

Pier Luigi D'Eredità

1907, 2008 e oggi. Le diverse ragioni del Bailout

A proposito delle vicende dei salvataggi bancari, si ricorre frequentemente all'utilizzo di una coppia di termini inglesi, "Bailout" e "Bailin". Specie nei maggiori mezzi di comunicazione di massa, si utilizzano queste parole con disinvoltura, dandone per scontata la conoscenza da parte del largo pubblico. Tecnicamente per il "Bailout" o "Bail-out", s'intende un intervento attraverso il quale il governo fornisce assistenza finanziaria a imprese in difficoltà, mentre il suo contrario indica la stessa azione perseguita però attraverso i capitali dei proprietari delle imprese medesime. I termini in questione cominciarono a essere adoperati negli Stati Uniti sin dal 1791¹ ma ciò accadde in modo vistoso con crisi del 1907. Specialmente, poi, con la crisi del 2008 li si è recuperati per cogliere differenze e/o analogie con il 1907. Proporre questo paragone oggi non costituirebbe niente di originale, è stato fatto quasi subito. Robert Bruner e Sean Carr, per esempio, hanno pubblicato già nel 2008 un ottimo saggio, "The Panic of 1907: Lessons learned from the Market's Perfect Storm"². Eppure qualche sguardo più accurato che cada oltre la cronaca, volto a cogliere le radici meno visibili di quei salvataggi e le correlate logiche economiche, forse può essere di qualche utilità. Le pagine che seguono nutrono questa speranza.

1. I fatti

Per comprendere la natura della crisi del 1907 bisogna trasferirci nel cuore dell'economia degli Stati Uniti d'America, che già allora era già il più ricco Paese del mondo. In quell'anno, la Borsa di New York vide perdere i suoi titoli per quasi la metà del loro valore rispetto all'anno

¹ Cfr. <<http://www.ic.galegroup.com/ic/ovic/ReferenceDetailsPage/DocumentTool>> Per un quadro generale si veda la tavola 1.

² R. Bruner - S. Carr, *The Panic of 1907: Lessons learned from the Market's Perfect Storm*, Wiley, Hoboken NJ (USA) 2009.

precedente. Se da un lato questo fu spiegabile con una fase di generale recessione economica, dall'altro vanno considerate interessanti circostanze specifiche: innanzi tutto l'assenza di un'autorità borsistica capace di sorvegliare e proteggere i depositi bancari, dall'altro (ma è collegabile) l'esito disastroso di un'acrobatica operazione di rialzo artificiale del prezzo delle azioni da parte di un importantissimo produttore di rame, fondamentale per l'industria elettrotecnica, cioè la "United Copper Company". Vediamo come e perché. I maggiori azionisti di quella società, i fratelli Heinze, ma soprattutto Otto e Augustus Heinze, paventando probabilmente una speculazione da parte di mediatori che avevano preso in prestito delle azioni della loro società, operazione detta "vendita allo scoperto"³, ritennero di organizzarne una ai danni degli altri di segno uguale e contrario. In ciò trovarono la volenterosa collaborazione di Charles Morse, un finanziere d'assalto che non era nuovo a simili operazioni. In particolare, Otto Heinze pensò di acquistare quante più azioni fosse possibile della sua stessa "United Copper", fino a che la sua famiglia ne diventasse praticamente l'unica detentrica⁴. Per finanziare il progetto, Heinze si rivolse innanzi tutto alla banca accreditata "Knickerbocker Trust Company" la quale, come è d'uso, coinvolse nell'operazione altre banche minori. Ottenuto il prestito, Heinze incominciò a comprare tutte le azioni che poteva, il cui prezzo di conseguenza salì in un giorno da 39 a 52 dollari. Nei piani di Otto Heinze, infatti, rastrellando la maggior quantità possibile di azioni della "United Copper", il loro prezzo sarebbe schizzato in alto per il classico effetto rialzista dell'andamento borsistico. In questo modo, i venditori allo scoperto, non essendo più in grado di trovare azioni "United Copper", non avrebbero avuto altra scelta che rivolgersi agli Heinze, i quali avrebbero fissato il prezzo con forte vantaggio. Le cose, invece, non andarono così. I mediatori, proprio quelli da parte dei quali gli Heinze temevano una vendita allo scoperto, riuscirono a trovare una quantità residua di azioni della "United Copper" da fonti diverse da quelle note ad Heinze e Morse e per giunta in quantità

³ La vendita allo scoperto consiste nella vendita di azioni non di proprietà del venditore ma prese in prestito. L'intento è di ottenere un profitto a seguito di un ribasso borsistico delle quotazioni strutturato come segue. Quando si prevede (o s'induce) un ribasso, chi ha preso in prestito le azioni e le ha vendute ci guadagna perché incassa il denaro di quotazione al momento della vendita e quando passa un determinato, breve, periodo di tempo (infatti, in inglese si chiama quest'operazione *short selling*) compra le azioni che ha preso in prestito pagando al proprietario il valore delle stesse al momento della restituzione; dal che il profitto.

⁴ In quelle settimane, tra l'altro, circolavano notizie provenienti dall'Alaska, dove la famiglia Guggenheim sembrava avesse messo le mani su grandi giacimenti rame. In effetti, era vero ma l'estrazione a livello industriale di tanto rame da insidiare quello degli Heinze sarebbe iniziata solo con il 1910, per entrare a regime pieno solo verso il 1916.

tale da potere rimetterle sul mercato in modo pesante, ribassista. Quelle vendite fecero crollare il prezzo delle azioni fino a 10 dollari. Le azioni della “United Copper” furono anche scambiate fuori dalla sala della *New York Stock Exchange*, in un mercato all’aperto che si teneva letteralmente sul marciapiede. Gli Heinze si ritrovarono con un controvalore azionario minimo e un’esposizione massima. Così, dovettero comunicare alla banca capofila che non avevano né soldi, né garanzie né controvalore azionario tali da onorare il debito. Augustus Heinze fallì e la sua impresa di intermediazione, la “Gross & Kleeberg”, fu costretta a chiudere. Lo stesso per il secondo dei tre fratelli Heinze, il citato Otto, che era tra l’altro proprietario di una banca, la “State Savings Bank of Butte”⁵ che dichiarò a tempo record la propria insolvenza. A ruota, le banche coinvolte assistettero a una corsa agli sportelli senza precedenti da parte dei propri clienti. In breve la “Knickerbocker” dovette dichiararsi insolvente e con lei le banche e fiduciarie connesse all’operazione.

Vista la situazione, le altre banche americane interruppero i prestiti agli operatori di borsa, per cui i tassi di interesse salirono alle stelle e i valori azionari crollarono. La sfiducia si estese a due altre grandi banche, la “Trust Company of America” e la “Lincoln Trust Company”. Quando, poi, sempre più risparmiatori andarono a ritirare i propri depositi dalle banche locali non sapendo che rapporti intercorressero fra quelle e le grandi, sembrò l’inizio della fine: dopo neanche due giorni già il panico, infatti, contagiava tutta la nazione⁶. Eppure, non vi fu un vero naufragio. Perché?

Tutto o quasi si dovette, almeno inizialmente, all’iniziativa del finanziere J. P. Morgan che, avendo compreso che cosa stava per accadere, impegnò grandi somme di sua personale proprietà (non delle sue aziende) per *comprare* azioni, non per venderle. J. P. Morgan nel 1907 aveva settant’anni ed era sulla piazza di Wall Street da 36 anni. Riflettiamoci. Tutta l’operazione era iniziata il 14 ottobre e già il 23 J. P. Morgan era entrato in azione: convocò i presidenti delle banche della città nel suo ufficio. Questi cominciarono ad arrivare alle 14.00; Morgan li informò che almeno 50 società di intermediazione di Wall Street sarebbero fallite a meno che non fossero riusciti a raccogliere 25 milioni di dollari entro 10 minuti. Alle 14.16 i presidenti di 14 banche avevano messo insieme 23,6

⁵ Era, infatti, proprio nella città di Butte, nel Montana, che era iniziata la fortuna degli Heinze; era lì che erano stati scoperti i giacimenti di rame e da lì era iniziato il viaggio di quella famiglia nell’alta finanza.

