

lunedì, 17 marzo 2008

### La vera natura di Bear Stearns

---

*Il Foglio, domenica 16 marzo*

Non è vero che Bear Stearns, ora in crisi, è la maggiore banca americana o la maggiore banca di investimento operante negli Stati Uniti. E' la quinta fra le investment bank statunitensi, che non sono vere banche, per la legge bancaria, ma intermediari finanziari non regolamentati. Semmai è la prima per arroganza, in quanto il suo capo, Jimmy Caine, ha sempre disprezzato i principi che gli altri seguivano. E lui, sentendosi il più bravo, se ne stava fuori dal coro. Così, quando entrò in crisi di liquidità l'hedge fund Long Term Capital Management, egli rifiutò di far partecipare Bear Stearns al gruppo che la Federal Reserve aveva sponsorizzato per evitarne il fallimento. Secondo il duro Jimmy Caine, celebre anche come giocatore di bridge, chi sbaglia deve pagare. La regola del gioco, sacra nel bridge, doveva valere anche per chi investe male. Come adesso è capitato a Bear Stearns, che ha investito in Carlyle Capital, che ha comperato troppi mutui immobiliari subprime, e facendo il broker nel mercato dei mutui immobiliari ha colto l'occasione per aggiungere a questi mutui anche altri mutui propri. La regola del bridge qui non vale e Bear Stearns è stata umiliata da un intervento di emergenza della Fed con l'aiuto di Morgan Chase. Proprio loro, quelli di cui aveva rifiutato l'appello, gli hanno teso la mano, come a un naufrago affaticato che rischia di affogare. Ma non è neanche vero che questa crisi fosse imprevista. Bear Sterns, nata all'inizio degli anni Venti come broker di Borsa, aveva da tempo la nomea di cavallo zoppo, che spara calci per restare in gara. Quando a luglio si è saputo che era impataccata nei subprime, la cosa non ha destato sorpresa. Mentre la sua attività tradizionale di broker su titoli ristagnava assieme a quella di gestione di portafogli, i suoi investimenti in mutui immobiliari si erano ampliati in modo azzardato. Caine però magnificava la liquidità e di Bear Stearns e rifiutava gli interventi di banche. I più addentro, scuotevano la testa, ma alcuni a Caine credevano, anche perché lui aveva il 5,9 per cento di Bear Stearns e rischiava dunque in proprio il miliardo di dollari che possedeva. Così il miliardario inglese Joe Lewis, con sede operativa alle Bermuda, ha acquistato in settembre una quota del 7 per cento aumentandola all'8 in dicembre. La Federal Reserve aveva approntato, presso il suo sportello ordinario, un fondo di 200 miliardi di dollari, a cui possono accedere sia le banche sia gli operatori su obbligazioni, per ricevere denaro a due mesi in cambio di titoli nel proprio portafoglio, compresi i mutui immobiliari. Caine ci sperava. Ma le aste si fanno solo ogni due mesi, la prossima è il 27 marzo. Lunedì Carlyle capital, in cui lui aveva molto investito, ha dichiarato che non poteva far fronte agli impegni. Bear Stearns finanzia i suoi prestiti rischiosi a lungo termine con denaro a breve a costo basso delle banche, per lucrare sulla differenza. Ma le banche, saputo dell'inghippo in Carlyle Capital, hanno chiesto indietro i denari a breve. Il presidente della Fed, Ben Bernanke, che aspettava Bear Stearns allo sportello dello sconto, ha applicato l'articolo 13 comma 3 dello

statuto della Banca centrale, che autorizza a impiegare eccezionalmente lo sportello ordinario, che riguarda le banche, anche con le società di natura non bancaria. Il soggetto a cui essa ha prestato il denaro per Bear Stearns è Morgan Chase, istituto bancario che a sua volta prende da Bear Stearns i titoli da dare allo sconto alla Fed e passa denaro a Bear, con un proprio prestito, garantito dai titoli scontati. Ora può rilevare questa banca d'affari per poco, tenendo per sé o rivendendo i rami sani di gestione di portafogli e di brokeraggio. La ragione dell'intervento "instant" di Bernanke non è la dimensione dell'eventuale crack di Bear Stearns, ma l'intreccio di rapporti non noti che essa ha con altri operatori: potrebbero generare conseguenze negative imprevedibili, in una situazione psicologica resa nervosa dalla mancanza di trasparenza delle architetture gotiche e ostrogote di questi intermediari finanziari non regolamentati. La deroga all'applicazione dello sportello dello sconto a un soggetto non bancario non è poi così grossa come sembra perché a ben guardare il vero contraente è Morgan Chase. La deroga sta nel fatto che, a prescindere dal tipo di sportelli, la Fed si prende a carico mutui immobiliari di incerto valore. E' un'eresia a cui è costretta perché quella degli Stati Uniti non è una crisi (o recessione) come le altre. Non riguarda eccessi di investimenti industriali finanziati dal sistema bancario ma eccessi di investimenti di miriadi di famiglie nella casa, finanziati con architetture intricate di "new finance" da banche di investimento non regolamentate. Man mano che la crisi di nuovo conio si verifica, si scoprono cose nuove.

