

## Focus Il caso americano

**Le cifre** 51 mila miliardi di dollari di debito contro 14 mila di Pil: peggio che nella Grande Depressione

**I manager** Per i capi delle imprese il guadagno da stock options è salito da 3,5 milioni del 1992 a 14,8 milioni

# Usa, i sette errori del capitalismo

## Eccesso di debito, mutui, innovazioni finanziarie Il doppio via libera alle banche d'investimento

**M**artedì 7 ottobre 2008, mentre il governo britannico vara aiuti straordinari per 50 miliardi di sterline alle banche in caduta libera al London Stock Exchange, da Lisbona arriva la notizia che il Banco Best offre un interesse speciale dell'8% sui depositi a chi indovinerà il nome del futuro presidente degli Stati Uniti. Sembra una stranezza e invece segnala l'attesa dell'unica novità capace di proporre nuovi rimedi ai sette eccessi del capitalismo contemporaneo e, forse, di far cambiare idea al capo economista del *Financial Times*, Martin Wolf, che scrive: «Stiamo assistendo alla disintegrazione del sistema finanziario».

### La locomotiva del debito

L'eccesso di debito è il peccato globale. Al 30 giugno 2008, il debito aggregato degli Stati Uniti (famiglie, imprese, banche e pubbliche amministrazioni) supera i 51 mila miliardi di dollari a fronte di un prodotto interno lordo di 14 mila miliardi. *The Economist* aggiunge che l'incidenza percentuale del debito aggregato sul Pil americano, ora pari al 358%, è raddoppiata rispetto agli anni Cinquanta e Sessanta ed è superiore perfino a quella della Grande Depressione. Il segreto della crescita della *Corporate America* è il debito che finanzia soprattutto i consumi. Che abbia copiato dall'Italia da bere degli anni Ottanta?

Come ha notato Marco Fortis sul *Foglio*, i salvataggi ai quali è ora obbligato il governo Usa si mangiano tutto il vantaggio che l'economia americana aveva mostrato negli ultimi 4-5 anni rispetto a quella europea. E quando il granello di sabbia delle insolvenze dei *subprime* si è infilato nell'ingranaggio, il motore si è fermato. L'Italia è cresciuta meno, ma ha un debito globale che è pari a due volte il Pil. Ed è una provincia debole di Eurolandia. Qual è il sistema più sano?

### La centralità della finanza

Alla crescita del debito il contributo maggiore l'hanno dato i mutui immobiliari e il settore finanziario (Martin Wolf, *Paulson's plan was not a true solution to the crisis*, *Financial Times*, 23 settembre 2008). L'esposizione della finanza è passata da 21% del Pil, nel 1980, al 116% nel 2007. Del resto, la finanza ha dato una spinta crescente ai profitti. Tra il 1946 e il 1950, procurava il 9,5% degli utili. Nel 2002 è arrivata al 45% per riaggiustarsi a un comune rotondo 33% nel 2006 non tanto per un suo calo quanto per la crescita degli altri settori (Ronald

Dore, *Financialization of the Global Economy*, prossima pubblicazione). Quando i tassi d'interesse sono decrescenti, e in certi periodi addirittura negativi se depurati dall'inflazione e dai risparmi fiscali, il debito «costa» assai meno del capitale, al quale andrebbe riconosciuto il rendimento dei titoli di Stato più un premio al rischio. Conviene dunque ricorrere il più possibile al denaro degli altri. Usando il debito come leva, si ottiene il duplice effetto di aumentare a dismisura il rendimento dei capitali propri impiegati e di moltiplicare le attività.

La scoperta, a dire il vero, non è recente. Già nel 1913 il futuro giudice della Corte Suprema, Louis Brandeis, ne faceva oggetto di una critica radicale. Ma allora come oggi ci è voluta una Grande Crisi per capire che i debiti hanno un costo certo mentre al capitale può anche essere negato il dividendo, e che i debiti fatti per consumare facendo il passo più lungo della gamba hanno una qualità inferiore a quelli accesi per lavorare e produrre reddito. Nel primo caso, l'insolvenza è dietro l'angolo. Ma per anni e anni si è pensato che questo fosse un rischio del passato.