⁶ In alcuni Stati, California, Oregon e Nevada, il denaro sembrò scomparire perché i rispettivi Governatori imposero d’autorità una settimana di vacanza (sic) alle banche perché potessero stare chiuse senza incorrere in denunce. In South Dakota, Indiana, Iowa e Oklahoma si promulgarono leggi *ad hoc* che imponevano ai clienti delle banche di non superare il prelievo giornaliero di 10 dollari.

milioni di dollari. Il denaro raggiunse il mercato alle 14.30, in tempo per terminare le negoziazioni del giorno, ed entro la chiusura del mercato che come sempre era alle ore 15.00 (Morgan aveva già rifiutato eroicamente di accettare la proposta del direttore della Borsa di modificare l'orario di chiusura); erano stati raccolti ben 19 milioni di dollari.

La mossa di J. P. Morgan convinse a fare lo stesso gli altri banchieri di New York, come Rockefeller, che aveva 68 anni ed era sulla stessa piazza da più di trent'anni. Il magnate fece arrivare direttamente e senza alcun contratto a J.P. Morgan, di propria spontanea volontà, ben 50 milioni di dollari per continuare l'azione di copertura, vale a dire più del doppio di quanto avesse raccolto Morgan. J. P. Morgan, nel frattempo, aveva già telegrafato ai Morgan di Londra, spiegando che a quel punto era la finanza mondiale ad essere in pericolo, non il sistema industriale. I *partners* londinesi compresero e caricarono sul transatlantico "Lusitania" in partenza per New York un ingente quantitativo di lingotti d'oro, assai probabilmente la maggiore quantità di oro mai trasportata nella storia in un solo viaggio; destinazione, le banche. Nel contempo, mentre il Tesoro degli Stati Uniti versava nelle banche 25 milioni di dollari per farle stare in piedi, la "New York Clearing House", cioè la Banca della Camera di compensazione di New York, emise certificati di prestito pari a 100 milioni dollari affinché fossero negoziati tra le banche per sistemare i reciproci saldi, consentendo loro di mantenere riserve di liquidità per i depositanti. In pratica, fu immessa una grandissima quantità di denaro nel sistema, anche se sotto forma di certificati⁷ e non di banconote. Questa emissione non era affatto semplice, perché molte banche esperte non erano associate a quell'istituzione e, di conseguenza, come fece osservare lo stesso J. P. Morgan, non si trattava di soggetti noti sui quali fare una valutazione. Eppure si procedette.

Il sistema creditizio degli stati uniti era salvo. Si era trattato di una delle forme di *Bailout* più vigorose della storia finanziaria americana.

Le ripercussioni sulla produzione industriale statunitense furono, invece, durissime; essa perse l'11%. Quell'anno vide il secondo maggior volume di fallimenti mai verificatisi nella storia fino a quella data. Le importazioni diminuirono del 26%, mentre la disoccupazione salì all'8% da un livello inferiore al 3%. Nel solo mese di novembre del 1907 i fallimenti di imprese aumentarono del 47%. Si verificarono licenziamenti di massa e l'indice di disoccupazione balzò dal 2,8% all'8%. Le piccole aziende conobbero un calo immediato del valore delle loro azioni in media di 10,4 punti percentuali; il rendimento del loro capitale scese del 13,1%, il loro tasso di dividendo perse il 22%. Non è finita: per le pic-

⁷ Cfr. <<http://www.delanceyplace.com/view-archives>> del 25.01.2016.

cole aziende, il costo medio di interesse da pagare per approvvigionarsi denaro aumentò dell'8,3%, rispetto ai livelli medi pre-panico, perdendo, come è ovvio, in capacità di investimento che scese del 50% rispetto al 1906⁸. In Europa ne risentirono per primi il cartello della ghisa di Düsseldorf e molti cantieri navali britannici. Era solo l'inizio. L'assenza di quel che inglese è noto come *Lender of last Resort* (traducibile in italiano con "prestatore di ultima istanza") impedì che quando ci si rese conto del disastro, qualcuno, in parole povere, fosse in grado di rimediare in termini diretti, cioè bancari. Ciò non tolse, anzi favorì, l'evento di un salvataggio esterno e di carattere privatistico. Non di meno, data la portata di quella operazione, ci si incominciò a chiedere se in fin dei conti il vecchio continente non avesse qualcosa da insegnare. Imbalsamato come doveva sembrare agli americani, e aggiungerei giustamente, tuttavia il sistema creditizio europeo disponeva di un'istituzione volutamente assente negli Stati Uniti, ovvero la banca centrale. Pur non concepandola come *banca*, tuttavia le amministrazioni degli Stati Uniti iniziarono a costruire qualcosa di equivalente.

La dimostrazione che quella di rassegnarsi a un organismo di controllo di carattere federale, e dunque pubblico, non fu una scelta facile⁹ è data dal fatto che solo nel 1913, con il "Federal Reserve Act", gli Stati Uniti si sarebbero dotati di un'istituzione equivalente alle banche centrali dei maggiori Paesi europei. Essa era composta dalle banche di 12 distretti federali, non fu chiamata "banca", bensì "Federal Reserve".

2. Americani e tedeschi

Di norma, l'ascesa delle due nuove superpotenze economiche alla fine del XIX secolo, Stati Uniti d'America e Germania, non solo per la contemporaneità ma anche per alcune evidenti analogie, ha indotto una parte notevole¹⁰ della saggistica e della manualistica ad enfatizzare, di questo fenomeno, le analogie lasciando in secondo piano le differenze. Poco male, laddove l'intento è quello di dare spazio alla storia del capitalismo industriale, analizzando l'incidenza dei rispettivi sistemi creditizi. Se, invece, si vuole comprendere più da vicino il rapporto fra crisi borsistica e andamento industriale, allora, come è nel nostro caso, la distinzione è

⁸ Cfr. C. Frydman, E. Hilt, L. Y. Zhou, *Economic Effects of Runs on early "Shadow Banks": Trust Companies and the Impact of the Panic of 1907*, "Working paper" del NBER - Luglio 2012, in <<http://www.nber.org/papers>>

⁹ Si segnala il lavoro di Lowenstein. Lowenstein R., *America's Bank. The Epic Struggle to create the Federal Reserve*, Penguin, New York 2015.

¹⁰ Basterebbe citare il nome più prestigioso, quello di S. Pollard. Cfr. S. Pollard, *Storia economica del Novecento*, Il Mulino, Bologna 1999. Segnatamente, pp. 44-46.

d'obbligo e alquanto salutare per entrare nella storia dei *Bailout*. Negli Stati Uniti si erano determinate¹¹ le condizioni perché la crisi potesse scoppiare ma, come sempre, la cosa divenne chiara dopo il crollo, nel senso che in realtà la situazione era deteriorata già da maggio¹². Innanzi tutto vi era stato il disastroso terremoto di San Francisco l'anno prima che aveva oggettivamente drenato molte risorse di liquidità di sistema e poi, nei fatti, si era rimasti completamente inerti a fronte a quel un *boom* speculativo di amplissime proporzioni che abbiamo esaminato. La mega-speculazione della "United Copper" si era, cioè, messa in atto grazie all'azione di finanziamento da parte del sistema bancario che pensava solo al profitto nel breve. Questa era un'abitudine molto *yankee* e neanche sbagliata se paragonata alla contemporanea scelta tedesca, opposta e spericolata, ovvero di tollerare-unificare proprietà finanziaria, proprietà industriale, gestione creditizia e amministrazione aziendale nella medesima persona. In Germania, la "Deutsche Bank" controllava, per esempio, la Siemens e la "Berliner Handels Gesellschaft" controllava la AEG. Le grandi imprese, a loro volta, controllavano le banche, poiché molti industriali erano membri del Consigli di Amministrazione di vari Istituti di credito e viceversa. In Germania, la banca non forniva al sistema industriale solo il capitale d'esercizio ma anche, sia pure in modo diversificato, quote di capitale fisso. Alcuni istituti di credito fecero letteralmente nascere¹³ determinate industrie fornendo loro una parte del capitale d'avvio. Va da sé che a poterlo fare non erano che le grandi banche e di conseguenza la concentrazione societaria industriale si rispecchiò nella concentrazione societaria creditizia, cosa che alla lunga può essere pericolosissima e che invece negli Stati Uniti accadeva in modo molto meno speculare. Poi vi erano le concentrazioni banca-impresa diremmo personali¹⁴. Le banche

¹¹ Cfr. R. F. Bruner – S. D. Carr, *The Panic of 1907: Lesson learned from the Market's Perect Storm*, J. Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey USA 2007. Segnatamente pp. 7-15.