#### Ironia della sorte

L'ex professore di Economia monetaria Ben Bernanke conosce bene che cosa deve fare una banca centrale in tali casi perché scrisse pure un saggio sulle tecniche di intervento in casi anomali. Ma la realtà supera spesso la teoria. Ironia del destino: il capo di Morgan Chase è James Dimon, che aveva perso il posto di presidente di City Group perché non voleva rischiare con eccessive espansioni. Era poi passato a dirigere Bank One, una banca di provincia comprata da Morgan Chase nel 2004. Ed è diventato capo di Morgan Chase nel 2005, quando ha raffreddato gli entusiasmi dicendo, di nuovo, che lui non voleva rischiare con eccessivi impieghi rischiosi. Morgan Chase così oggi è credibile oltreiché sana. Il banchiere saggio si prende la banca di quello avventato. Non è una regola del bridge, ma del mercato. Chi perde sparisce. E il professor Bernanke la applica.

**Francesco Forte**

IL PREMIO NOBEL

# I sette errori dei liberisti senza regole

*«La scuola di Chicago? Ho studiato lì, ma per capire bisognava guardare fuori dalle aule»*

di Paul A. Samuelson

**Nel periodo che va dal 1915 al '29, gli anni cioè della mia infanzia, imperava il capitalismo «puro».** Chi l'ha ucciso? Il presidente Hoover e il suo ministro del Tesoro furono senz'altro istigatori del reato. E chi l'ha fatto risuscitare?

Quel compromesso che prende il nome di «New Deal» di Franklin Roosevelt. Per darvi corso, tuttavia, ci vollero ben sette anni a partire dal giorno dell'insediamento del presidente Roosevelt, nel marzo 1933.



Paul Samuelson

**Scorriamo ora in avanti il nastro della Storia, e arriviamo in un baleno ai giorni nostri, al terremoto finanziario globale.** I sistemi di mercato privi di regole sono prima o poi destinati a implodere. Siamo di fronte alla fine del sistema di mercato? Da buon portavoce di «Main Street», spero di no. Mille anni di storia dell'economia costituiscono una prova oggettiva di quanto i sistemi di mercato siano indispensabili. Marx, Lenin e Stalin erano dei poveri sprovveduti in materia di economia. Quanto a Mao, fu ancora peggio. Non parliamo poi di Castro a Cuba, Chávez in Venezuela, e di chiunque abbia stretto la Corea del Nord nella morsa della fame e della stagnazione. Che cos'è stato dunque a innescare, a partire dal 2007, il tracollo del capitalismo di

Wall Street? All'origine di quello che risulta essere il peggior terremoto finanziario da un secolo a questa parte, troviamo il capitalismo libertario e all'insegna del laissez-faire di Milton Friedman e Friedrich Hayek, cui è stata permessa una crescita selvaggia e senza il rispetto di alcuna regola. È questa la causa principe delle tribolazioni odierne. Questi signori sono morti entrambi, ma il loro lascito avvelenato sopravvive ancor oggi.

**Le mie sono parole molto forti, delle quali dovrò fornire una giustificazione.** Mi permetto, tuttavia, di premonire il lettore: la lunga e movimentata esperienza nel mondo dell'economia ha fatto del sottoscritto un inguaribile centrista. E, peggio ancora, ho imparato sulla mia pelle a coltivare un incorreggibile eclettismo. Negli anni 1932-35, ero un brillante studente dell'Università di Chicago, notoriamente conservatrice. Adoravo i miei insegnanti di economia, già di fama mondiale, i quali a loro volta mi ricoprivano di voti altissimi. Ma c'è un ma. Bastava che allungassi lo sguardo fuori dalle aule universitarie, infatti, perché balzasse agli occhi un tasso di disoccupazione del 50% circa. (La Germania pre-hitleriana navigava più o meno nelle stesse acque). Tutto ciò non quadrava per nulla con quanto era scritto nei miei libri di testo comandati. Perché, mi domando, durante gli anni dell'Università avevo trascorso tutte e quattro le estati sulle dolci spiagge del lago Michigan? La mia non era una famiglia povera, ma neppure spudoratamente ricca. Non si trovava un lavoro neppure a pagarlo, allora. No, neppure uno. Tutte (o quasi) le banche nel vicino Indiana, in Illinois o nel Wisconsin erano decotte.

