

**SE VA BENE**

# **ANDRA' PEGGIO**

**Scenari sulla crisi dell'euro**



**Prefazione di  
Oscar Giannino**

mercato libertà  
**IBLLibri**  
libertà mercato

# **Se va bene, andrà peggio**

## **Scenari sulla crisi dell'euro**

*Prefazione di Oscar Giannino*

IBL Libri

Copertina  
David Perazzoni

© 2012 IBL Libri

IBL Libri  
Via Bossi, 1  
10144 Torino  
[info@ibl-libri.it](mailto:info@ibl-libri.it)  
[www.ibl-libri.it](http://www.ibl-libri.it)

Giugno 2012  
ISBN: 978-88-6440-098-3

Se va bene, andrà peggio. Scenari sulla crisi dell'euro

Prefazione, di *Oscar Giannino*

Lo scenario

1. Quando Prodi ci fece uscire dall'euro, di *Antonio Polito*
2. Un giovane italiano al tempo della nuova lira, di *Natale D'Amico*

L'analisi

3. Eurobond, eurobanche, euromercati, di *Antonio Foglia*
4. Come uscire da un'unione monetaria, di *Forrest Capie* e *Geoffrey Wood*
5. Separare la parte infetta, di *Vito Tanzi*

Le conseguenze inintenzionali

6. L'Italia fuori dall'euro: cosa vorrebbe dire, di *Pietro Monsurrò*
7. Salvataggi bancari e utili idioti, di *Alberto Bisin*
8. La crisi dell'euro e le conseguenze politiche, di *Carlo Lottieri*

Gli autori

### **3. Eurobond, eurobanche, euromercati, di *Antonio Foglia***

L'ultima volta che abbiamo avuto problemi economici e finanziari così gravi è finita male, molto male. Vi furono disordini sociali, il ritorno della miseria e metà Europa finì sotto dittature. Ci volle una guerra mondiale, con oltre 50 milioni di morti, per cambiare radicalmente scenario politico ed economico e far ritrovare all'umanità il sentiero di uno sviluppo armonioso che, almeno in Europa, sembra ora nuovamente smarrito.

Proseguendo sul percorso attuale non possiamo escludere che si vada a finire nello stesso modo. Praticiamo un'austerità solo fiscale che, priva delle misure necessarie a liberare produttività inespressa, frustra gli imprenditori fino al suicidio e deprime ulteriormente l'attività economica. Sosteniamo banche insolventi e aziende decotte, non riconoscendo gli errori che ci hanno portato sull'orlo del baratro e perseverando in ingiustizie che degradano il tessuto sociale. Continuiamo a pensare che un'unione monetaria possa funzionare senza rinunciare alla sovranità nazionale ma non siamo disposti a pagarne il costo in termini di aggiustamenti poco solidali.

In sostanza siamo estremamente conservatori e rifuggiamo dalle incertezze che i cambiamenti radicali necessari ci impongono. E quindi ci impantiamo sempre di più, incapaci di un coraggioso slancio in avanti e rassegnati a un inesorabile deterioramento che speriamo sia lento, ma non è detto che lo sia. Forse è perché siamo vecchi, molto più vecchi delle generazioni che hanno dovuto affrontare problemi simili negli anni Trenta. Ma è proprio questa la migliore speranza che abbiamo che non finisca di nuovo con un macello bellico, perché i nostri animi stanchi non si esalteranno più, come avvenne allora, per i diversivi dei demagoghi. Che tuttavia stiamo votando in misura crescente.

*Creative destruction? Nein, danke!* Rifiutando i cambiamenti necessari, però, stiamo rubando il futuro ai nostri figli.

Come cambiare rotta? Che direzione prendere? Le ricette ci sono ed emergono lampanti dall'analisi di come e perché ci siamo cacciati in questa situazione. Per ricostruire la fiducia servono *eurobond* per il debito pubblico e nazionalizzazione a livello europeo per le banche. Ma poi occorre, contrariamente a quanto molti credono, un ritorno alla disciplina di mercato visto che sono gli inevitabili errori di politici e burocrati statalisti che ci hanno ridotto in questo stato.

#### **Crisi cognitiva**

L'economia è un sistema dinamico complesso, come molti che esistono in natura, e come tale è difficilissimo prevederne l'evoluzione, se non a breve termine. Ma è altrettanto difficile analizzarne la storia cercando nessi di causalità la cui significatività diminuisce rapidamente andando indietro nel tempo. È il noto "effetto farfalla" il cui battito d'ali potrebbe, dopo una lunga catena di eventi, scatenare un uragano, ma avrebbe poco senso, anche se fosse possibile ricostruire la catena degli eventi, far ricadere sulla farfalla la responsabilità dell'uragano anche se fosse possibile ricostruire la catena degli eventi. Una bella complicazione.

Una seconda complicazione deriva dal fatto che gli agenti economici (politici, imprenditori, banchieri o *regulator* che siano) non possono che avere conoscenze e comprensione limitate

della realtà in cui operano e, come se non bastasse, sono propensi a commettere errori. Ne emerge una visione del sistema economico in fondo più allineata alle incertezze della scienza del ventesimo secolo che alla sicumera di quella del diciannovesimo a cui la maggior parte della filosofia politica e della modellistica economica ancora si ispirano.

La crisi è stata la conseguenza di errori commessi da persone armate delle migliori intenzioni e competenze, prime tra tutti i politici e le autorità di vigilanza. E se la crisi è una tragica conferma della fallibilità umana e dei limiti delle nostre capacità cognitive, non possiamo sperare che un ulteriore aumento della complessità istituzionale e della regolamentazione ci portino verso un sistema meno vulnerabile, a meno di spingersi fino al punto in cui la perdita di efficienza è tale da precipitarci nella miseria delle economie pianificate di stampo sovietico.

La crisi non è stata causata da un fallimento della morale, come sostengono gli Indignati. Questa lettura errata della crisi è molto attraente perché sposa le inclinazioni ideologiche di molti, indica dei cattivi da perseguire, e offre una semplice soluzione nel rinforzo dell'apparato istituzionale e regolamentare. È anche una lettura della crisi pericolosissima perché si presta alle stesse strumentalizzazioni politiche che sfociarono nei totalitarismi che portarono alla seconda guerra mondiale.