### Il mito dell'innovazione finanziaria

Il primo Cdo (*Collateralized debt obligation*) risale al 1987. Da allora è stata una fioritura senza fine di innovazioni finanziarie che hanno fatto credere ai loro inventori, matematici privi di filosofia benché talvolta premiati con il Nobel, come Merton e Scholes, di aver trovato la pietra filosofale del secolo XX. Costoro hanno studiato complicati algoritmi in base ai quali costruire portafogli immunizzati, e cioè esposti a un rischio complessivo inferiore a quello dei singoli titoli che racchiudono. I modelli matematici giocano su tre fattori: la diversificazione dei titoli, la scarsa correlazione dei rischi relativi e la diversità delle scadenze che consente di articolare nel tempo i flussi di cassa. Gli innovatori hanno creduto di poter elevare così il rendimento del capitale investito in queste strutture sintetiche senza elevare in proporzione il rischio. I banchieri ci hanno creduto volentieri. Le banche maggiori hanno ridotto gli impieghi classici e si sono imbottite di questi strumenti. Confidando sugli algoritmi, non hanno di pari passo irrobustito il patrimonio. Anzi. Ma i rischi si possono spostare, non cancellare. E al dunque ritornano. A spese loro e soprattutto degli altri, i banchieri possono rimeditare gli studi classici: chi sfida la legge divina pecca di *hybris* e

diventa vittima dello *phronos zeon*, l'ira degli dei.

### L'esaltazione del Roe

La fede nell'illimitata sostenibilità del debito ha alimentato l'attesa di ritorni sempre più alti sul capitale investito dai soci (*Roe, return on equity*). Negli ultimi 11 anni, le società del S&P 500 Index hanno distribuito agli azionisti, sotto forma di dividendi e acquisti di azioni proprie, ben 4200 miliardi di dollari. Ben 22 delle prime 50 principali società hanno distribuito più dell'utile e altre 8 tra il 90 e il 99% del medesimo (William Lazonick, *The Quest of Shareholder Value*, settembre 2008). Un autentico saccheggio delle imprese che, in molti casi, avevano goduto di varie forme di sussidio statale. Un'operazione che ha indebolito la propensione all'investimento, come nel caso della Exxon, e alla spesa in ricerca e sviluppo, come nel caso della Microsoft e delle altre imprese high tech, che hanno investito nella riduzione del capitale, addirittura indebitandosi, multipli di quanto hanno speso nei laboratori. Tra le 50 imprese che più si sono distinte in quest'opera di autodistruzione spiccano tutte e cinque *investment banks* di Wall Street, le due prime banche commerciali d'America e Fannie Mae (Freddie Mac è al 53esimo posto). Nel periodo 2000-2007 queste otto banche hanno speso 174 miliardi di dollari per ridurre il proprio capitale. Potremmo dire: un gigantesco insider trading legalizzato il più delle volte a sostegno dei corsi azionari nei periodi di

esercizio delle stock options da parte dei manager. Non l'avessero fatto, oggi le banche d'investimento sarebbero ancora su piazza.

### L'estremismo della deregulation

Gli eccessi delle banche d'investimento sono stati possibili perché il Congresso e il Senato hanno abolito nel 1999, con decisione bipartigiana, il *Glass Steagall Act* che dagli anni Trenta vietava la commistione tra banche commerciali e banche d'affari e d'investimento. E poi perché nel 2001, una volta ottenuta la sorveglianza delle banche non commerciali, la Sec guidata dal repubblicano Christopher Cox ha concesso alle *big five* di Wall Street il diritto di autoregolare i propri rischi. Il ricorso al debito si è fatto così sempre più imponente: prima ci voleva un dollaro di capitale per ogni 6-7 di investimento, poi lo stesso dollaro bastava per 30-40. L'autoregolazione ha pure consentito alle banche di tenere fuori bilancio entità da esse stesse promosse e finanziate allo scopo di acquistare titoli variamente innovativi nel presupposto che era loro interesse vagliare la serietà del creditore. Queste tre scelte non sono errori, ma decisioni politiche esaltate come segno di modernità da stuoli di economisti che non si pongono mai il problema dei conflitti d'interesse impliciti nell'accumularsi dei mestieri. Regolare dopo aver deregolato non è facile, specialmente se a farlo sono le stesse persone.