¹² Cfr. l'intervento del 2013 di B. Bernanke, allora presidente della "Federal Reserve" sulla crisi e sul panico del 1907 in <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20131108a.htm>>

¹³ Cfr. G. Gorton – Schmid F. A., *Universal Banking and the Performance of the german Firms*, "Working Paper" n.5453 del NBER, febbraio 1996, segnatamente nelle pagine iniziali (3-7) si affronta ottimamente non tanto la descrizione dell'iniziativa bancaria quanto il connesso conflitto d'interesse che ne deriva. Quello dei due studiosi è, si sarebbe tentati di aggiungere "ovviamente", l'espressione del punto di vista anglo-americano (più che *anglo-sassone*, se si consente la sottigliezza) ma almeno in questo caso l'analisi del problema assume un punto di vista se non *socialista*, diremmo "europeo". Ne risulta una lezione preziosa.

¹⁴ Il caso più notevole fu quello di G. Mevissen, un grande imprenditore tedesco che, partendo dalla produzione tessile, era passato alla costruzione di ferrovie e poi nella gestione dell'industria pesante. Ebbene, egli non solo poi fondò la potente "Darmstädter Bank", ma giunse a essere membro dei consigli di amministrazione di ben sei società minerarie, di due società industriali, nonché membro del consiglio di amministrazione di altre cinque banche, neanche tanto piccole. Non era l'unico caso.

tedesche erano, cioè, state vitalizzate o addirittura fondate dagli stessi industriali e di conseguenza, allorché l'industria riteneva di approvvigionarsi di capitali finanziari, non doveva fare altro supportare la richiesta facendo valere le quote proprietarie dirette o indirette. Il Presidente della maggiore banca tedesca, per intenderci, fu per lungo tempo un Siemens, così come la "Disconto" fu di Adolf Hanseemann che era anche sia membro del Consiglio di Amministrazione della "Krupp" sia Presidente della "Società mineraria di Gelsenkirchen".

Fra le tante operazioni a cavallo fra credito industriale e investimento si cita un solo esempio ma estremamente significativo, e cioè quello della banca "Bleichröder", collegata con la "Disconto", che si impossessò delle obbligazioni rumene finalizzate alla ricerca petrolifera diventando azionista di ciò che finanziava, ovvero la ricerca di giacimenti petroliferi. Inoltre l'anomalia tedesca, si intende questa espressione rispetto allo standard tradizionale del secolo XIX, era data anche dalla ponderosità degli investimenti necessari che non potevano essere realizzati con il solo capitale raccolto all'interno e dovevano guardare molto all'estero. Ma vi è di più. In Germania le industrie ricorrevano raramente al finanziamento azionario e se lo facevano, ciò avveniva sotto il controllo degli stessi soggetti dei quali abbiamo detto. In breve, l'economia tedesca era gestita da pochi soggetti che, unificando gestione e proprietà, decidevano se come e di quanto si dovesse ricorrere al mercato dei titoli da parte di un'azienda. In Germania, le banche non facevano da intermediarie lucrando più o meno sfacciatamente e legalmente (lo abbiamo visto con la "Knickerbocker" ma si sarebbe potuto dire *così fan tutte*) o lo facevano *en passant*; esse per alcuni aspetti facevano di più: monopolizzavano i rapporti fra finanziamento industriale e mercato azionario.

In massima parte il sistema tedesco aveva caratteristiche che per il mondo economico anglosassone erano ufficialmente sacrileghe, per quanto poi ad un'analisi accurata le banche quel sacrilegio lo commisero – nel *backstage* della finanza – ben più di una volta. Si tratta della prassi per la quale le grandi banche tedesche gestivano i depositi dei loro clienti acquistando per loro conto azioni delle società riservandosi però, e questo è il punto di maggiore interesse, il diritto di voto nei relativi Consigli di Amministrazione. Il cliente aveva, sì, diritto alle quote dei profitti, cioè ai dividendi, ma non a partecipare del processo decisionale in modo autonomo. Ma vi è di più, molto di più, e cioè che quelle banche concedevano prestiti alle società industriali riservandosi *il diritto* di convertire quei prestiti in azioni delle medesime società. Esse esercitavano, quindi, un grande potere sulle imprese industriali, spingendole ad unirsi in cartelli al fine di rafforzare la cooperazione e ridurre la concorrenza. Alla fine del 1909 in Germania solo quattro banche detenevano il controllo del 40% del sistema creditizio pari a buona parte anche borsistico: la "Deutsche Bank", la "Dresdner Bank", la "Darmstädter Bank", la "Disconto Gesellschaft". In estrema sintesi, il modello tedesco almeno dopo il 1893,

impediva l'esistenza stessa di una crisi borsistica, o la sterilizzava a monte. Non si poneva il problema del *Bail-out* perché la differenza fra *in* e *out*, per restare nell'espressione inglese, era decisamente sfumata.

Il profilo statunitense era invece speculare e capovolto rispetto a quello tedesco. Quanto a rappresentanza dei *managers* in paralleli Consigli di Amministrazione banca-impresa, i due sistemi più o meno si equivalevano¹⁵; lo stesso per il fatto di godere entrambi di un forte protezionismo governativo. Tuttavia, i dirigenti tedeschi ovviamente avevano il precipuo interesse di mantenere saldo il legame di *quella* determinata impresa a *quella* determinata banca. Lo stesso non valeva per la classe dirigente creditizia statunitense, che era attratta irresistibilmente dalle operazioni finanziarie; anche troppo. Prova ne è che nei primi anni del Novecento il panorama creditizio degli Stati Uniti aveva presentato un improvviso proliferare di società fiduciarie; nel decennio che precedette il 1907, le loro attività erano cresciute del 244%. Nello stesso periodo le attività delle banche nazionali erano cresciute del 97%.

Va da sé che dirigenti delle maggiori fiduciarie erano principalmente membri illustri dei circoli finanziari di New York e di società varie con oggetti sociali legati alla intermediazione, mobiliare e non. In Germania, invece, avveniva un altro fenomeno, apparentemente più misterioso per chi non ha confidenza con la storia economica e che indurrebbe da solo ad assegnare una straordinaria vivacità agli imprenditori tedeschi a cavallo fra Otto e Novecento. Si tratta del proliferare, in tutto il II *Reich*, di una grandissima quantità di nuove s.p.a. ma in effetti la vivacità non vi entrava per niente. La legge borsistica tedesca e la meccanica del ricorso al credito industriale non lasciavano scelta alla piccola azienda: o diventava s.p.a. e dunque si consegnava al controllo delle banche che garantivano l'operazione assumendo parte delle azioni a garanzia, o niente finanziamento.

