato*. Si supponeva, infatti, che vi fosse un sistema di *vigilanza dei mercati* e di *rating perfetto* made in Usa, al quale bisognava sempre riferirsi, in virtù di una conclamata superiorità” (Quadrio Curzio, 23 marzo 2008).

Sul banco degli imputati salgono, quindi, la vigilanza e il sistema dei *rating*. “Se ha fallito il mercato, ha fallito anche il sistema di regolamentazione, che ha dimostrato di essere inadeguato (...) a censire i nuovi rischi della finanza del XXI secolo” (Onado, 11 gennaio 2008). Regolare significa stabilire i criteri di ammissione alla contrattazione di un titolo o alla e-

missione di un'obbligazione. Vigilare significa stabilire i requisiti prudenziali nella gestione dei patrimoni e i requisiti di onorabilità degli amministratori. Garantire trasparenza e rispetto delle regole ed eventualmente sanzionare con fermezza. Evitare che su interessi pubblici di stabilità e solvibilità non gravino indebitamenti o rischi eccessivi.

Le istituzioni di vigilanza statunitensi hanno correttamente regolato l'operato delle banche?

La domanda è retorica. La risposta è no. Il sistema finanziario statunitense non è mai stato adeguatamente regolamentato. I venti liberisti che hanno soffiato in tutti gli anni novanta nel paese, hanno, di fatto, ridotto la regolamentazione esistente già carente.

Nel vuoto istituzionale la Federal Reserve è chiamata al centro di un nuovo sistema di vigilanza non ancora esplicitato (Valsania, 27 marzo 2008). Dopo gli aiuti a *Wall Street*, si vogliono maggiori controlli sulle banche d'investimento. Il ruolo di grande controllore toccherà anzitutto alla Fed. È soltanto una soluzione tardiva, il portato della crisi.

Quanto alle agenzie di *rating*, alcuni articoli sul loro comportamento appaiono esemplari (Longo, 5 febbraio 2008 e 8 febbraio 2008; Monti, 22 maggio 2008). Esse stesse si rendono conto come non sia possibile determinare i prezzi degli strumenti della ricartolarizzazione perché non sono adeguati i modelli matematici che li determinano.

Troppo spesso alla turbo finanza è piaciuto credere che i prezzi ombra generati da computer con complessi algoritmi, corrispondessero ai prezzi di mercato. Quando il prezzo determinato dai modelli matematici-statistici è positivo, ma non esiste alcun mercato perché è cambiata la percezione del rischio degli operatori, è il primo a prendere il sopravvento sul secondo, come la realtà prende il sopravvento sul sogno. Quando ciò si verifica, lo strumento finanziario, nella migliore delle ipotesi, quota tra il 10 e il 20 per cento del prezzo ombra.

Le vicende della turbolenza finanziaria accrescono le perdite stimate e mutano il quadro congiunturale atteso.

Il 6 febbraio anche la Fed ammette una possibile recessione (Valsania, 3 aprile 2008). Le stime sulle perdite del sistema bancario presentate dal Fondo Monetario Internazionale sono ora di 945 miliardi di dollari, metà delle quali saranno a carico delle banche (Meri, 9 aprile 2008). Il Fmi lancia l'allarme: è il maggior shock dalla Depressione del 1929.

Crolla la fiducia (Di Donfrancesco, 26 marzo 2008). La turbolenza finanziaria si è trasmessa ai mercati reali ed ha contaminato le aspettative degli operatori, siano essi consumatori o investitori, gli uni preferiscono ormai la liquidità ai consumi, gli altri sedano i loro *keynesiani animal spirits*.

9. Una grave recrudescenza

La turbolenza finanziaria sembra ben lontana da un assestamento. I fatti preannunciano un'estate calda, costellata da violente scosse telluriche.