### Il breve termine

La deregolazione per favorire l'incessante negoziazione dei titoli ha sempre più focalizzato la gestione delle imprese sul breve termine. È stato coniato perfino un neologismo anglicizzante: *shortermismo*. Naturalmente tutti i top manager negano di essere *shortermisti*: la cosa parrebbe gretta e poco lungimirante. Ma con le relazioni

trimestrali sulla base delle quali, a Wall Street, si erogano i dividendi e si riconsiderano i «fondamentali» del titolo e con i principi contabili basati sul *fair value* e sul *mark to market* (il valore al quale si può compravendere un bene e le quotazioni correnti) gli andamenti a breve termine condizionano come mai in passato. E poiché è chiaro il loro effetto pro ciclico, i gerenti sono incentivati a fare tutto quanto può far salire domani il titolo al quale sono legati i propri compensi. Nel 1864 il banchiere Rothschild discuteva con il ministro Minghetti delle disastrose finanze del Regno d'Italia avendo come orizzonte gli anni. I suoi epigoni americani hanno per orizzonte i giorni e parlano con i loro simili, via computer, 24 ore su 24. Ai primi serviva sapere di economia certo, ma anche di politica e cultura. Ai secondi bastano i modelli matematici. La professione del banchiere si è impoverita. Ma il banchiere è diventato più ricco. E con lui tutto il ceto dei capi-azienda.

### La diseguaglianza

Legare in modo meccanico e crescente le remunerazioni dei top manager al rendimento del capitale ha accresciuto le diseguaglianze. Tra i capi delle imprese dello S&P 500 Index, il guadagno da *stock options* è salito da una media pro capite di 3,5 milioni di dollari del 1992 a un picco di 14,8 milioni nel 2000 per assestarsi sugli 8,7 milioni nel 2003. Nell'illuminata Ibm i guadagni da *stock options* dei 5 primi dirigenti sono stati pari a 689 volte quello del dipendente medio. Più in generale il rapporto tra la paga media degli amministratori delegati delle maggiori imprese americane e quella dei dipendenti è volato dalle 42 volte del 1980 alle 107 volte del 1990 fino al record di 525 volte del 2000 per scendere a 364 volte nel 2006. Dietro la durezza con la quale i membri del Congresso interrogavano il banchiere Dick Fuld della Lehman Brothers c'è la consapevolezza che questo gioco non è più accettabile per il cittadino medio americano la cui ricchezza netta, già minore di quella del cittadino medio italiano, sta in buona parte evaporando legata com'è alla Borsa. Ma è inutile chiedere al bancarottiere, come pure si è fatto, quali dovrebbero essere le regole per rimediare. Lo dovrà dire il nuovo presidente degli stati Uniti.

Massimo Mucchetti

### L'abolizione

Nel 1999 è stato abolito il Glass Stegall Act che vietava la commistione tra banche commerciali e d'investimento

## 4.200

I miliardi

di dollari distribuiti agli azionisti in 11 anni dalle società del S&P

## 689

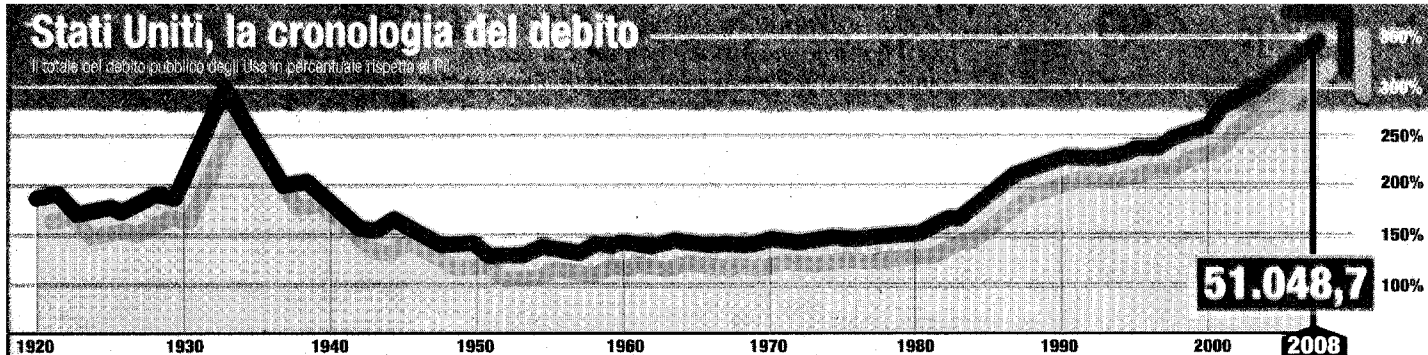
Le volte che i guadagni dei dirigenti Ibm hanno superato quelli del dipendente