Negli Stati Uniti avveniva l'esatto contrario. Ora, il problema non era che i banchieri si occupassero dei patrimoni mobiliari della grandi aziende; tra l'altro a Wall Street, a differenza da Londra, non potevano per norma essere quotate aziende che non attestassero un capitale molto consistente e la decisione era assunta a livelli discrezionali poiché la società della borsa di Wall Street era privata e non pubblica. Il problema era che non esisteva nessun mediatore di vigilanza nell'interesse pubblico fra banca e borsa. Di conseguenza, per quanto riguarda il ricorso alle fonti di finanziamento, il sistema industriale, fatta eccezione per i colossi che possedevano il controllo contemporaneamente banche e industrie (Rockefeller, J. P. Morgan, etc.) tutto dipendeva da un centinaio scarso di persone che solo in parte erano legate al mondo della produzione industriale e che, comunque, non trae-

¹⁵ Cfr. J. Fear - C. Kobrak, *Banks on Board: German and American Corporate Governance, 1870-1914*, Cambridge University Press in "Business History Review" Volume 84 / Issue 04 / Winter 2010, pp. 703-736.

vano certo da questa tutto il loro potere. Era questo, proprio questo che inibiva loro in fin dei conti la visione complessiva del sistema economico del Paese. Detto in parole povere, e per quanto questo possa ancora cozzare contro l'archetipo consolidato dei ricchi *paperoni* americani onniscienti di economia, la verità è che nel 1907 il sistema bancario nord-americano in pratica non sapeva neanche esso stesso quali effetti poteva procurare o stava procurando, con le sue operazioni mobiliari, al sistema industriale.

Valeva e continuò a valere l'idea che normalmente l'economia degli Stati Uniti dovesse, comunque, crescere; era un archetipo incrollabile. Ancora più di vent'anni dopo le vicende in oggetto, nell'estate del 1929, l'*American Dream* aveva trovato persino il suo imperativo categorico: "*Everybody Ought To Be Rich*". Si trattava della conclusione di un'intervista¹⁶ a un *guru* della borsa, tale J. J. Raskob, apparsa nell'estate del 1929 sul diffuso "*Ladies' Home Journal*" che concludeva un ragionamento di questo tipo: investendo solo 15 dollari al mese in un buon portafoglio azionario, l'investitore può ragionevolmente aspettarsi, dopo 20 anni, di avere ottenuto un controvalore azionario pari a circa 80.000 dollari. Era tanto *ragionevole* che tre mesi dopo la borsa di New York conobbe il *Wall Street Crash*, il giorno più nero della sua storia! Ma torniamo alle fibrillazioni del 1907. Intanto, in quei frangenti, da parte dei risparmiatori e di non pochi investitori, si registrò il diffondersi del sospetto, non del tutto infondato, che le banche avessero se non ingannato il cliente comunque operato scorrettamente. Non è che fosse la prima volta; si pensi alla crisi del 1873 quando J. Cooke innescò una gravissima crisi – prima borsistica e poi economica – quando si ostinò¹⁷ a speculare sulle obbligazioni delle società ferroviarie. Fino al 1907, ogni qualvolta si è registrata una vendita massiccia di titoli nelle maggiori piazze, come Londra, Parigi e New York, ciò non era dipeso tanto o soltanto dalla diminuzione di fiducia degli investitori ma da esigenze di realizzo speculativo di quanti avevano solo *comprato* e non, si consenta il distinguo, *investito*. Tuttavia vi fu dell'altro, qualcosa che conviene assumere con molta attenzione.

3. Soldi pochi, idee ancora meno

A usare la lente d'ingrandimento, possiamo a buon diritto dire che quelle del 1907 non furono le solite speculazioni ma si trattò di operazioni per alcuni aspetti *meccaniche*. In quegli anni ci si stava rendendo conto che i

¹⁶ "He maintained that by putting just \$15 per month into good common stocks, investors could expect their wealth to grow steadily to \$80,000 over the next 20 years." Cfr. J. Siegel, *Stocks For The Long Run*, Mc Grow-Hill, New York 1998, pag.2.

¹⁷ Cfr. R. Lowenstein, *America's Bank...*, cit., pp. 11-20.

capitali disponibili cominciavano a scarseggiare. L'innalzamento del livello minimo di investimento industriale dovuto all'incipiente gigantismo degli impianti aveva, infatti, drenato una gran fetta del capitale mondiale: la competizione navalista, la corsa agli armamenti, l'esigenza di infrastrutture trasportistiche, l'apertura di fabbriche in regime di indotto e via dicendo, corrispondevano a iniziative costosissime. Esse prosciugavano necessariamente la liquidità del sistema creditizio mondiale e deprimevano il mercato dei capitali. Inutile, allora, bussare troppo alla porte degli Istituti di credito. Va chiarito a questo punto, però, che mercato dei capitali non si congelò per ignavia creditizia ma perché conobbe un problema oggettivo legato alla problematicità del sistema degli sbocchi. Infatti, passata la fase di iniziale euforia nel corso della quale sembrava che protezionismo e l'industria al servizio della nazione fossero la pietra filosofale della grande industria, gli sbocchi di mercato non si mostrarono poi così ovvi. Quando esplose la crisi borsistica sarebbe stato essenziale potere contare su un soggetto garante al 100% che il costo del denaro fosse sotto controllo; ma chi avrebbe dovuto farlo? Si prospettava, pertanto, un forte rialzo del costo del denaro. Un pericolo molto concreto, che la piazza di New York avvertiva e non è giusto disprezzare o deridere i risparmiatori americani che presero d'assalto le sedi delle banche e degli istituti di mediazione. Poi, quando la speculazione esplose e i titoli crollarono, a chi le imprese potevano chiedere i soldi? Ma alle banche, ovviamente! Dunque le banche ci guadagnarono due volte: prima e dopo il crollo. Ad avvantaggiarsi in particolare di quel panico fu, lo abbiamo visto, J. P. Morgan che all'epoca amministrava la "Morgan Bank" e che era – va ricordato – uno dei finanzieri più influenti alla Casa Bianca, accusato a più riprese di "Secret Bailout"¹⁸. Il presidente Teddy Roosevelt appoggiò, comunque, la linea di J. P. Morgan il quale, dal canto suo, a torto o a ragione finiva per "salvare" proprio i suoi istituti o a lui comunque connessi. Intanto, il costo del denaro subì la prevedibile impennata e una parte consistente del sistema industriale americano fu costretto a rivolgersi alla piazza di Londra, per via delle partecipazioni che legavano i due mercati, specie nel settore ferroviario. Il risultato fu che la piazza britannica entrò in fibrillazione per il solito motivo storico, e cioè che la forza finanziaria di Londra stava proprio nel far muovere velocemente il denaro, non nel disporre in grandi riserve inattive, ritenute *britannicamente* inutili e quindi, per ciò stesso, dannose. Si chiedevano i soldi alla piazza di Londra ma Londra, semplicemente, non li aveva. Così, Banca d'Inghilterra, per difendere quelle che erano le sue reali riserve, non poté fare altro che in-

¹⁸ Sul ruolo di J. P. Morgan e sulla sua azione si scrisse molto allora, lo si convocò per un'audizione, e si scrive tanto ancora oggi. Vi è chi pensa, ancora oggi, che J. P. Morgan avesse un ruolo equivoco nella crisi in questione. Cfr. <<http://www.globalresearch.ca/the-secret-bailout-of-j-p-morgan>>

nalzare il *suo* saggio di sconto, cosa che in vigenza del *Gold Standard* della sterlina significava innalzare *il* tasso di sconto del sistema mondiale. Non ritoccarono il tasso per speculare, lo fecero per abbassare il livello delle richieste e tentare, a volume minore, di rispondere alle richieste. Si trattava di contrarre la base finanziaria di tutte le maggiori operazioni economiche del mondo. Va detto che quella scelta non aveva alternative, date le circostanze. A quel punto per il sistema finanziario internazionale la cosa era diventata scontata. Il fatto era che il sistema inglese non prevedeva crolli di liquidità *assoluti*; era una questione di mentalità che nei secoli era diventata consuetudine e di conseguenza, secondo le più tipiche situazioni anglosassoni, una specie di assioma. Ad ogni buon conto, in quel momento, era proprio il denaro a non essere nell'immediata disponibilità della Banca d'Inghilterra. Il *Bailout* arrivò, sì, ma da un'azione congiunta francese e statunitense. Di quella americana si ha consapevolezza a tutti i livelli, di quella francese invece no, specie nella manualistica britannica. L'altro salvataggio fu, infatti, francese: ancora prima che partisse per l'America il transatlantico Lusitania, poi diventato famoso nel 1915 per il tragico affondamento, con la maggiore quantità di oro della storia, già tutti guardavano a Parigi.