Ma, come vedremo, questa lettura della crisi, che va ancora per la maggiore, è totalmente errata e fuorviante. Siamo di fronte al fallimento delle nostre capacità cognitive, alla nostra stupidità e presunzione nell'affrontare sistemi dinamici complessi, non a un fallimento del mercato.

### **Squilibri finanziari necessari**

Malgrado la pessima reputazione di cui godono, gli squilibri finanziari sono un ingrediente fondamentale del nostro benessere perché ci permettono di vivere meglio di come vivremmo se non ci fossero. Senza squilibri finanziari c'è l'autarchia. Il risparmio degli uni, che decidono di non spendere tutto il loro reddito, è possibile solo ed esclusivamente se altri sono disposti a spendere più di quello che guadagnano in consumi o investimenti. E viceversa. Si creano così le passività finanziarie di chi investe o consuma più del proprio reddito che sono le attività finanziarie di chi desidera invece risparmiare.

Il ragionamento di cui sopra vale sia al livello degli individui e delle famiglie, che a quello delle imprese, dei settori, delle nazioni e dei continenti. Per intenderci, il governo cinese ha potuto decidere di risparmiare, accumulando riserve valutarie in quantità sia assolute che relative mai viste prima, solo perché negli Stati Uniti i consumatori hanno deciso di spendere. E viceversa.

Ma anche i governi hanno un ruolo: negli Stati Uniti, per esempio, è soprattutto lo Stato che spende più di quello che guadagna (con le tasse) e accumula debiti emettendo Treasury Bonds. La spesa in più dello Stato è ricavo in più dei privati, che hanno quindi un reddito più alto che possono dedicare anche all'acquisto di prodotti cinesi, pagando con dollari che il governo cinese forzosamente ritira e investe nei Treasury Bonds di cui sopra.

I paesi che spendono o investono più di quanto guadagnano accumulano un saldo positivo di bilancia dei movimenti di capitale, essendo beneficiari di flussi in entrata di risparmi esteri. In compenso accumulano un saldo negativo della bilancia commerciale, dato che comprano più beni all'estero per soddisfare l'accresciuta domanda interna. E viceversa.

Le cause degli squilibri di bilancia commerciale sorti dopo la nascita dell'euro vanno cercate nella differenza di competitività di oltre il 30% tra Italia e Germania che si è aperta per via delle diverse dinamiche del costo del lavoro per unità di prodotto. L'impatto sui saldi commerciali si è

avuto sia per l'interscambio diretto tra i due paesi, che per la maggior concorrenzialità tedesca sui mercati esteri che ha tolto spazio alle esportazioni italiane.

Da un lato in Italia il costo del lavoro ha continuato a crescere più rapidamente della produttività, a causa di un mercato del lavoro chiuso e iper-protetto. Dall'altro i lavoratori tedeschi hanno accettato di contenere le rivendicazioni salariali entro la crescita di produttività, al contrario di quanto storicamente facevano, per facilitare l'assorbimento nel mercato del lavoro dei nuovi disoccupati dell'Est riunificato. Ora che questo processo è largamente compiuto possiamo aspettarci che nei prossimi anni il divario di competitività, a parità di altre condizioni, ricominci a chiudersi risolvendo una delle cause principali degli squilibri finanziari infraeuropei.

È comunque difficile dire chi è il colpevole di uno squilibrio che si può formare solo se entrambe le parti sono d'accordo di crearlo. E anche la distinzione tra beni di consumo e di investimento, che una volta fungeva da cartina di tornasole è sempre più ambigua nelle nostre economie sviluppate: un'auto e un computer, se servono anche per recarsi virtualmente o fisicamente al lavoro, cosa sono?

Per esempio, gli italiani possono godersi più Audi e Mercedes (magari aziendali) di quelle che il loro reddito permetterebbe loro solo perché i tedeschi sono desiderosi di accumulare crediti nei confronti dell'Italia. O, perlomeno, lo erano, prima che gli venisse un dubbio...

### **Quando crolla la fiducia**

Il dubbio è, infatti, ciò che rende pericolosi gli squilibri finanziari. Fino a un certo punto essi sono facilmente finanziabili perché i canali di intermediazione appaiono solidi e le possibilità di rientro dai debiti contratti non destano preoccupazione. Ma quando si incrina la fiducia e sorge il dubbio sull'entità dei debiti, o sugli intermediari che li veicolano, si assiste spesso a un cambiamento di fase brutale.

Di colpo i flussi si arrestano e ognuno cerca di recuperare i propri crediti, causando un abbassamento del reddito e dei consumi per tutti. *Austerity* per chi consumava o investiva indebitandosi, che deve ora accontentarsi di vivere dei propri mezzi, ma anche per chi vendeva i beni di consumo e d'investimento che i suoi clienti compravano indebitandosi e che ora non possono quindi più permettersi.

Ecco perché la Germania ha lo stesso interesse dell'Italia in un riequilibrio il più graduale possibile degli squilibri finanziari che ora appaiono eccessivi e nel riattivare una loro efficace intermediazione. Ora che se ne è accorta, questo è per l'Europa e per l'euro un collante formidabile.

In Europa la fiducia si è incrinata su entrambi i fronti: solidità degli intermediari e entità del debito accumulato. La semplice logica dei ragionamenti che svolgeremo, che naturalmente beneficiano in parte del senno di poi, dimostra la nostra incurabile stupidità e va tenuta in maggiore considerazione per evitare di ricostruire, o rinforzare, gli assetti istituzionali che ci hanno portato al disastro attuale.

### **Troppo debito pubblico**

Cominciamo col debito, partendo da quello pubblico che più interessa l'Italia. Quando aderimmo al progetto dell'euro lo facemmo cercando l'imposizione dall'estero di una disciplina alla finanza pubblica che da soli dubitavamo, purtroppo a ragione, di saperci dare. I parametri di

convergenza di Maastricht del 1997 dovevano essere la nostra camicia di forza: 3% di deficit pubblico e rientro del debito pubblico al 60% del prodotto nazionale lordo.