## 174

I miliardi di dollari spesi da otto banche Usa in 7 anni per ridurre il proprio capitale

# Stati Uniti, la cronologia del debito

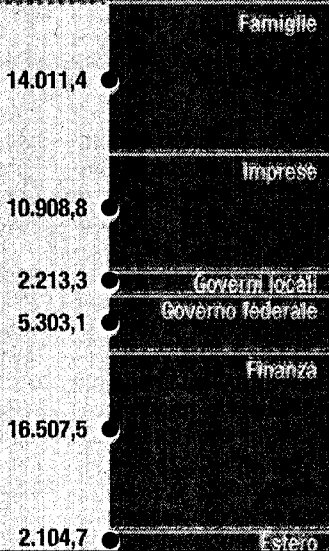
Il totale del debito pubblico degli Usa in percentuale rispetto al Pil



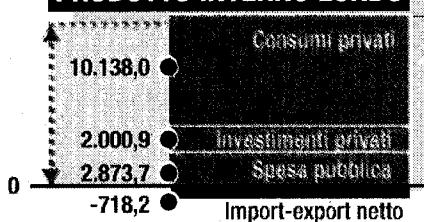
## DEBITO LORDO AGGREGATO

(dati al 30 giugno 2008 in miliardi di dollari)

**14.294,5**

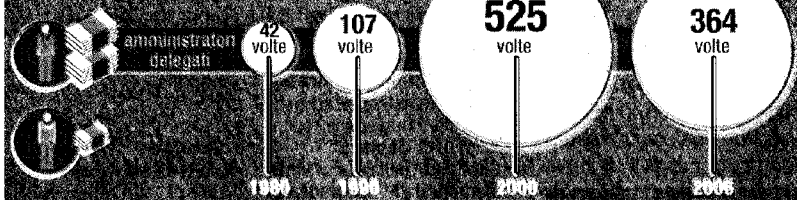


## PRODOTTO INTERNO LORDO



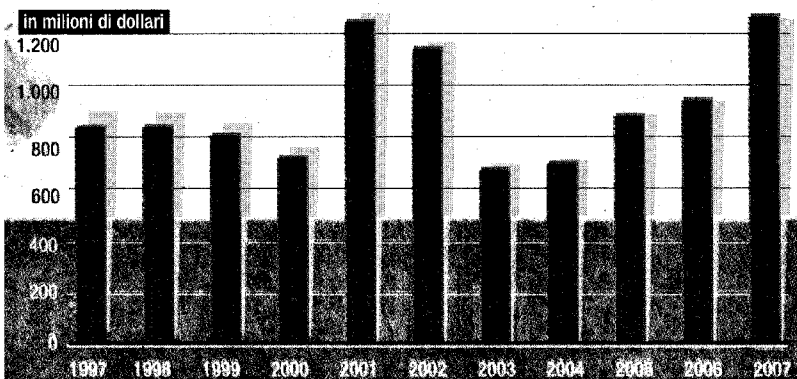
## GLI STIPENDI A CONFRONTO

Il confronto tra la media dei compensi degli amministratori delegati Usa e la media dei compensi di lavoratori dal 1999 al 2006



## PREMI AGLI AZIONISTI E EFFICIENZA

spese in dividendi e buy back in proporzione all'utile netto



CORRIERE DELLA SERA