4. The French Kiss

La Banca di Francia, che a quel punto costituiva l'unica riserva statale di liquidità sulla quale potevano contare le economie dei Paesi industriali, scelse di modificare il tasso di sconto. Questa decisione fornì a tutti gli operatori ed uomini politici la misura della gravità della situazione ma costituì allo stesso tempo un'ancora di salvezza. La piazza parigina, che in quel momento era l'unico serbatoio di riserva di liquidità sul quale potevano contare le economie occidentali, venne coinvolta in misura tale che la Banca di Francia si convinse a variare il tasso di sconto come non faceva da decenni. Questa scelta venne da tutti intesa come un fatto storico e dette la dimensione della gravità della condizione. Altrettanto importante¹⁹ fu la decisione della "Banca di Francia" di prestare aiuto alla "Banca d'Inghilterra", finanziando la piazza londinese. L'atteggiamento di mutuo soccorso fra le banche centrali europee, pur in una situazione di complessiva concorrenza esasperata, non deve stupire; non era la prima volta: nel 1861 era stata la "Banca d'Inghilterra" a soccorrere, se così possiamo dire, la Banca di Francia, unitamente alla Banca centrale Russa. Nel 1898 la "Banca di Francia" e la "Banca d'Inghilterra" cooperarono

¹⁹ Cfr. M. T. Rodgers - J. E. Payne, *How the Bank of France Changed U.S. Equity Expectations and Ended the Panic of 1907* in "The Journal of Economic History", Volume 74 -02, giugno 2014, pp. 420-448.

per sostenere la banca centrale tedesca, la “Reichsbank”. Così, nel 1907, oltre all’intervento francese si concretizzò a sostegno della Banca d’Inghilterra anche l’intervento della “Reichsbank”. Tutte queste cortesie si basavano sul principio del *Gold Standard*; la permanenza della convertibilità dell’oro a tassi di cambio predeterminati era tanto importante che ogni altro discorso, ogni altro attrito, cadeva.

5. Bonaldo Stringher

In tale quadro, emblematico, originale e istruttivo fu il ruolo avuto dalla Banca d’Italia. Era la banca centrale di un Paese che in quel momento si trovava impegnato in un processo di industrializzazione finanziato prevalentemente dalle banche, almeno nei settori di base dell’economia. In Italia si era già verificata una crisi borsistica la cui gravità fu pari alle esagerazioni speculative degli anni precedenti. Una delle più grandi banche, la “Società Bancaria Italiana”, la terza in ordine di grandezza dopo la “Commerciale italiana” e il “Credito Italiano”, si trovò in difficoltà per l’eccesso di azioni speculative. A tal proposito, va registrata una coincidenza interessante: in Italia era scoppiata una crisi speculativa proprio sullo stesso settore del rame, come negli Stati Uniti, ma quattro mesi prima. Si tratta della “Società Ramifera” che era stata oggetto di una tempesta speculativa alla borsa di Genova tale che, dopo un’iniziale incertezza, aveva indotto il Tesoro a intervenire. Un gruppo di grossi imprenditori, che “*si sentivano abbandonati dalle banche*”²⁰ determinati a difendere i titoli delle loro aziende, ritenne necessario far nascere un consorzio fra le principali società siderurgiche, sovvenzionato, però, direttamente dalla Banca d’Italia. Il gruppo di industriali si rivolse a Giolitti che girò la cosa a Stringher che rispose “no”. Iniziò un braccio di ferro fra i due che si concluse con un apparente compromesso ma che non era altro che una vittoria di entrambi: concretamente la spuntò Stringher ma culturalmente a Giolitti va il merito di avere compreso di avere torto, cosa non facile, a quanto pare, in Italia per un presidente del Consiglio. Fatto sì è che Stringher rispose a Giolitti che, indipendentemente dalle circostanze che suggerivano prudenza, comunque non dovevano essere gli imprenditori a fissare la cifra per la quale chiedere l’intervento della Banca d’Italia. Il consorzio, poi, si sarebbe realizzato, ma nacque solo, e dopo lunghe trattative, il 4 agosto del 1911. La forza di Stringher non fu di negare l’opportunità di intervento, anzi, brillò più volte in questa direzione, ma nel chiarire che l’intervento pubblico si fa nell’interesse economico generale e non per immediati bisogni. Quando

²⁰ Cfr. “Quaderni di ricerche storiche della Banca d’Italia”, giugno 2001, a cura di I. Cerioni, p.12.

la borsa specula, in parole povere, non la devi premiare ammortizzando la caduta, ma costruendo sistemi affinché nel breve non si possano più innescare fenomeni di quel determinato tipo; averlo così ben chiaro nei primi del Novecento è un merito che va riconosciuto a Stringher al quale non mancava la percezione dei fenomeni esclusivamente speculativi. A tale proposito vale anche la pena di citare una bella espressione del sottosegretario al tesoro di allora on. G. Fasce (uno dei peroratori del consorzio assistito), ripresa dall'on. Cavagnari, sia pure in contraddittorio: “*Questi vorrebbero essere dei mercati finanziari e invece sono bische*”²¹.

Va detto che la Banca centrale italiana poté agire con efficacia grazie al cambio favorevole, all'ampia disponibilità di riserve in oro (un buon principio finanziario italiano al quale non ci si è mai sottratti neanche nei momenti più disperati, come nel triennio 1943-1945) e/o in valute convertibili, alla posizione creditoria netta verso l'estero. Insomma, l'Italia dette un buon esempio di soluzione intermedia fra quella americana e quella britannica e ciò si dovette in buona misura all'opera del direttore generale Bonaldo Stringher che intuì che una banca centrale in quel periodo storico non avrebbe soltanto dovuto fare da garante della stabilità e dei pagamenti ma anche soggetto di quella che noi oggi chiamiamo, all'inglese, *Moral Suasion*, nei confronti dei rapporti fra banca e impresa.

Il risultato fu che, per esempio, la citata “Società Bancaria Italiana”, un garve affanno, venne tecnicamente salvata dall'intervento congiunto della Banca d'Italia, del Banco di Sicilia e del Banco di Napoli con la benevolenza, abilmente incoraggiata dalla Banca d'Italia, di “Commerciale italiana” e “Credito Italiano”. Stringher, infatti, come direttore²² della Banca d'Italia, aveva proposto con successo di costruire un consorzio di banche con lo scopo di intervenire sul sistema in caso di collasso sistemico; niente male per quei tempi. A sottolineare la sua convinzione garantì al consorzio l'erogazione governativa di 73 milioni di lire, allora una cifra, sì, molto consistente ma non decisiva; cioè le banche avrebbero loro dovuto muoversi per il *Bailout*, sia pure con l'aiuto pubblico. A differenza di quanto accadeva quasi nel resto del mondo, in Italia, grazie proprio alla lungimiranza di Stringher, ormai da qualche anno non era più una novità l'utilizzo di quella che poi sarebbe stata chiamata la “leva monetaria”. L'obiettivo era quello di interagire virtuosamente sui comportamenti economici e finanziari degli istituti di credito e, dunque, sull'economia di un sistema. Da parte della Banca d'Italia, era stata una linea guida quella di intervenire sui rapporti fra costo del denaro e credito a monte e non a valle della meccanica creditizia, di modo che la quantità di liquidità presente nel sistema stesso si adattas-

²¹ Cfr. *Atti parlamentari della Camera dei Deputati* - Seduta del 12 giugno 1907.

²² Il titolo attuale, “Governatore”, fu introdotto successivamente.

se alle necessità dell'economia e non al contrario. Tutto ciò non tragga in inganno, perché la linea guida era tutt'altro che invasiva; ciò nel senso che Stringher cercava un equilibrio fra due azioni: da un lato agire affinché la moneta potesse essere, se non proprio manovrata, comunque non abbandonata al corso delle cose e dall'altro non imporre una regola meccanica rigida buona per tutte le stagioni, trasformando la banca centrale in un semplice posto di polizia monetaria.