Purtroppo però la Germania e la Francia decisero di allentare i criteri per non essere esse stesse soggette alle sanzioni previste e le (s)ragioni della politica ci fecero dimenticare quelle dell'economia. Infatti, il limite prudenziale al 60% di debito pubblico in un'area monetaria comune ha una sua ragione fondamentale: poiché i paesi dell'Eurozona non possono stampare liberamente moneta con cui comprare il proprio debito, è come se il loro debito fosse sostanzialmente in "moneta estera". E, una volta superata la soglia del 60% di indebitamento in moneta estera, raramente i paesi hanno evitato il *default*, come Carmen Reinhart e Ken Rogoff mostrano nel loro [\*This Time is Different\*](#).

Curiosamente, e qui sta la nostra stupidità, ci siamo dimenticati di questa realtà economica e storica riemersi quando sono cominciate le difficoltà di rifinanziamento del debito e l'allargamento dello *spread*. Alle prese con l'evoluzione di un sistema dinamico complesso, abbiamo sbagliato in pieno la valutazione di un aspetto rivelatosi critico.

E critica è la situazione di paesi come l'Italia, che non può più chiedere alla Banca d'Italia di comprare titoli pubblici stampando euro, rispetto a quella di paesi come il Giappone, gli Stati Uniti e il Regno Unito che invece da anni stampano alla grande sommergendo i propri problemi sotto ondate crescenti di liquidità.

Come sistema monetario, l'euro ha dei vantaggi formidabili che ovviano ai limiti dei sistemi alternativi: un'offerta di moneta modulabile dalla Banca centrale europea in base alle esigenze dell'economia, ma sottratta alle autoindulgenze dei governi nazionali. Da un lato, infatti, il sistema del *gold standard* si era dimostrato troppo rigido perché vincolava l'aumento dell'offerta di moneta a quello delle disponibilità auree. E quando l'economia cresceva più delle disponibilità auree si venivano a creare tensioni deflazionistiche sui prezzi, alcuni dei quali, come i salari, hanno notorie rigidità verso il basso.

Ma abbandonando il *gold standard* si sono visti troppi casi in cui gli stati hanno approfittato della libertà acquisita di stampare moneta per tentare di risolvere i propri problemi creando però alla fine solo inflazione.

L'euro ha tolto agli Stati questa scappatoia, che almeno a breve termine sembrava funzionare. Di fronte alle tensioni che ne sono nate, la Banca centrale europea si è inventata nuove operazioni come gli Ltro, attraverso le quali stampa moneta che fornisce alle banche, che ne avevano comunque bisogno e che la impiegano in buona parte per comprare titoli di Stato. Due piccioni con una fava, apparentemente brillante.

### **Politiche economiche allo sbaraglio?**

A fronte di una crisi di cui si è compresa la gravità, della pressione degli elettori per una rapida risposta, della volontà delle autorità di celare i propri errori e della oggettiva difficoltà istituzionale di operare rimedi seri e profondi, si è preferito ricorrere in maniera massiccia agli strumenti della politica economica, monetaria e fiscale, pur di rinviare i problemi e allievarne le conseguenze. Ma le conseguenze a più lungo termine di un utilizzo senza precedenti della politica economica sono largamente imprevedibili, trattandosi di interferenze pesanti su sistemi dinamici complessi.

Una conseguenza delle politiche fin qui attuate è la cosiddetta repressione finanziaria. Abbiamo economie afflitte da troppo debito in alcuni comparti: pubblico, banche, edilizia. Invece di agire

direttamente e selettivamente sui debiti risultati eccessivi, ristrutturandoli e facendo pagare anche ai creditori le conseguenze del loro errore di valutazione, si è preferito imporre a tutti tassi di interesse negativi al netto dell'inflazione, depauperando quindi nel tempo indiscriminatamente tutti i risparmiatori.

Ma in economie avanzate, dotate di importanti risparmi accumulati, i rendimenti reali negativi potrebbero avere effetti deprimenti sui consumi e sugli investimenti fino forse a compensare gli effetti espansivi delle politiche economiche che li creano. In Italia, quando gli interessi calarono dal 12,5% al 3% prima dell'introduzione dell'euro, i consumi ne risentirono significativamente perché parte del reddito del risparmio era dedicata anche alla spesa.

In Giappone, poi, vediamo in pratica da anni che i tassi bassi non stimolano gli investimenti. Probabilmente perché deprimono la propensione al rischio, contrariamente a quanto previsto dai modelli economici. Infatti più sono bassi i rendimenti, più tempo occorre per recuperare le perdite eventualmente subite sulla parte dei risparmi investiti più a rischio, e quindi minore sarà la quota di risparmio che verrà investita invece che tesaurizzata.

Sorprende anche che tutta la liquidità creata prima in Giappone, poi in Usa e Regno Unito e ora anche in Europa con le operazioni Ltro di finanziamento a tre anni delle banche da parte della Bce non abbia ancora creato le pesanti conseguenze in termini di inflazione e svalutazione che la storia, oltre alla teoria economica classica, associano a un lassismo monetario tanto massiccio quanto quello osservato ora. Il pericolo di un cambiamento di fase brutale, da deflazione a inflazione, sembra imminente, ma per ora non si è materializzato.

Una causa potrebbe essere il persistere di una situazione di "trappola della liquidità" keynesiana (o di preferenza per il risparmio, secondo la Scuola austriaca), in cui il timore per il futuro porta a tesaurizzare, invece che investire o spendere, tutta la moneta offerta. In una situazione di questo tipo la scuola di pensiero neo-chartalista, che incoraggia l'emissione di debito pubblico per soddisfare la domanda di risparmio, e quella keynesiana che propone di aumentare la spesa pubblica per sostenere la domanda aggregata falciata dal risparmio, trovano terreno fertilissimo.