La banca d'affari americana Lehman Brothers, fondata 1838, potrebbe essere, è soltanto un'ipotesi, costretta a raccogliere nuovi capitali per ammortizzare le perdite previste nei suoi bilanci. Gli specialisti incominciano a consolidare i bilanci delle banche con quelli degli IPV, i veicoli che sono stati utilizzati per portare fuori dal loro bilancio attività e passività. Nel caso della Lehman, gli *assets* fuori bilancio vengono quantificati in cinque miliardi di dollari.

Le previsioni del mercato trovano conferma. La Lehman Brothers solleva il sipario su perdite molto più gravi del previsto: 2,8 miliardi di dollari nel secondo trimestre. Un dato questo, quasi dieci volte superiore ai 300 milioni previsti dagli analisti.

La soluzione allo squilibrio patrimoniale della Lehman, ed i capitali freschi necessari, vengono individuati nella ricerca di un partner strategico fuori degli Stati Uniti, in Corea.

Le acque si calmano fin quando Morgan Stanley riapre la crisi delle banche mostrando, nel suo bilancio trimestrale, un crollo dei profitti del 60 per cento (Filippetti, 19 giugno 2008).

La Citigroup lancia l'allarme a causa di altre pesanti svalutazioni che seguono quelle del trimestre precedente.

La stessa situazione si presenta per la Bank of America. Il suo utile semestrale crolla del 41 per cento. Meno rispetto di quanto gli operatori avevano previsto.

La forza degli eventi induce il cambiamento ai vertici dei colossi bancari (Platero, 3 giugno 2008; Valsania, 13 giugno 2008; Filippetti, 17 giugno 2008). Per alcuni di essi è la resa dei conti con la giustizia (Platero, 22 giugno 2008). In questo quadro, solo la Goldman batte la crisi. Quanto meno la più grande banca d'affari al mondo si conferma solida (Filippetti, 18 giugno 2008).

La turbolenza investe ormai i vertici del sistema bancario e di quello assicurativo. La Aig è mantenuta in vita dalla Fed attraverso una radicale circolazione extracorporale.

La crisi non risparmia, tuttavia, le banche di secondo livello, ma non per questo meno importanti sul panorama finanziario. Le casse di risparmio hanno una storia tormentata con i mutui ipotecari. La IndyMac Bank, una cassa di risparmio con 32 miliardi di dollari di *assets* e 19 miliardi in depo-

siti va in crisi di liquidità. Si diffonde il panico tra i suoi clienti che si recano in massa davanti alle filiali, preoccupati per i loro risparmi.

Il problema non è solo di *Wall Street* ma anche *Main Street*. Le autorità monetarie non possono non intervenire (Valsania, 13 luglio 2008). Il salvataggio della *IndyMac* si concluderà con la sua messa in liquidazione. Una medesima sorte viene condivisa dalla *First National Bank of Nevada* e della *First Heritage Bank of Newport Beach* in California. Due banche periferiche, due istituti regionali che vengono immediatamente posti in liquidazione, trasferendo i depositi a banche più solide con l'intervento dell'assicurazione sui depositi. Il costo complessivo di queste operazioni sarà di 872 miliardi (Valsania, 27 luglio 2008).

Nell'agenda di *Wall Street* c'è la ricapitalizzazione della *Lehman* e della *Merrill*, banche che guardano oltre il Pacifico. Alla Corea la prima, a Singapore la seconda. In questi due casi specifici, la soluzione di mercato alla crisi bancaria passa attraverso le fonti di risparmio dei paesi emergenti. *Lehman* sembra meno fortunata della *Merrill*. Sulla *Lehman* pesano le notizie di un fallito tentativo di vendere il 50 per cento del capitale in Asia.

La crisi dei mutui *subprime*, delle cartolarizzazioni e dei CDS non può non giungere a *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, gli istituti di finanziamento dei mutui (Valsania, 19 agosto 2008).

Fannie Mae e *Freddie Mac* hanno conti profondamente in rosso. La sola *Freddie* annuncia una perdita di 821 milioni di dollari e il taglio della cedola per i risparmiatori.