6. Come se nulla fosse

Passata la tempesta, però, il sistema economico che faceva riferimento alla Gran Bretagna riprese la sua *normalità* basata sugli investimenti e sugli impieghi esteri. La “Banca d’Inghilterra” continuò imperterrita nella sua politica di basse riserve. Prova ne è che tutto ricominciò, come se niente fosse accaduto, come se i campanelli di allarme che avevano squillato sia nel 1890 sia nel 1907 fossero solo tempeste passeggere. Ancora nel 1913 la “Banca d’Inghilterra” possedeva solo 163 milioni di dollari oro, quasi niente rispetto al miliardo e trecento milioni presenti nelle riserve degli Stati Uniti e ai non disprezzabili 678 milioni presenti nella “Banca di Francia”. Solo nel 1914 il Governo di sua maestà ritenne di istituire una “Royal Commission” che desse un “parere” (sic) sull’adeguatezza delle riserve auree ma non, si noti, nella direzione di acquisire o meno altro oro in riserva. Ciò, si badi, all’esclusivo scopo di giudicare se l’oro che le banche britanniche avevano raccolto dovesse restare a disposizione delle banche stesse o magari essere depositato a garanzia presso la “Banca d’Inghilterra”. Il mondo economico e finanziario internazionale avrebbe potuto anche ignorare questa scelta se solo la sterlina non avesse costituito il *Gold Standard*; invece la sterlina era il *Gold Standard* e la cosa sembrava andare bene a tutti senza che nessuno, a parte una proposta di J. M. Keynes, seriamente si interrogasse se non fosse il caso di trovare qualche altro sistema. Probabilmente è anche vero che con il nuovo secolo le banche furono coinvolte in un’azione complessiva che non erano in grado di svolgere; mancava un F.M.I. e, specialmente una B.R.I e mancava specialmente una rapida e sicura circolazione delle informazioni²³. Però è anche abbastanza evidente che esse si erano fatte promotrici di un uso troppo disinvolto del denaro loro affidato fondamentalmente perché nessuno le controllava. Con il senno di poi lo si capisce. Ma con il senno di oggi?

²³ Cfr. il lavoro, frutto di una raccolta coordinata di studi datata 19.12. 2015, di C. Fohlin, T. Gehrig e M. Haas, *Rumors and Runs in Opaque Markets: Evidence from the Panic of 1907*, all’interno della “Vienna Graduate School of Finance” (<<http://www.oefg.at/wp>>)

7. Abbiamo imparato qualcosa?

Tutto quel margine di benevolenza che lo storico dello sviluppo economico deve tenere aperto nel valutare la crisi del 1907 può basarsi sulla certezza che le idee chiare sugli effetti dei comportamenti economico-finanziari non le si aveva quasi a nessun livello; se si fa eccezione per il talento di un Morgan, un Clews o un Rockfeller, per gli altri si deve ammettere una perdonabile miopia. La stessa cosa, invece, non si può e non si deve dire del 2008: a quella data, i signori dei titoli tossici e i maghi del *subprime*²⁴ sapevano benissimo che cosa stessero facendo, come lo sapevano, ad esempio i dirigenti di “Lehman Brothers” che il venerdì spostano 8 miliardi dollari a New York da Londra e il lunedì mattina, avendo già distribuiti i premi di produzione all’interno dei propri dirigenti, si presentano candidamente al “US Bankruptcy Court” di New York appellandosi al capitolo 11 del regolamento e dunque presentando istanza di fallimento. È bene, infatti, ricordare che il venerdì antecedente la dichiarazione di bancarotta, i dirigenti londinesi di Lehman si accorsero con sorpresa che 8 miliardi di dollari erano spariti per via telematica. In seguito al crollo della banca, però, i fondi sono rimasti a New York e le casse della sede europea di Canary Wharf a Londra sono rimaste vuote. Il premier britannico Gordon Brown avrebbe ben presto chiesto al governo americano la restituzione dei soldi ma, si sa e non poteva non saperlo il ringhioso scozzese, che i governi non sono responsabili dell’azioni delle grandi Compagnie, specie in nord America.²⁵ Niente da fare; “Lehman” rispose che era una pratica normale trasferire miliardi di dollari ogni sera da Londra negli Stati Uniti per sfruttare i tassi di interesse *overnight* e poi trasferirli nuovamente a Londra la mattina dopo. Una giustificazione così arrogante che non meriterebbe un commento ma solo queste domande: quando è stato che si sono accorti i dirigenti “Lehman Brothers” che qualcosa non andava bene? *Quando* hanno incaricato i propri legali di studiare, elaborare e realizzare una istanza di fallimento di proporzioni uniche nella storia? Tra le 18 del venerdì e le 7 del mattino di lunedì?. Domande retoriche.

Ma noi contemporanei, dopo quella vicenda, abbiamo tentato di ridurre la probabilità di cortocircuito fra mercato mobiliare ed attività bancaria?

²⁴ Per *Subprime*, o anche “second chance”, “B-Paper”, “near-prime” “s’intendono determinate aperture di credito, a tasso elevato, a un soggetto che non può accedere con sicurezza ai tassi d’interesse correnti. Fra questi, giova ricordarlo, oltre ai mutui immobiliari, vi sono i prestiti per l’acquisto di un’automobile e molte carte di credito.

²⁵ Un laburisticamente adirato Gordon Brown si esprime così: “*Abbiamo chiesto al Governo americano di tornare in possesso di quei fondi per pagare gli stipendi, non dei finanziieri d’assalto ma di personale delle pulizie e operatori di computer e altri dipendenti che altrimenti non vedranno un soldo*” Cfr. <<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/09>>

Dipende. Alcuni Paesi si sono preoccupati di dare aiuto alle imprese che iniziavano a licenziare per mancanza di commesse, altri no, altri ancora si sono preoccupati, sì, ma non sono stati in grado di fare un granché. Negli Stati Uniti, per esempio, non si è intervenuto per “Lehman”; ma quando la cosa ha riguardato il settore produttivo dell’economia diciamo “reale”, allora il *Bailout*²⁶ è stato praticato e con molta energia, sia da parte repubblicana, sia democratica.

E in Europa? Lì la gamma dei comportamenti si sfilaccia, da un estremo, cioè la Grecia, all’altro, cioè la Germania. Se su Cipro la problematica è sembrata *rusa* e subito rimossa, sulla Grecia iper-indebitata, il sistema economico-finanziario della Germania ha realizzato una fortuna quasi necessariamente. Infatti, basandosi su un bassissimo costo di finanziamento del suo debito pubblico, da parte della stessa “Bundesbank” si è proceduto all’acquisto di titoli di Stato greci a prezzi bassi, lucrando sugli altissimi tassi di interesse poi necessariamente corrisposti. Un *Bailout* per la Grecia è apparso ineluttabile solo nel 2012, cioè quattro anni dopo! Come mai? Molti dimenticano la clausola di non salvataggio presente nel trattato di Maastricht. Se il massimo creditore della Grecia, cioè la Germania, avesse varato il *bailout* nella forma della deroga, si sarebbe violato il trattato in oggetto e qualunque soggetto creditore provato tedesco avrebbe potuto impugnare l’azione presso la sua Corte costituzionale. Il *Bailout* sulla Grecia si è fatto solo quando si è dimostrato che i creditori europei, tedeschi e non, ci avrebbero rimesso. Dire tardi è poco; possiamo affermare che le lezioni storiche sono servite a niente.