Se, però, il problema che ha incrinato la fiducia è un eccesso di debito pubblico, l'idea che ulteriore debito pubblico a sostegno della domanda possa riportare la fiducia appare bizzarra al di fuori dal mondo unitemporale di modelli economici in cui gli agenti non fanno scontare gli effetti intertemporali della politica economica. Come Giappone, Stati Uniti e Regno Unito si stanno accorgendo, le politiche keynesiane di sostegno della domanda richiedono dosi sempre più massicce di spesa pubblica, sia per la bassa produttività della spesa pubblica che perché l'aumento del debito pubblico deprime ulteriormente la fiducia degli imprenditori in un ritorno a condizioni economiche e finanziarie sostenibili.

### ***Eurobond per ridare fiducia***

Ma le condizioni finanziarie dell'eurozona, vista nel suo complesso, sono ancora all'interno di parametri che ne garantiscono la sostenibilità. Il debito pubblico aggregato sul prodotto nazionale europeo è dell' 88%, analogo a quello del Regno Unito e minore di quello del Giappone (230%) e degli Usa (103%). Da questi livelli di debito è ancora possibile recuperare.

Ecco allora la proposta dei "5 economisti saggi" (un ossimoro?) al governo tedesco, tornata per fortuna di recentissima attualità anche grazie alla Commissione europea: consideriamo il primo 60% di debito pubblico nazionale come debito solo nazionale ed accogliamo alla Comunità

europea la parte eccedente (un altro 60% nel caso dell'Italia) sotto forma di *eurobond*. Naturalmente in cambio di robuste garanzie sulla riduzione nel tempo del debito in eccesso al 60%.

E di garanzie l'Italia ne potrebbe dare parecchie, per esempio dando in pegno un po' di immobili e partecipazioni statali che, nel caso gli impegni non fossero rispettati, passerebbero a un proprietario più interessato a una loro valorizzazione nel tempo, a ulteriore vantaggio della nostra economia.

Durante il dibattito televisivo tra le due tornate elettorali per le presidenziali, Sarkozy oppose uno sdegnato e politicamente imprudente *jamais* all'ipotesi di *eurobond*. Se lui era l'ostacolo, ora è stato rimosso. Meglio per la Francia che, con un deficit pubblico già molto più alto dell'Italia, si è eletta un Hollande che non sembra intenzionato a riportarlo sotto controllo, malgrado finanze pubbliche in rapido degrado. Potrebbe quindi essere proprio la Francia tra le maggiori beneficiarie degli *eurobond* come soluzione per ricostruire la fiducia sui debiti pubblici. Resta il problema della fiducia sui debiti privati e sulle banche.

### **Banche complicate e fragili**

L'analisi della crisi finanziaria dimostra inequivocabilmente che quanto è successo è in sostanza riconducibile a problemi cognitivi. Dick Fuld, il capo di Lehman, ha perso un miliardo di dollari nel fallimento della sua banca. Nessun altro manager di Wall Street aveva i propri interessi altrettanto allineati a quelli dei propri azionisti. Ma gestiva un intermediario finanziario troppo complesso per potersi rendere veramente conto dei rischi che correva.

Nulla ci può assicurare sul fatto che gli attuali vertici delle banche abbiano una visione più chiara di quel che fanno. Non certo il fatto che Jon Corzine, dopo aver diretto per anni Goldman Sachs, abbia portato al fallimento la sua MF Global lo scorso autunno. O il fatto che sia Lehman che MF Global avessero pubblicato bilanci in cui dimostravano di avere mezzi propri in eccesso rispetto ai requisiti minimi prudenziali solo poche settimane prima di fallire.

Ecco quindi il problema. Intermediari finanziari complessi e pesantemente regolamentati. Ma soggetti a una normativa sbagliata. Come su una strada irta di segnaletica e limiti di velocità, chi guida le banche pensa di aver esaurito il proprio compito massimizzando la velocità (gli utili) nel rispetto del codice stradale. Ma, se la segnaletica è errata, finirà fuori strada. E la segnaletica posta da chi non può avere conoscenza di una strada che non ha mai percorso sarà, prima o poi, inevitabilmente sbagliata.

### **Regole folli**

Pochi settori economici sono regolamentati pesantemente in tutti i paesi quanto l'attività bancaria. Le norme di Basilea I, II e III rappresentano uno sforzo da parte di una delle migliori burocrazie che abbiamo, quella delle banche centrali, di evitare proprio il disastro che hanno invece causato. Il perché è la parte difficile da capire, ma il come è elementare, malgrado le autorità stesse sembrino ancora comprensibilmente timide nel riconoscerlo.

Ancora oggi, infatti, le norme di Basilea III impongono alle banche di detenere come capitale minimo, così detto "prudenziale", un ammontare grosso modo pari allo scarto quadratico medio della variazione di valore annuale attesa degli attivi che hanno in portafoglio. Detto in parole povere, un capitale pari agli utili, o alle perdite, che le banche in media possono aspettarsi ogni anno dal proprio portafoglio.

Un cuscinetto di capitale così esiguo assicura rendimenti sul capitale enormi negli anni buoni, facendo credere ai manager che sia merito loro, dato che hanno rispettato la normativa "prudenziale", e che quindi possano distribuirsi come bonus oltre la metà di questi rendimenti. Ma assicura anche che le banche abbiano statisticamente il 50% di probabilità di perdere più del capitale e di ritrovarsi insolventi un anno ogni quattro, o meno del 10% di probabilità di sopravvivere più di 10 anni. Scegliete voi.

Come mai è stato commesso un errore così grossolano da parte delle autorità di vigilanza? Come mai ancora oggi il numero uno di JP Morgan (almeno fino alla recente figuraccia) o di Deutsche Bank, scampate alla crisi solo grazie al sostegno dei rispettivi governi, si oppongono e strepitano ai modesti aumenti nel capitale minimo finora richiesti dalla normativa? Come mai solo il passaggio della signora Lagarde dalla politica al Fondo monetario internazionale, tra i pochi organismi internazionali che hanno mostrato fin da subito una buona comprensione del problema, ha permesso di mettere la debolezza strutturale delle banche in cima all'agenda politica?