Il rischio di un *melt-down* del sistema finanziario (Riolfi, 12 luglio 2008; Longo, 13 luglio 2008) si sta materializzando e di fronte a ciò le principali banche chiedono l'intervento delle autorità di regolamentazione (Valsania, 27 luglio 2008).

Sono le stesse banche che avevano da sempre affermato il principio che il mercato è più efficace delle autorità di regolamentazione nell'assicurare la stabilità.

Se il mercato chiama, la Fed non può che rispondere. Il suo intervento è collegato ad una revisione del sistema di regolamentazione che dia più poteri alla banca centrale (Valsania, 9 luglio 2008). Bernanke, prendendo atto che la crisi ancora scuote economia e borse, dichiara guerra ai mutui facili, che hanno intrappolato i consumatori. Chiede crescenti poteri per la *Federal Reserve* sulle istituzioni finanziarie: "Una forte supervisione delle holding è essenziale (...). Il Congresso dovrebbe considerare un consolidamento dei controlli, garantendo l'autorità per stabilire standard di capitale, di liquidità e di gestione del rischio". La banca centrale lancia l'SOS all'autorità politica. La politica sembra a tutt'altre cose affaccendata. La campagna elettorale

per l'elezione del nuovo Presidente e di una parte dei membri del Congresso rende qualunque ipotesi di intervento sul sistema bancario problematica e oggetto di trattative specifiche, apparentemente bipartisan.

Il 13 luglio 2008, il Senato approva il *Foreclosure Prevention Act* e lo trasmette alla Camera, sotto la minaccia di un veto del Presidente Bush. Il piano approvato vuole modernizzare la *Federal Housing Administration* ed espandere di 300 miliardi di dollari il suo *plafond* dell'erogazioni di garanzie sui mutui residenziali. Vuole creare al tempo stesso un nuovo organismo di supervisione e controllo per *Fannie* e *Freddie*. Al contempo, vengono accantonati i quattro miliardi di aiuti destinati alle zone più provate dei pignoramenti delle abitazioni. Voluti dai democratici, vengono considerati sprechi dai repubblicani e dalla Casa Bianca.

Se sul piano finanziario, il rischio di implosione è via via più evidente, sul mercato immobiliare i prezzi delle abitazioni non accennano a risalire (Valsania, 29 luglio 2008). Non è stato toccato ancora il fondo.

L'economia reale sta rallentando velocemente. C'è illiquidità nel sistema e la stretta creditizia non si riduce. Le banche hanno aumentato la loro avversione al rischio, atterrite dalla svalutazione delle loro attività.

Ormai è evidente la trasmissione dello *shock* dalla parte finanziaria a quella reale del sistema. Il quadro congiunturale è uno dei più difficili che si ricordi, il terremoto finanziario non si è ancora attenuato.

10. Verso la socializzazione della sovrastruttura finanziaria

Nei contenuti dell'informazione rilevante troviamo tutti gli ingredienti della cronaca di una crisi finanziaria annunciata. Non è possibile individuare il momento in cui questa si manifesterà. Per utilizzare un'espressione di Guido Carli, è di tutta evidenza che il terremoto finanziario abbia finito per far saltare il "pennino del sismografo". In questa prospettiva, ha poco senso attendere la successiva scossa e volerne misurare l'intensità.

Il fallimento della *Lehman Brothers* del 14 settembre 2008 segna l'inizio di una nuova e più profonda fase di una crisi finanziaria ormai sistemica. La socializzazione delle perdite, realizzata attraverso la ricapitalizzazione delle banche, è di fatto una socializzazione della sovrastruttura finanziaria.