Fin qui l’estremo debole; ma l’altro, quello forte? In effetti, sulla Germania come tale, si è indagato un po’ meno del dovuto. Guardiamo allora a qualche dato, per altro ampiamente pubblico. Basta accedere al *database* dell’Eurostat per rendersi conto di come ha operato il Governo tedesco. Limitandoci ai dati della Commissione Europea, infatti, si evince che la Germania ha speso in aumenti di capitale € 64 miliardi (cioè il 2,34% del suo Pil a valori 2013). Quanto alle garanzie, cioè assicurazione di esborso, non esborso vero e proprio, a favore delle proprie banche nazionali, nel terribile 2009, mentre l’Italia si limitava a meno di € 8 miliardi, il governo tedesco ne aveva dati per la cifra € 135 miliardi, (il 4,93% del suo Pil)²⁷. Era un *Bailout* di grandi proporzioni; per la precisione il maggiore di tutti gli Stati dell’Unione Europea; le piccole-medie banche tedesche si sono così salvate con

²⁶ Alla fine del 2008, “General Motors” e “Chrysler” perdevano miliardi di dollari al mese, e nessuno, nel settore privato ha inteso intervenire. Eppure, prima G. W. Bush e poi B. Obama hanno operato un poderoso *Bailout* (17,4 miliardi di dollari).

²⁷ Va chiarito che quattro anni dopo, alla fine del 2013, la Germania aveva esaurito le garanzie mentre il totale degli aumenti di capitale e *Asset Relief*, (vale a dire operazioni per le quali le banche cedevano i propri titoli *difficili* a un soggetto pubblico) nel periodo 2008-2013 era salito a 144 miliardi, il 5,3% del Pil tedesco 2013.

denaro pubblico e la cosa è stata correttamente concordata e senza nessun favoritismo²⁸ con la Commissione. Un'azione che, per esempio, non è stata in grado di fare il governo italiano e non per cattiva volontà ma per due motivi. Il primo motivo consiste nel fatto che il Governo italiano non aveva il modo di reperire nuovo denaro ricorrendo, come si fa di norma e come ha fatto la Germania in quella circostanza, all'emissione di titoli del debito pubblico perché già il peso dell'indebitamento italiano era/è stratosferico. Il secondo motivo è strutturale: la proprietà delle banche italiane è poco pubblica mentre in Germania è quasi del 40%. Dunque, se la Germania è *dovuta* intervenire è stato per il motivo che quasi il 40% delle banche tedesche ha prevalente capitale pubblico; vi era poco da fare; lo stesso, infatti, non sembra possa accadere per lo scandalo delle "false emissioni" dei diesel Volkswagen²⁹. Certe accuse che specie dalla destra italiana sono state rivolte al Governo tedesco a questo riguardo sono del tutto infondate. Molto più fondate sarebbero invece le accuse alle banche tedesche private, e dunque non tanto "Bundesbank", specie nel loro modo di operare sulla crisi greca, come abbiamo visto; parliamo delle grandi banche. E qui *Vexilla regis prodeunt inferni*. E in questo caso il *rex* è la "Deutsche Bank". Ma il problema delle grandi banche tedesche non è solo *greco*.

Il 23 aprile 2015, la "Deutsche Bank", è stata multata per un importo di 2,5 miliardi di dollari a causa dello scandalo "Libor" (*London Interbank Offered Rate*) e poco dopo "Standard & Poors" ha abbassato il *rating* di Deutsche Bank a BBB+, vale a dire appena tre livelli sopra il giudizio "spazzatura" (ricordiamoci che "Unicredit" è BBB, senza la "+"). A voler vedere bene, "BBB+" è un livello più basso di quello assegnato a "Lehman Brothers" dopo il taglio di stima che ha preceduto di appena 3 mesi il suo collasso del quale abbiamo visto. Il problema di "Deutsche Bank" è che le sue usuali attività creditizie bancarie non costituiscono la maggior fetta dei suoi profitti³⁰. Per mantenere i suoi margini, detto in parole povere, essa è dovuta andare alla caccia di movimenti più rischiosi rispetto a quelli che affrontati dalla concorrenza. E non si dica che questo è avvenuto per una coraggiosa serie di sostegni all'investimento produttivo! Si fa semplicemente notare a questo proposito che la Germania ha avuto il tasso d'investimenti *più basso* d'Europa dal 2002 al 2012 e ovviamente la banca in oggetto ne è il portabandiera. Conclusione: oggi la redditività di "Deutsche Bank" è fra le

²⁸ Cfr. il Documento di accettazione dell'operazione tedesca da parte della Commissione europea a <http://www.europa.eu/rapid/press-release_IP-08-1589_en>

²⁹ La discussione si è appena aperta. Cfr. <<http://www.forbes.com/sites/petercohan/2015/09/25/6-reasons-germany-may-need-to-bail-out-volkswagen>>

³⁰ Il tutto senza contare l'azione del sistema bancario ombra, formato dalle società che di fatto svolgono un ruolo simile a quello delle banche ma non sono sottoposte alla vigilanza bancaria. Un settore, questo, che nella sola UE ha raggiunto i € 23,5 mila miliardi, una crescita impressionante anche dai 17 mila miliardi del 2007, allo scoppio della crisi.

più basse (2,6% rispetto a un 10% di J. P. Morgan, per intendersi) e, quel che più inquieta, è che alla fine del 2013 possedeva più di 52.000 miliardi di dollari di opzioni sui derivati; il lettore ha letto bene, un controvalore pari 20 volte il PIL della Germania il cui dato si trova a pag.103 del bilancio 2013. Dunque, mentre la Cancelliera Merkel, attestando una modestissima conoscenza della storia economica (chi glieli scrive i discorsi?) ammoniva che “*non è facendo debiti che si costruisce la crescita*”, la maggiore banca tedesca ballava su 50.000 miliardi di dollari di derivati. Wunderbar. Ora (2014-2015, del 2016 sapremo nel '17) si comincia a “rientrare”, certo, ma per un colosso quale “Deutsche Bank”, con un’esposizione di questo tipo, anche oscillazioni modeste in valore percentuale possono comportare disgrazie *urbi et orbi*. Il paradosso è che l’unico *Leader* europeo a chiedere attenzione su questa e altre grandi banche (per esempio BNP) è stato quello italiano, in altre parole dello Stato membro con un debito pubblico talmente imbarazzante da offrirsi alla classica risposta: “Senti chi parla”. Allora bisogna guardare ai *Bailout* in un’ottica di sistema e non di accuse, ammonizioni, *pruderie*, etc. È esattamente in questo punto e su queste questioni – non su un antitedeschismo di principio o, peggio, su un antieuropeismo elettorale – che si dovrebbe pretendere chiarezza e trasparenza da parte della Germania. Invece proprio qui sembra che sia scattata la solidarietà intertedesca, quella che ha salvato, per capirci, la “Continental” e la “Opel” (in entrambi casi da un *nemico* un tempo italiano, cioè Pirelli e Fiat). Ebbene, se su “Deutsche Bank” questa solidarietà si riverberasse troppo, essa potrebbe portare l’Europa a un tracollo peggiore di quello di “Lehman Brothers”; ciò accadrebbe se essa fosse, cioè, tanto forte da ignorare elementi di convivenza europea, sfiorando l’omertà.

8. Una conclusione pericolosamente filosofica

Per quanto sembri il contrario, questi anni segnano il momento delle scelte fundamentalmente per la Germania e non per la Gran Bretagna. Per entrambe non si tratta di scelte scontate, è vero. La Germania, però, deve decidere su una posta più grande di quella britannica che, pure, non è poca cosa. La posta in gioco per la Germania si chiama Europa. Certo, verrebbe comodo a non pochi padroni del vapore teutonico prenderne, di questa Europa, solo la parte *buona*, cioè quella utile a una specie di pacifico *Lebensraum* o ad un rinnovato ma condiviso *Septemberprogramm*. Solo che con una nuova Europa a due velocità con quella forte centrata sulla Germania e gli stati vassalli, la Germania ci perderebbe dato che tutti hanno capito che l’enorme apprezzamento del *Bond* tedesco dipende anche dal deprezzamento dei *Bond* degli altri Paesi dell’Eurozona. Con una forte stabilità dell’Euro nel medio periodo, invece, i rendimenti dei *Bond* tende-