La complessità degli aspetti cognitivi della questione emerge anche da altre osservazioni. Per esempio la maggioranza dei grandi *hedge fund* usa modelli di misurazione e controllo dei rischi analoghi a quelli delle banche, ma detiene come capitale almeno tre volte quello che avrebbero le banche a parità di rischio. E considera da decenni le banche, e le *investment bank* in particolare, come molto più esposte al rischio di insolvenza dei fondi stessi, al punto da richiedere, e ottenere, margini di garanzia alle contropartite bancarie.

Un altro esempio clamoroso di limiti cognitivi fu la crisi di *long term capital management* nel 1998. E non solo perché fu il fallimento di un paio di premi Nobel in economia. Già allora l'*hedge fund* fu salvato dalla Fed perché la liquidazione del suo portafoglio stava portando molto rapidamente all'insolvenza tutte le maggiori banche del mondo, salvo Citibank. Infatti il suo numero uno, John Reed, che aveva guidato la ripresa della banca dall'insolvenza dei primi anni Novanta, era fermamente convinto che i requisiti minimi regolatori di capitale, su cui si allineava la concorrenza, fossero molto troppo bassi e così nel 1998 si trovò a poter finanziare metà delle banche chiamate a salvare LtcM, nessuna delle quali era in grado di assorbire le perdite potenziali.

Se Reed e gli *hedge fund* capirono, altri invece no, malgrado il loro osservatorio privilegiato. Non capì Rubin, ministro del Tesoro Usa nel 1998 che, passato in Citibank, erose i margini di sicurezza voluti da Reed e la rese forse la banca più esposta alla crisi scatenata dai *subprime*. Non capì Greenspan, governatore della Fed, che tenne le banche Usa fuori dagli accordi di Basilea II ritenuti addirittura troppo penalizzanti per le banche americane.

Nelle loro biografie, scritte prima della crisi finanziaria, Greenspan e Rubin dedicano meno di un paio di pagine alla crisi di LtcM, su oltre 1.000 pagine in totale. Non capirono quello che apparve già allora chiarissimo perfino a me. Eppure nessuno di quelli che li conosce li considera stupidi o in mala fede.

### **Sistema bancario balcanizzato**

Ma se ancora molti non capiscono il nocciolo del problema, cioè aver fissato a 300 all'ora il limite prudenziale di velocità per le banche, tutti hanno invece capito che un problema c'è. Ed è quindi venuta a mancare la fiducia, forse non ancora del pubblico, ma certamente delle banche tra loro, con una drastica diminuzione dei prestiti interbancari, soprattutto internazionali.

La balcanizzazione del sistema bancario è dovuta al fatto che gli accordi di Maastricht fecero l'errore di lasciare il compito di assistere le banche in difficoltà a livello nazionale, probabilmente a causa delle pressioni per preservare competenze e occupazione nelle singole banche centrali nazionali.

Oggi in pratica le banche italiane sono garantite da Roma e quelle tedesche da Berlino con gravi conseguenze. Una banca come Unicredit, con una leva di 17, è certamente meno fragile della Deutsche Bank che ha una leva di 39, e alla quale quindi basta perdere solo il 2,5% sugli attivi, cosa di questi tempi non certo impossibile, per essere insolvente. Ma Unicredit, avendo alle spalle l'Italia, fatica a raccogliere liquidità sui mercati e dipende quindi dalla liquidità che ha ricevuto dalla Banca d'Italia grazie alle operazioni straordinarie Ltro della Bce. Deutsche Bank, invece, con alle spalle la Germania, raccoglie facilmente ed è piena di liquidità che in parte deposita alla Bundesbank.

In pratica la Banca d'Italia diventa debitrice nei confronti del sistema di pagamento tra banche centrali (chiamato Target 2) della liquidità creata dalla Bce e passata alle banche italiane, mentre la Bundesbank si ritrova creditrice nei confronti di Target 2 per la liquidità in eccesso che le banche tedesche depositano presso di lei.

Questa, e altre dinamiche che vedremo, hanno portato i 500 miliardi di euro di nuova liquidità elargita dalla Bce con le operazioni Ltro di dicembre e febbraio a ricomparire come aumenti dei saldi nel sistema Target 2. Con la Bundesbank creditrice della Banca d'Italia e delle altre banche centrali dei paesi deboli per oltre 600 miliardi di euro su cui, ovviamente, avrebbe una perdita importante in caso di rottura dell'euro.

La Germania, che ora se ne è accorta, non può probabilmente quindi più permettere che l'immissione di liquidità, congegnata dalla Bce aggirando brillantemente i vincoli istituzionali a cui è sottoposta, si traduca in un aumento delle perdite per i tedeschi in caso di rottura dell'euro. Operazioni di politica monetaria fuori gioco, quindi, anche se le tensioni sul mercato rendessero auspicabili nuove operazioni straordinarie.

Infatti le operazioni Ltro, nella sostanza simili al *quantitative easing* della Fed, sono anche quelle che hanno permesso la diminuzione degli *spread* sui titoli di Stato dei paesi deboli: le banche italiane, per esempio, si sono fatte dare la liquidità e l'hanno reinvestita in Btp. Tanto, essendo già garantite, o meglio, danneggiate, dal rischio paese Italia, non peggioravano la loro situazione. Nella misura in cui, come è spesso successo, a vendere i Btp siano stati investitori o banche tedesche, anche queste transazioni si traducono in aumento dei saldi in Target 2 con la Bundesbank creditrice della Banca d'Italia.

Se il sistema bancario non fosse balcanizzato, gli investitori e le banche tedesche potrebbero tenere la loro liquidità presso le banche più solide, Unicredit per esempio, piuttosto che Deutsche Bank, senza curarsi della loro nazionalità. Quando il mercato interbancario funziona, le banche centrali restano fuori dal regolamento di queste operazioni. Ma il mercato interbancario ancora non funziona.