Come fecero il benevolo presidente Roosevelt, e il perfido Adolf Hitler, a riportare i rispettivi Paesi alla soglia della piena occupazione nei sei lunghi anni dopo i fatti del '33? Il grande trucco stava in una colossale spesa in deficit, che fece lievitare il debito pubblico! Ma non troverete alcuna traccia di questa vicenda, così come l'ho appena ricostruita, nella gran parte delle tesi di dottorato targate Ivy League e date alle stampe dopo il 1970. (Evidentemente la scienza può fare passi avanti, ma anche a ritroso).

Innanzitutto, occorre fare chiarezza sui responsabili della deriva che, dal trend di stabilità e crescita di metà anni '90, ci ha fatto scivolare nel caos odierno, destinato a protrarsi ancora per chissà quanto.

1. Mai dimenticare le scelleratezze di George Bush in ambito geopolitico. In futuro la Storia terrà conto di tutto ciò.
2. Dopo l'elezione di Ronald Reagan alla Casa Bianca, nel 1980, l'America è diventata sempre più una nazione di sperperatori di denaro a) a livello familiare, b) a livello di corporation e c) a livello pubblico con i supply-siders, i fautori dell'economia dell'offerta, della destra radicale. In un futuro ancora ignoto, quando scatterà una turbolenta e micidiale corsa contro il dollaro, i trader degli hedge fund superstiti saranno i primi venditori allo scoperto del biglietto verde. Il lascito di Reagan, allora, avrà giocato un ruolo cruciale.
3. Il programma che va sotto il nome di «conservatorismo compassionevole» (sic) promesso da George Bush si è sostanzialmente tradotto in un piano di consistenti sgravi fiscali diretti esclusivamente a gente ricca come i miei vicini.
4. La promozione mirata della sperequazione non è servita a rilanciare la produttività totale dei fattori (Tfp) negli Stati Uniti. Piuttosto, la scandalosa impennata delle remunerazioni dei top manager ha compromesso la funzionalità dell'intero sistema di governance aziendale. Spregiudicati Ceo hanno curato soltanto i propri interessi a suon di bugie sugli utili effettivi delle società. Essi, per non esser stati colti in castagna, hanno alzato i tacchi e se ne sono andati per la loro strada, brindando alla manna di denaro intascata.

In realtà, i vertici della Sec (la Commissione di controllo sui titoli e la Borsa), tra cui l'ex presidente Harvey Pitt, furono designati da Bush soltanto in virtù del fatto che avrebbero promosso la deregulation, anziché seguire il più che ragionevole modello di regolamentazione centrista. Pitt fu scelto essenzialmente perché aveva prestato servizio come avvocato per le quattro più importanti società di revisione, esse stesse impegnate a congegnare parametri fuorvianti circa l'effettiva redditività.

5. Portiamo i revisori sul banco dei testimoni. Questi signori venivano pagati dalle stesse persone sulle quali avrebbero dovuto vigilare; un caso lampante, questo, in cui monitoraggio e regolamentazione riflettono un'esigenza fondamentale.
6. Facciamo spazio in aula anche per le tre principali agenzie di rating: Fitch, Moody's e S&P-McGraw Hill. Si presume che esse attribuiscono il voto AAA soltanto a entità più che solide. Se una delle tre si fosse attenuta alla verità oggettiva, tuttavia, le altre due si sarebbero spartite tutto il mercato. C'era puzza di conflitto di interessi. Deputati, prendete pure nota.
7. Per non occupare troppo spazio, passerò direttamente ai nuovi «mostri diabolici alla Frankenstein» della nuova «ingegneria finanziaria». Il sottoscritto e alcuni colleghi del MIT e delle università di Chicago, Wharton, Penn e molte altre, rischiano di subire un assai rude trattamento, quando incontreranno San Pietro alle porte del Paradiso. Qual è il punto? Swap e derivati possono garantire un ragionevole risk-sharing e dunque ridimensionare il rischio totale. D'accordo. Ma possono anche cancellare qualsiasi principio di trasparenza. Collaboro da decenni con organizzazioni non-profit, e con i loro amministratori delegati, da New York alla California. Nessuno di loro ha mai capito un'acca delle formule di Black-Scholes-Merton per valutare gli asset. Sapevano soltanto, o credevano di sapere, che profit center nuovi, formidabili e immuni da qualsiasi tipo di rischio avevano letteralmente invaso i loro uffici. Meglio dell'alchimia che trasforma il letame in oro.