rebbero ad allinearsi, non ci vuole un Einaudi per comprenderlo. Dal che la *Totendanz* opzionata dall'amministrazione tedesca cui stiamo assistendo; solo che lo spartito non è di Franz Liszt ma di Wolfgang Schäuble³¹. Fortunatamente in Germania non tutti la vedono o l'hanno vista così, a partire da grandi tedeschi come il compianto Helmut Schmidt (“*La Germania in, per e con l'Europa*”³²) o l'instancabile francofortese Jürgen Habermas (“*Gli Stati-nazione sono diventati come grandi società di capitali*”³³). I *Bailout* forse non dovrebbero più esistere, è vero, probabilmente il *Bailin* sarà un buon deterrente contro le manovre azzardate, interessate e non adeguatamente sorvegliate dalle diverse compagini proprietarie. Tuttavia, il timore che l'emarginazione del *Bailout* sia l'anticamera del ridimensionamento dei poteri pubblici c'è. Invece di rendere incestuoso, vietato, sacrilego il *Bailout*, non sarebbe meglio lasciarlo piuttosto come ultima istanza e, nel frattempo, vigilare? Ma vigilare veramente. Verrà prima o poi il tempo nel quale si capirà che la forza dell'interesse pubblico è l'unico presupposto della soddisfazione dell'interesse privato. Ma questa, forse, è una riflessione eccessivamente filosofica e, *dunque*, inutile. O no?

Bibliografia essenziale

Trattandosi di un articolo, ci si limita alla bibliografia e alla sitografia strettamente relazionate ai contenuti del testo, non a quella di carattere generale. Infatti, anche a limitarsi alla produzione saggistica degli ultimi vent'anni, le questioni economiche sottese sono tante che una loro indicazione bibliografica prenderebbe uno spazio sproporzionato.

³¹ La Repubblica Italiana ha onorato Schäuble della croce di Gran Cavaliere di Merito. L'onorificenza datagli è del 1986 ma in seguito si dovette registrare qualcosa di poco onorevole nella sua vita. Si permetta a chi scrive un'obiettiva caduta di stile ma ogni tanto ci vuole: il duro e puro Schäuble, fiero censore dei vizi mediterranei, e costantemente impegnato nel simpatico gioco del poliziotto buono e quello cattivo (quello buono è la Merkel, quello cattivo è lui) ha incassato un “donazione” (non registrata) di €00.000 da un poco limpido commerciante di armi, Karlheinz Schreibe. Ha dovuto ammetterlo egli stesso in sede di inchiesta. Cfr. <<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-12-03/ritratto-wolfgang-schauble>>.

³² Cfr. H. Schmidt, *Basta tatticismi di partito, Berlino sia solidale*. Ilsole24ore, 5 giugno 2012, in <<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-06-04/basta-tatticismi-partito-berlino>>

³³ “*Io non capisco come un ritorno agli Stati-nazione da gestire come grandi società di capitali in un mercato globale possa contrastare la tendenza alla de-democratizzazione e alla crescente disegualianza sociale, a cui, appunto, assistiamo...*”. Intervista a J. Habermas di P. Olterman apparsa su “Repubblica economia e finanza”. Cfr.<http://www.repubblica.it/economia/2015/07/18/news/ju_rgen_habermas>.

- Bernanke B., *Federal Reserve e la crisi finanziaria. Quattro lezioni*, Il Saggiatore, Milano 2014.
- Bruner R. - Carr S., *The Panic of 1907: lessons learned from the market's Perfect Storm*, Wiley, Hoboken NJ (USA) 2009.
- D'Apice V. e Ferri G., *Crisi finanziarie e regolamentazione. Politiche economiche per un capitalismo stabile*, Carocci, Roma 2011.
- Elsas R. - Krahn J. P., "Universal Banks and Relationships with Firms," in *The German Financial System*, ed. Jan Pieter Krahn and Reinhard H. Schmidt (Oxford, 2004), pp. 197-232.
- Fear J. - Kobrak C., *Banks on Board: German and American Corporate Governance, 1870-1914*, Cambridge University Press in "Business History Review" Volume 84 / Issue 04 / Winter 2010, pp. 703-736
- Fohlin C., Gehrig T. e Haas M., *Rumors and Runs in Opaque Markets: Evidence from the Panic of 1907*, all'interno della "Vienna Graduate School of Finance" (<<http://www.oefg.at/wp>>).
- Frydman C., *The Panic of 1907: JP Morgan, Trust Companies, and the Impact of the Financial Crisis*, Discussion paper in <<http://www.isites.harvard.edu>>
- Galli a. M. (a cura di), *La formazione e lo sviluppo del sistema bancario in Europa e in Italia*, Vita e Pensiero, Milano 1992.
- Gorton G. - Schmid F. A., *Universal Banking and the Performance of the German Firms*, Working Paper n.5453 del NBER, febbraio 1996.
- Kobrak C., *Banking on global markets: Deutsche Bank and the United States, 1870 to the present*. Cambridge University Press, Cambridge 2008
- Krugman P., *End this Depression now*, W.W. Norton & Company, New York 2012.
- Lowenstein R., *America's Bank. The Epic Struggle to create the Federal Reserve*, Penguin, New York 2015.
- Martin C. J - Swank D., *The Political Construction of Business Interests: Coordination, Growth, and Equality*, Cambridge University Press, New York 2012
- Rodgers M. T. - Payne J. E., *How the Bank of France Changed U.S. Equity Expectations and Ended the Panic of 1907*" in "The Journal of Economic History", Volume 74 -02, giugno 2014.
- Wright R. E., *Corporation Nation*, University of Pennsylvania, Philadelphia 2014.
- Wright R. E., Sylla R., Royce C. M., *Genealogy of American Finance*, Columbia Business School Publishing, New York 2015
- Prodi R. *Missione Incompiuta. Intervista su politica e democrazia*, Laterza, Roma - Bari, 2015.
- Siegel J., *Stocks For The Long Run*, Mc Grow-Hill, New York 1998.
- Spence M., *La convergenza inevitabile*, Laterza, Roma-Bari 2012
- Trompatzi G. - Metaxas T., *From the Bank Panic of 1907 to the Great Depression of 1929 and the Savings and Loan Crisis of the 1980s: Lessons for the future*. University of Thessaly, Department of Economics, Volos (Grecia) 2013. In *e-book*, <<https://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/48272>>.
- Wallison P. J., *Hidden in Plain Sight: What Really Caused the World's Worst Financial Crisis and Why It Could Happen Again*, Encounter Books, New York 2015.

Sitografia essenziale

<<http://www.delanceyplace.com/view-archives>>
<http://www.ec.europa.eu/competition/state_aid>
<http://www.europa.eu/rapid/press-release_IP-09-1216_en.htm>
<http://www.europa.eu/rapid/press-release_IP-09-1216_en.htm>
<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20131108a.htm>>
<<http://www.forbes.com/2008/10/03/free-market-regulation>>
<<http://www.forbes.com/sites/petercohan/2015/09/25/6-reasons-germany-may-need-to-bail-out-volkswagen>>
<<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/09>>
<<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-06-04/basta-tatticismi-partito-berlino>>
<<http://www.journals.cambridge.org>>
<<http://www.lapasserelle.com>>
<<http://www.jstor.org/stable>>
<<https://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/48272>>
<<http://www.nber.org/papers>>
<<http://www.oefg.at/wp>>
<<http://www.smithsonianmag.com/history-archaeology/1907>>
<<http://www.sites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic1029951.files/Carola%20Paper.pdf>>
<<http://www.qje.oxfordjournals.org/content/23/2/185.abstrac>>t
<<http://www.thegoldstandardnow.org/the-panic-of-1907>>
<<https://mises.org/library/systematic-risk-missing-gold-flows-and-panic-1907>>
<http://www.repubblica.it/economia/2015/07/18/news/ju_rgen_habermas>.
<<http://ghi-dc.org/files/publications/bulletin>>
<<http://www.globalresearch.ca/the-secret-bailout-of-j-p-morgan>>
<<http://www.ic.galegroup.com/ic/ovic/ReferenceDetailsPage/DocumentTool>>
<<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-12-03/ritratto-wolfgang-schauble>>.