Innanzitutto perché, a cinque anni dall'inizio della crisi, la patrimonializzazione delle banche europee resta analoga a quella che era prima. Le banche restano in situazione precaria e anche il rafforzamento previsto con Basilea III è ancora largamente inferiore al raddoppio, almeno, dei mezzi propri che sarebbe necessario per permettere alle banche di passare attraverso una crisi come quella degli ultimi anni senza gli aiuti statali di cui hanno beneficiato.

Secondariamente, allo stato attuale, questi aiuti verrebbero dagli Stati in cui ha sede la casa madre dei gruppi bancari, il che blocca i flussi internazionali verso le banche dei paesi ritenuti

più deboli. Essere penalizzati a causa del paese di origine demolisce quello che l'Europa per anni ha cercato di costruire col mercato comune.

Ma se le banche sono in una tale situazione di debolezza da non aver più fiducia l'una dell'altra, le banche dei paesi periferici come l'Italia si trovano a corto di liquidità e devono inesorabilmente ridurre il credito alle imprese e alle famiglie, proprio nel momento in cui entrambe ne avrebbero più bisogno. L'avvitamento delle economie periferiche, se questa situazione non è rapidamente corretta, diventa inevitabile.

## **Europeizziamo le banche**

Come il problema dell'insufficiente capitalizzazione, anche quello della balcanizzazione delle banche, che rischia di bloccare perfino i canali della politica monetaria, comincia a essere riconosciuto. Ne hanno parlato finalmente in aprile sia Draghi che Asmussen, il membro tedesco del comitato esecutivo della Bce.

Ma i tempi tecnici per la messa a punto di un meccanismo europeo di risoluzione delle banche restano lunghi e incerta è la competenza istituzionale sul problema tra la Banca centrale europea e Autorità bancaria europea, dopo la creazione di quest'ultima. Non credo che gli eventi lasceranno ai tecnocrati il tempo di redimere la questione nello stile compassato consono agli alti funzionari di queste organizzazioni.

E intanto assistiamo alla ricomparsa del fenomeno della corsa agli sportelli che, come le dittature e le guerre mondiali, pensavamo appartenessero definitivamente solo alla storia. Invece in Grecia stanno avvenendo: perché mai un risparmiatore dovrebbe correre il rischio di banche insolventi garantite da un governo fallito se con una telefonata può spostare il suo gruzzolo a Francoforte? Il fenomeno strano sul piano cognitivo è perché non ci sia ancora stato contagio massiccio agli altri paesi periferici dato che la situazione è fortemente asimmetrica per i risparmiatori: alto rischio, basso rendimento.

Eppure, come indica l'ultimo *Global Financial Stability Report* dell'Fmi, una soluzione ci sarebbe: usare i fondi dell'European stability mechanism e dell'European financial stability Fund per ricapitalizzare le banche. I mezzi a disposizione sono circa 800 miliardi di euro, pari al capitale tangibile attuale delle prime 90 banche europee, che verrebbe raddoppiato. Una specie di nazionalizzazione a livello europeo che di colpo toglierebbe le banche dalla morsa del merito di credito del loro paese e, irrobustendole significativamente, arresterebbe la contrazione del credito che sta strangolando l'economia.

Sarebbe necessario un inconsueto atto di umiltà da parte della Bce e dell'Eba che dovrebbero ammettere di avere clamorosamente sbagliato i calcoli sul capitale minimo prudenziale. Ma non sarebbe una esagerazione: i mezzi propri totali salirebbero solo al 6% degli attivi e la leva resterebbe ancora a 16 volte. Per intendersi, le banche dello stato di New York che sopravvissero alla "grande depressione" avevano mezzi propri da due a tre volte maggiori in rapporto agli attivi. L'errore delle autorità di vigilanza è stato talmente enorme e diffuso che la sua correzione con denaro pubblico appare pienamente giustificabile.

Del resto stiamo già creando e spendendo denaro pubblico per sostenere le banche attraverso la Bce per cifre analoghe. Ma se il problema è la ridotta capitalizzazione e la leva eccessiva delle banche fornire loro liquidità perché acquistino titoli pubblici non li risolve, anzi li peggiora. Per raddoppiare la patrimonializzazione delle banche europee attualmente del 3% scarso degli attivi e dimezzarne la leva si possono iniettare 800 miliardi di euro di capitale fresco o ridurre gli impieghi di oltre 10.000 miliardi. Cosa farebbe meglio all'economia e alle banche stesse?

L'eurozona prenderebbe in contropiede gli Usa, il Regno Unito e la Svizzera che stanno ora lottando per imporre alla comunità finanziaria internazionale criteri prudenziali per le banche più stringenti della farsa di Basilea III. E si risolverebbe anche l'annosa questione di assetti proprietari bancari ormai obsoleti, come le fondazioni bancarie italiane o i Länder tedeschi. C'è perfino la possibilità che, una volta lanciate le operazioni di raddoppio del capitale sottoscritte dagli enti europei, i mezzi freschi li fornisca alla fine il mercato stesso, se capisce che una operazione così massiccia è probabilmente risolutiva.

Se facessimo le "eurobanche" insieme agli *eurobond*, che rendono l'Esm e l'Efsf obsoleti, potremmo, credo, bloccare la crisi dell'euro e la crisi finanziaria insieme. La spesa di un 6% circa del prodotto nazionale lordo dell'eurozona sarebbe ancora straordinariamente modesta rispetto al costo delle crisi bancarie degli anni Novanta costate al Giappone e alla Svezia circa il 10% del Pnl. Una volta fermata la crisi in corso dovremmo mettere mano a un assetto istituzionale che sia più resistente agli inevitabili errori cognitivi di politici, regolatori e operatori alle prese con sistemi dinamici complessi.