**Si direbbe che nessuno abbia messo a frutto la lezione del 1998, quando il Long Term Capital Management (LtcM) sfiorò il collasso** e richiese un salvataggio concertato dalla Federal Reserve Bank di New York. L'ingegneria finanziaria consente di passare da un'esposizione finanziaria pari a zero a un leverage 50 a 1. E quando il rischio strutturale che ne risulta esplose, il Ceo e il direttore finanziario generale dell'istituto di turno si fregano le mani e intascano montagne di denaro.

**Dalla sera alla mattina, la Bear Stearns ha ridotto quelli che erano i suoi miliardari allo status di semplici milionari. E se Nerone suonava mentre Roma bruciava, il gran capo di Bear Stearns si è dato ai tornei di bridge mentre i suoi azionisti abbrustolivano sulla graticola.** Trattandosi di una delle società di brokeraggio che avevano gestito gran parte delle transazioni dell'LtcM, i suoi amministratori non avrebbero dovuto imparare qualcosa dagli effetti micidiali di un leverage a dir poco eccessivo?

Tiriamo le somme. La gran parte delle perdite oggi accusate saranno permanenti, come avvenne nel 1929-'32. Tuttavia, con la creazione di sufficiente denaro da parte della Fed e del Tesoro statunitense, sarà possibile imboccare la via della ripresa e della stabilità. Se si fosse seguita la "via di mezzo" di Roosevelt, Truman, Kennedy e Clinton, si sarebbe forse potuto scongiurare il caos e le bancarotte di queste ore. Nei circoli più eruditi, ancora si discute se sia stato Cristoforo Colombo a portare la sifilide nel Nuovo Mondo o viceversa. È indubbio, tuttavia, che il meltdown globale di questi giorni rechi in bella vista le parole Made in America. Le generazioni future, dall'Islanda all'Antartide, impareranno a rabbrivire al nome di Bush, Greenspan e Pitt. Sto esagerando, naturalmente. Ma non troppo.

## Archivio

**CORRIERE DELLA SERA***it*

WALL STREET L' INVESTMENT BANK COINVOLTA NELLA CRISI ORIGINATA DAI MUTUI «SUBPRIME»

**Bear Stearns, il difficile bridge di James Cayne***Il banchiere (e campione di carte) affronta da solo l' ultima battaglia. Ma nessuno ha interesse a dargli il colpo mortale*