Di un'economia di mercato compatibile con la socializzazione delle strutture finanziarie è il titolo dell'articolo di Federico Caffè dal quale abbiamo preso le mosse, pubblicato nel *Giornale degli economisti* del lontano 1971. Il suo messaggio è quanto mai attuale. Nella sua visione "le carenze

del mercato finanziario e borsistico non vanno attribuite a circostanze occasionali od a difetti istituzionali.” In questo ambito analitico all'autore appare che “il groviglio delle manipolazioni finanziarie odierne che trovano nella borsa il centro operativo (non) sia essenziale per il mantenimento di un'attività produttiva multiforme, dinamica, progressiva (...) e che l'integrazione economica dei mercati (non) debba portare all'estendersi della sofisticazione finanziaria, con il suo folklore, i suoi prestigiosi manipolatori di titoli, realizzatori di scalate espropriatrici di falangi di risparmiatori inconsapevoli”. Tutto ciò è privo “di ogni connessione con la logica dell'economia di mercato e reso possibile dalle deformazioni che essa ha subito con l'affermarsi di una configurazione storica del capitalismo ormai anacronistico”.

Riferimenti bibliografici

- Bini Smaghi L. (2000). *Chi ci salva dalla prossima crisi finanziaria?* il Mulino, Bologna.
- Caffè F. (1971). Di un'economia di mercato compatibile con la socializzazione delle strutture finanziarie. *Giornale degli Economisti*.
- Crivellari D. (2007). *Bad loans, good money*. Università degli Studi di Macerata, Facoltà di Economia. www.economia.unimc.it.
- Da Rold V. (2008). L'Ocse preme: “Porte aperte ai fondi sovrani”. *Il Sole 24 Ore*, 10 aprile.
- Di Donfrancesco G. (2008). Negli Usa crolla la fiducia. *Il Sole 24 Ore*, 26 marzo.
- Filippetti S. (2007). Allarme subprime da Merrill Lynch. *Il Sole 24 Ore*, 15 settembre.
- Filippetti S. (2008). Aig cede ai soci: fuori Sullivan. *Il Sole 24 Ore*, 17 giugno.
- Filippetti S. (2008). Goldman batte la crisi: utili e ricavi oltre le stime. *Il Sole 24 Ore*, 18 giugno.
- Filippetti S. (2008). Morgan Stanley riapre la crisi delle banche Usa. *Il Sole 24 Ore*, 19 giugno.
- Galimberti F. (2007). Le reciproche scorriere degli arabi nelle Borse. *Il Sole 24 Ore*, 22 settembre.
- Grassani A. (2007). Ora Wall Street teme un caso Merrill Lynch. *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre.
- Longo M. (2007). Sulle borse resta l'ombra della crisi. *Il Sole 24 Ore*, 19 agosto.
- Longo M. (2008). Crisi sulle polizze dei bond. *Il Sole 24 Ore*, 19 gennaio.
- Longo M. (2008). Mutui, Moody's cambia rating. *Il Sole 24 Ore*, 5 febbraio.
- Longo M. (2008). La triade del rating e la ricerca della credibilità perduta. *Il Sole 24 Ore*, 8 febbraio.
- Longo M. (2008). Il fondo sovrano del Qatar interessato a una quota di Credit Suisse. *Il Sole 24 Ore*, 19 febbraio.

Longo M. (2008). Banche, 900 miliardi in fumo. *Il Sole 24 Ore*, 13 luglio.

Malan A. (2008). La crisi americana affonda Wall Street. *Il Sole 24 Ore*, 18 gennaio.

Merli A. (2008). La crisi costerà 945 miliardi. *Il Sole 24 Ore*, 9 aprile.

Monti M. (2008). Le banche affondano Wall Street. *Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio.

Monti M. (2008). Moody's, è crisi al vertice. *Il Sole 24 Ore*, 22 maggio.

Ornato M. (2007). Così finisce l'illusione del debito senza fine. *Il Sole 24 Ore*, 12 agosto.

Ornato M. (2007). Le banche non hanno fiducia nelle banche. *Il Sole 24 Ore*, 6 settembre.

Ornato M. (2007). Piramidi finanziarie e mercati senza rotta. *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre.