## **Il mercato è la soluzione**

La soluzione sta nel ridare spazio ai progetti eterogenei di imprenditori in concorrenza tra loro e responsabili della loro sorte. Le idee fioriscono, i progetti si selezionano, chi sbaglia paga e quindi impara. Non molto diversamente da quanto avviene nel processo di mutazione e selezione biologica. Ed è meglio che sia così, dato che politici e regolatori sono portatori di una sola idea, quella della maggioranza, che ha le stesse probabilità delle altre di essere sbagliata ma ha il difetto di essere imposta più a lungo, di avere promotori non certo incentivati a riconoscerne l'errore e quindi destinata a fare danni maggiori.

L'importanza stessa che le banche hanno mantenuto nell'intermediazione finanziaria in Europa ne è la prova. Le banche sono intermediari finanziari largamente obsoleti. È difficile pensare a una sola delle funzioni che svolgono per la quale non siano nati negli anni intermediari finanziari specializzati più efficienti, malgrado la repressione a cui sono sottoposti da banche e regolatori timorosi di perdere il controllo dei flussi finanziari.

Un esempio sono gli *hedge fund* che operano in concorrenza alle banche sul mercato dei titoli. Contrariamente alle attese di politici e *regulator*, questi intermediari non regolamentati, liberi quindi di assumersi i rischi che volevano, si sono rivelati molto più prudenti delle banche, mantenendo almeno tre volte più capitale delle banche a parità di rischi corsi. E hanno attraversato la crisi con danni contenuti, qualche scomparsa, e certo senza creare problemi sistemici.

Un altro esempio sono i fondi monetari che intermediano i flussi di breve e medio termine senza ricorrere a nessuna leva finanziaria e sono una valida alternativa ai depositi bancari. Negli Usa hanno creato qualche problema durante la crisi, perché lì la normativa ha imposto un valore fisso della quota in cui una riduzione del suo valore, anche modesta, non era prevista: un altro errore cognitivo dei regolatori. L'idea del *limited purpose banking*, che propone di sostituire l'intermediazione a tutto raggio della banche universali con fondi di investimento specializzati che opererebbero senza, o con poca, leva finanziaria, merita di essere esplorata a fondo.

Nelle economie di mercato più sviluppate le banche contano di meno: negli Usa il totale degli attivi bancari è pari circa al prodotto nazionale lordo, mentre in Europa è più di tre volte maggiore. Due terzi dell'intermediazione bancaria negli Usa avviene attraverso i mercati e al di fuori del canale bancario. Ciò ha permesso di imporre una ristrutturazione più incisiva delle

banche dopo la crisi, perché i mercati, che già avevano un ruolo importante, hanno potuto supplire in parte alla contrazione del credito bancario. E grazie a interventi più rapidi, anche se credo ancora largamente insufficienti, le banche sono tornate ad avere più coraggio e stanno già riespandendo il credito all'economia.

Mercati più liberi dalle interferenze del regolatore apparirebbero forse più volatili nel breve periodo. Ma questa volatilità educerebbe ai rischi, invece di nasconderli nelle code di distribuzioni di rendimenti manipolate come avviene ora. La difficoltà sta nel conciliare questa maggiore volatilità apparente col desiderio di politici e regolatori di vedersi rinnovato l'incarico. Perché ormai, grazie agli economisti, hanno la capacità di influenzare nel breve periodo l'economia, ma forse solo al costo di disastri ben più gravi, anche se meno frequenti.

L'insofferenza per i mercati dei politici e delle autorità di vigilanza italiane, condivisa da larga parte dell'opinione pubblica, è tristemente nota. E confusa. Dietro ogni oscillazione sfavorevole di prezzi si vede l'ombra della speculazione internazionale invece della reazione coerente dei prezzi a politiche e provvedimenti incoerenti.

I Btp scendono perché migliaia di investitori istituzionali e non, che per anni li hanno tenuti in portafoglio fruendo del loro maggiore rendimento rispetto ai Bund tedeschi, temono ora che il rischio remoto prezzato dal maggiore rendimento di cui hanno goduto sia prossimo a materializzarsi. Certo, c'è anche qualche operatore che vende i Btp allo scoperto, ma sono pochi. E poi, tra i due, chi ha speculato di più: i rialzisti o i ribassisti?

### **Che mercati vogliamo?**

Tuttavia l'evoluzione che hanno subito i mercati finanziari negli ultimi anni giustifica la confusione e diffidenza che li circonda. I mercati finanziari sono degenerati in alvei di negoziazione opachi dove le grandi banche incassano la rendita oligopolistica che si sono assicurate grazie all'incompetenza delle autorità di vigilanza.

Per esempio i prodotti derivati truffaldini venduti dalle grandi banche a tesorieri comunali corrotti fanno parte dei mercati *over the counter* in cui si svolgono ormai i due terzi delle contrattazioni e che nulla hanno a che spartire coi mercati regolamentati come quello delle azioni o dei *future*.

Purtroppo in tutti i paesi negli ultimi anni le autorità di vigilanza bancarie hanno preso il sopravvento su quelle preposte ai mercati regolamentati e queste ultime, spesso di recente creazione ed emanazione per lo più politica, non hanno avuto il tempo per assimilare l'esperienza che le crisi superate in almeno due secoli di mercati autoregolamentati aveva pur creato.

La perdita di questo patrimonio di conoscenze è un vero peccato, dato che l'intermediazione finanziaria sta evolvendo dal mondo opaco dei prestiti erogati dalle banche e mantenuti al costo fino alla scadenza (o al rinnovo) a quello più trasparente dei titoli trattati e prezzati sul mercato da una moltitudine di operatori diversi. Questo sviluppo, di per se positivo, richiede tuttavia una migliore conoscenza e regolamentazione dei meccanismi di mercato per poter dare i suoi frutti.

Ad esempio vi è il problema del merito di credito nelle operazioni a termine fuori borsa, dove il regolamento differito delle operazioni impone di considerare il merito di credito delle controparti. Ciò ha portato alla concentrazione di tre quarti delle contrattazioni in derivati su una dozzina di grandi banche internazionali, considerate *too big to fail* indipendentemente dal loro merito di credito. Ma il problema era già noto alle Borse che avevano imposto margini uguali per tutti e stanze di compensazione centralizzate per risolverlo.