A metà giugno, quando la crisi finanziaria legata ai mutui subprime non era ancora esplosa in tutta la sua virulenza, il moltiplicarsi dei segni premonitori aveva già messo in allarme il mondo del credito. J.P. Morgan, uno dei principali finanziatori di Bear Stearns, era sempre più allarmata dalla crisi di liquidità che aveva colpito alcuni fondi a contenuto immobiliare della banca d' affari di Wall Street e aveva chiesto a Bear Stearns di correre ai ripari. La risposta di Warren Spector - co-presidente della banca e successore designato di James Cayne, l' uomo che da 14 anni governa questa piccola ma battagliaia istituzione soprannominata dagli operatori «la Sparta di Wall Street» - fu sprezzante: «Sappiamo quello che facciamo: gli esperti del mercato dei mutui siamo noi». **Banchiere prudente e spregiudicato al tempo stesso, Cayne è diventato una leggenda per il suo istinto da predatore e per la sua abilità con le carte da gioco. Campione di bridge, nel 1969 il banchiere fu assunto alla Bear da Alan Greenberg, altra figura storica di Wall Street e altro giocatore accanito, impressionato più dall' abilità di Cayne al tavolo verde che dal suo genio finanziario. Anche la carriera di Spector è legata alle carte: campione juniores degli Usa, soprannominato il «re del bridge», nel 1987 Spector era un semplice funzionario della Bear Stearns quando Cayne - già top manager della banca, anche se non ancora capo assoluto - scoprì il suo nome nell' elenco dei dipendenti e decise di promuovere «the king». Tandem Il bridge, il gioco più amato da finanziari e imprenditori come Warren Buffett e Bill Gates, ha cementato per vent' anni il tandem Cayne-Spector fino a trasformare quest' ultimo nel delfino del 73enne presidente e amministratore delegato della banca. Poi, improvvisamente, un mese fa, il sodalizio è andato in frantumi: sempre nel segno del bridge. A metà luglio le nubi finanziarie che si addensavano sulla Bear Stearns minacciavano ormai tempesta, ma Spector, pur essendo il responsabile degli investimenti più a rischio - quelli nel settore dei mutui e negli hedge fund - decise di rispettare un impegno di gioco preso mesi prima: se ne andò per una settimana nel Tennessee a disputare un importante torneo di bridge. Spector ha vinto il torneo ma ha perso il posto. Mentre il titolo della Bear crollava a Wall Street, Spector giocava a carte a Nashville.** Cayne, benché presente anche lui al torneo di Nashville, non glielo ha perdonato: all' inizio di agosto lo ha convocato nel suo ufficio e gli ha comunicato di aver perso la fiducia in lui, chiedendogli dimissioni immediate. A 49 anni il «presidente in pectore» di una prestigiosa istituzione finanziaria si è così ritrovato improvvisamente ad essere un banchiere fallito e prepensionato. Quella che viene ereditata da Alan Schwartz - il manager solido, senza fronzoli, ma anche con una limitata esperienza che lo ha sostituito - non è, però, più la stella del firmamento di Wall Street, ma una banca umiliata che si ritrova a dover combattere per sopravvivere. Appena insediato al vertice, Schwartz ha subito suonato la carica ricordando all' assemblea dei dirigenti che, storicamente, la Bear Stearns ha sempre dato il meglio proprio nei momenti di crisi, grazie alla sua straordinaria capacità di cogliere le occasioni che si creano quando le quotazioni calano. Solo che stavolta Bear Stearns non è un agile vascello-pirata ma una nave che rischia di affondare. Lo stesso Cayne, che pure rimane saldamente al comando, ha perso il suo smalto: riconosce che questa è la più grave crisi negli 83 anni di vita della banca ed è costretto a chiedere il sostegno delle "mani forti" della finanza. Un' umiliazione anche per lui: un banchiere che si è sempre comportato da battitore libero, fino al punto rifiutarsi, nel 1998, di partecipare al salvataggio del Long Term Capital Management, un hedge fund il cui crollo avrebbe potuto innescare una crisi sistemica. Le banche di Wall Street che decisero il salvataggio non hanno mai perdonato Cayne per la sua defezione. Senza alleati il vecchio campione di bridge affronta così questa battaglia per la sopravvivenza senza alleati. Nessuno, al tempo stesso, ha però interesse ad assestare un colpo mortale alla Bear Stearns, la più piccola delle cinque investment bank di Wall Street (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch e Lehman sono le sue sorelle maggiori), ma anche la boutique che si è sempre distinta per elevata redditività e solide strategie di investimento. Un suo crollo potrebbe, infatti, scatenare una pericolosa reazione a catena. Bear Stearns dovrebbe farcela: i suoi investimenti nel settore dei mutui subprime si sono praticamente polverizzati, ma solo una piccola parte del patrimonio della banca e dei soldi dei suoi clienti è finito in questo comparto. Nonostante la crisi, la banca ritiene di poter continuare a fare utili, anche se ad un ritmo molto ridotto rispetto alle previsioni. E la liquidità disponibile - circa 10 miliardi di dollari - garantisce un buon margine di sicurezza in caso di nuove emergenze. Ma quelle trascorse sono state comunque settimane durissime per il banchiere e per la banca: Cayne, fino a ieri instancabile folletto di 73 anni, è invecchiato di colpo, è disorientato, capisce che la banca potrà anche risollevarsi, ma che questa crisi sarà l' epitaffio della sua presidenza. Un colpo che si aggiunge a un altro insuccesso, assai meno visibile e devastante, ma comunque di rilievo: la mancata apertura di Bear Stearns al capitale asiatico. La brillante operazione realizzata da Blackstone, che all' inizio di quest' anno ha ceduto a un fondo cinese il 10% del suo capitale, è già stata tentata nel 2006 da Cayne, ma senza risultati. La settimana scorsa Bear Stearns ha tentato di nuovo di rilanciare la sua strategia di penetrazione al di là del Pacifico, nominando per una prima volta un amministratore delegato (John Moore) per le sue attività in Asia. Ma la china da risalire è lunga e il momento scelto per l' impresa non è forse il più propizio.

**Pagina 12**

(3 settembre 2007) - Corriere Economia

Ogni diritto di legge sulle informazioni fornite da RCS attraverso la sezione archivi, spetta in via esclusiva a RCS e sono pertanto vietate la rivendita e la riproduzione, anche parziale, con qualsiasi modalità e forma, dei dati reperibili attraverso questo Servizio. E' altresì vietata ogni forma di riutilizzo e riproduzione dei marchi e/o di ogni altro segno distintivo di titolarità di RCS. Chi intendesse utilizzare il Servizio deve limitarsi a farlo per esigenze personali e/o interne alla propria organizzazione.