Ornato M. (2008). Vigilanza inadeguata a controllare i rischi. *Il Sole 24 Ore*, 11 gennaio.

Platero M. (2007). Cinghiope gela le borse mondiali. *Il Sole 24 Ore*, 2 novembre.

Platero M. (2008). Il tramonto degli Quidser. *Il Sole 24 Ore*, 3 giugno.

Platero M. (2008). I nuovi “turbetti” di Wall Street. *Il Sole 24 Ore*, 22 giugno.

Quadio Curzio A. (2008). Risparmio e innovazione i veri antidoti della crisi. *Il Sole 24 Ore*, 23 marzo.

Riolfi W. (2007). Vittime della bolla sul credito facile. *Il Sole 24 Ore*, 11 agosto.

Riolfi W. (2008). Il sistema finanziario Usa teme il collasso. *Il Sole 24 Ore*, 12 luglio.

Roveda D. (2007). Morgan Stanley apre ai cinesi. *Il Sole 24 Ore*, 20 dicembre.

Stortini L. e Verolini P. (2008). *Una banca dati sulla crisi*. Università di Macerata. Dipartimento di istituzioni economiche e finanziarie. def.unimc.it.

Ursino G. (2007). Bnp colpita dai subprime, congelate tre gestioni. *Il Sole 24 Ore*, 10 agosto.

Valsania M. (2007). Mutui, a rischio 250 miliardi. *Il Sole 24 Ore*, 5 agosto.

Valsania M. (2007). Usa, i subprime fanno più paura del terrorismo. *Il Sole 24 Ore*, 28 agosto.

Valsania M. (2007). Merrill Lynch, perdite record. *Il Sole 24 Ore*, 25 ottobre.

Valsania M. (2007). Fed pessimista sulla crescita. *Il Sole 24 Ore*, 21 novembre.

Valsania M. (2007). Citi, È l'ora dei fondi arabi. *Il Sole 24 Ore*, 28 novembre.

Valsania M. (2007). Ferrerò la crisi dei mutui. *Il Sole 24 Ore*, 7 dicembre.

Valsania M. (2008). Citi, Fondi sovrani in soccorso. *Il Sole 24 Ore*, 13 gennaio.

Valsania M. (2008). Derivati, Aig scuote Wall Street. *Il Sole 24 Ore*, 12 febbraio.

Valsania M. (2008). Citi blocca i riscatti sugli hedge. *Il Sole 24 Ore*, 16 febbraio.

Valsania M. (2008). Aig, svalutazioni per 11,1 miliardi. *Il Sole 24 Ore*, 1 marzo.

Valsania M. (2008). Il crack di Carlyle Capital fa tremare le Borse. *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo.

Valsania M. (2008). Wall Street, è fuga dalle banche. *Il Sole 24 Ore*, 18 marzo.

Valsania M. (2008). Paulson: nuovi poteri alla Federal Reserve sulle merchant bank. *Il Sole 24 Ore*, 27 marzo.

Valsania M. (2008). La Fed vuole la recessione. *Il Sole 24 Ore*, 3 aprile.

Valsania M. (2008). Lehman, crisi al vertice: salta la prima linea di Fuld. *Il Sole 24 Ore*, 13 giugno.

Valsania M. (2008). Bernake lancia la “super-Fed”. *Il Sole 24 Ore*, 9 luglio.

- Valsania M. (2008). *IndyMac, salvataggio federale. Il Sole 24 Ore*, 13 luglio.
- Valsania M. (2008). *Mutui, crack per due banche americane. Il Sole 24 Ore*, 27 luglio.
- Valsania M. (2008). *L'addio degli Usa alla deregulation. Il Sole 24 Ore*, 27 luglio.
- Valsania M. (2008). *Per l'Fmi il peggio deve arrivare. Il Sole 24 Ore*, 29 luglio.
- Valsania M. (2008). *I big dei mutui affossano Wall Street. Il Sole 24 Ore*, 19 agosto.