Ed era pure noto alle Borse che operatori in grado di intermediare quote di mercato anche solo di pochissimi punti percentuali avevano un campione di transazioni sufficiente per potersi posizionare in tendenza davanti ai propri clienti. Molte borse avevano quindi proibito agli agenti di cambio di operare in proprio per evitare che sfruttassero questo vantaggio, come oggi imporrebbe la *Volker rule* proposta negli Usa.

Dopo la crisi delle valute asiatiche del 1997, le autorità monetarie europee proposero la creazione di una banca dati centralizzata sulle negoziazioni in valuta per dare trasparenza a questo mercato. Greenspan, a capo della Fed, si oppose fermamente perché ciò avrebbe eroso il vantaggio competitivo che, con una quota di mercato del 10%, Citibank si era creata. Anche i più strenui difensori del libero mercato possono commettere tragici errori se non considerano i mercati per quel che sono: sistemi dinamici complessi in cui facilmente si formano fenomeni non lineari di retroazione positiva o negativa che, una volta riconosciuti con l'esperienza, è bene tenere sotto controllo per un miglior funzionamento del mercato stesso.

L'entità delle rendite di posizione estratte oggi dalle grandi banche internazionali è vergognosa e nuovamente mostra l'incompetenza e gli errori dei regolatori. Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan, Bank of America, Deutsche Bank eccetera hanno riportato diversi trimestri, a volte consecutivi, in cui non hanno perso nemmeno un giorno nelle loro attività di *trading*. Che probabilità statistiche vi sono che ciò avvenga in un mercato ove le asimmetrie di informazione non dovrebbero esistere? Nemmeno i più abili gestori di *hedge fund* sbagliano così poco.

O, almeno, così dovrebbe essere. Perché in realtà sono nati negli ultimi vent'anni *hedge fund* che riescono a ottenere dai mercati profitti senza rischio altrettanto sospetti. Sono così i *trader* ad alta frequenza che sfruttano il posizionamento dei loro computer a pochi metri da quelli della Borsa per estrarre vantaggi informativi sul filo dei milionesimi di secondo.

Secondo stime della Banca d'Inghilterra, un solo ordine di borsa ogni 60 viene effettivamente eseguito. Gli altri vengono ritirati. Sono i sensibilissimi tentacoli dei *trader* ad alta frequenza che si ritirano o posizionano appena sentono una possibile preda. La velocità di esecuzione degli ordini è passata in vent'anni da due minuti a 250 milionesimi di secondo. Ma il lotto medio di contrattazione è molto diminuito, benché non siano certo più piccoli gli investitori istituzionali.

I mercati regolamentati hanno perso il senso della loro principale funzione: intermediare il più efficacemente possibile tra contropartite finali, cioè veri investitori interessati a detenere titoli per più di qualche microsecondo. Avendo perso la tradizionale forma cooperativa che avevano, le Borse sono state spinte verso la ricerca del profitto e fanno a gara per attirare anche forme di operatività che, alla lunga, le delegittimano. Verrebbe quasi da auspicare la *Tobin tax*...

È diminuita anche la significatività dei prezzi, dato che volendo favorire la concorrenza tra mercati, si sono moltiplicate le Borse a esclusivo vantaggio dei loro azionisti (spesso le grandi banche) e degli arbitraggisti (i *trader* ad alta frequenza). E pensare che la normativa europea Mifid impone la *best execution*: come si può verificare se il prezzo negoziato è il migliore possibile se le negoziazioni avvengono in decine di borse diverse, alcune chiamate opportunamente *dark pool* (pozze oscure)?

## **Euro mercato**

Una deregolamentazione esagerata, in nome del libero mercato, sta uccidendo il mercato stesso. Ma anche la regolamentazione in nome della difesa della concorrenza può uccidere il

mercato che intende salvare. Di nuovo, la complessità dei sistemi dinamici, e le nostre limitate facoltà cognitive, ci portano a risultati opposti a quelli voluti.

La proibizione dell'Antitrust europeo alla borsa tedesca di fondersi con quella di Amsterdam, a sua volta già fusasi con quella di New York, in nome della concorrenza tra mercati è l'ultimo dissennato acuto. Qualcuno pensa veramente che i mercati sarebbero più efficienti se esistesse ancora la Borsa di Trieste dove operava come agente di cambio il padre di mia zia?

Di fronte a questi fallimenti cognitivi clamorosi non è possibile riporre speranze in una migliore regolamentazione degli istituti bancari per evitare la prossima crisi, che è comunque probabilmente inevitabile. Ma per rinviarla e mitigarla dobbiamo tornare al mercato che, come ci ha insegnato Hayek, è il miglior meccanismo per sintetizzare una conoscenza che è troppo diffusa perché le autorità possano abbracciarla sufficientemente da ritenersi superiori al mercato stesso.

Mercato che, a differenza delle burocrazie, incoraggia il riconoscimento e la correzione precoce degli errori. E stimola attraverso la libertà, il profitto e la concorrenza la nascita di nuove idee. Ed è solo dalle nuove idee che, attraverso guadagni di produttività, può arrivare la crescita. Non dalle manovre di politica economica da cui arriva, nella migliore delle ipotesi, un sostegno temporaneo allo *status quo*.

Ma per poter operare efficacemente anche il mercato ha bisogno di regole. E, se la complessità è il problema, un po' di semplificazione potrebbe essere la soluzione. Certamente lo fu per il mercato azionario americano con la normativa del 1934 che impose una semplificazione di attori, separando le varie attività delle banche universali, e di prodotti, standardizzando in poche forme i titoli ammessi alla negoziazione. Ed è funzionato bene per i 70 anni successivi. Dobbiamo riprendere ed aggiornare l'ottimo lavoro di allora.

Appena smetteremo di occuparci di istituti bancari, magari europeizzandoli per un po', dovremmo cercare di capire come migliorare il mercato, diffondere la sana disciplina che impone e imparare a convivere con l'inevitabile volatilità delle vicende e della stupidità umane che esprime. Un nuovo progetto per l'Europa e gli europei, radicato nelle nostre migliori tradizioni.