

UN INGEGNERE IN SENATO

Saggi in onore di
Franco Debenedetti

a cura di
Alberto Mingardi e Carlo Stagnaro



Indice

Prefazione	9
Natale D'Amico, <i>Le sane idee di Franco Debenedetti</i>	11
I – Grazie Franco!	
Giuliano Ferrara, <i>La filosofia “possidente” di Franco Debenedetti</i>	23
Jas Gawronski, <i>Franco, un uomo che invidia</i>	27
Oscar Giannino, <i>Filologia di un non-ingegnere</i>	29
Riccardo Ruggeri, <i>Franco, maestro di management</i>	45
II – La guerra dei trent'anni e oltre	
Michele Boldrin, <i>Digital Economy: Marshall o Sraffa?</i>	51
Augusto Preta, <i>L'economia dei dati</i>	63
Francesco Vatalaro, <i>La liberalizzazione delle telecomunicazioni in Europa: vent'anni dopo</i>	73
Vincenzo Zeno-Zencovich, <i>Protezion[ismo] dei dati</i>	87
III – Una politica non servile	
Michele Magno, <i>Una generosa illusione</i>	103
Enrico Morando, <i>Le battaglie dei riformisti</i>	115
Angelo Panebianco, <i>La stagione del maggioritario</i>	125
IV – Insane idee	
Veronica De Romanis, <i>Il debito buono, cattivo o “inesistente”</i>	133
Francesco Giavazzi, <i>Le nuove forme della politica industriale: il caso dei chip</i>	143
Alessandro Penati, <i>Il rapporto perverso tra Stato e imprese</i>	151

Nicola Rossi, <i>Il ritorno dello Stato?</i>	161
Salvatore Rossi, <i>Le privatizzazioni in Italia negli anni Novanta</i>	171
Alberto Saravalle, <i>Que reste-t-il de nos Privatisations?</i>	181
Carlo Stagnaro, <i>Liberalizzazioni, privatizzazioni e crème caramel</i>	189

V – Fare rendite

Tito Boeri, <i>Monopsonio e antitrust</i>	205
Alessandro De Nicola, <i>The Business of Business is Business</i>	211
Antonio Foglia, <i>Le lezioni di una crisi spreca</i>	219
Deirdre N. McCloskey, <i>Le politiche pubbliche sono impossibili</i>	237
Alberto Mingardi, <i>L'impresa di Franco</i>	247
Serena Sileoni, <i>Tu non conosci il Sud</i>	261

VI – Cultura addio?

Filippo Cavazzoni, <i>Un gran bel correre: letteratura e musica "borghese"</i>	287
Gian Arturo Ferrari, <i>La (mancata) politica della lettura</i>	297
Giampaolo Galli, <i>Franco Debenedetti, il merito e la scuola</i>	301
Carlo Lottieri, <i>Perché l'accademia ha bisogno di iniziative imprenditoriali</i>	317
Angelo Miglietta, <i>Il finanziamento pubblico allo spettacolo: vecchi e nuovi dilemmi</i>	325
Giorgio Pestelli, <i>Ariadne auf Naxos, "Vorspiel"</i>	333
Carlo De Benedetti, <i>Un fratello necessario</i>	341

Appendice – Il senatore Franco Debenedetti e le privatizzazioni

<i>Privatizzazione delle banche controllate da fondazioni/associazioni</i>	347
<i>Norme per l'apertura al mercato dei servizi pubblici locali</i>	365
<i>Norme sulle attività di diversificazione di imprese controllate dallo Stato o da enti pubblici locali</i>	377
<i>Disposizioni urgenti per l'esercizio dell'attività radiotelevisiva</i>	383
<i>Disposizioni finanziarie a favore dell'Ente autonomo acquedotto pugliese</i>	385

Le lezioni di una crisi spreca

A distanza di quattordici anni dalla crisi finanziaria globale seguita al crollo della Lehman Brothers il 15 settembre del 2008 si è imposta una narrativa falsa sulla natura dei problemi che scatenarono la crisi e che restano pertanto irrisolti. Due sono i filoni delle cause comunemente addotte per spiegare la crisi: i fallimenti del mercato e, sul fronte opposto, i fallimenti delle politiche industriali.

Rientrano nella prima categoria diverse presunte cause. Innanzitutto l'avidità incontrollata dei manager bancari, apparentemente provata da remunerazioni stratosferiche. Secondariamente la creazione e negoziazione di cartolarizzazioni sui mutui *subprime* avallate da opinioni sul merito di credito concesse con larghezza da società di *rating* in conflitto d'interesse. E infine l'operato delle *shadow banks*, nome sinistro affibbiato sia a fondi monetari che speculativi. Tra gli errori di politica industriale si annoverano invece le politiche americane di sostegno alla proprietà abitativa diffusa che avrebbero creato una bolla immobiliare insostenibile.

Ma la crisi cosiddetta dei *subprime* fu in realtà una crisi globale che vide il collasso di quasi tutte le grandi banche nei principali paesi e che deve quindi portare alla ricerca di cause più generali. Delle 101 banche che nel 2006 avevano più di 100 miliardi di dollari di attivi, 37 vennero ristrutturate o ricevettero aiuti statali diretti. Quasi tutte le altre sopravvissero solo

grazie agli aiuti indiretti, tra cui le modifiche normative e contabili che permisero di nascondere l'insolvenza latente. Certo, alla fine del 2008 il mondo stava sperimentando, come inevitabile e spesso successo in passato, una serie di piccole bolle speculative localizzate il cui sgonfiamento, però, ebbe su sistemi bancari anche non interconnessi conseguenze devastanti.

La cronaca di quegli anni può essere riletta come un crescendo rossiniano. Alla caduta di Lehman, in Germania si pensò che fosse solo un problema di eccessi americani. Poi crollò la banca tedesca Ikb, piena di *subprime*. Le banche irlandesi furono travolte dallo scoppio della bolla immobiliare locale e le autorità monetarie spagnole fecero appena in tempo a vantarsi di aver imposto riserve anticicliche per evitare una simile sorte alle loro banche che queste vennero a loro volta colpite dal ridimensionamento anche del mercato immobiliare iberico. In Italia, invece, le autorità si dichiararono tranquille perché non vi era alcuna bolla immobiliare e le banche avevano la maggioranza dei loro impieghi entro i confini nazionali. Salvo che furono poi affondate dai crediti domestici in sofferenza che pure non superarono i livelli fisiologici già visti in numerose altre crisi.

Le difficoltà, peraltro, rimasero sostanzialmente confinate alle sole banche, nonostante fossero tra i settori più regolamentati dell'economia. Sarebbe ben più appropriato quindi parlare di crisi bancaria globale. L'aspetto cruciale fu però che la grande maggioranza delle banche del mondo si trovò in situazione critica senza aver infranto nessuna delle minuziose normative prudenziali a cui già erano sottoposte. Perfino Lehman Brothers rientrava nei parametri regolamentari solo due settimane prima del suo clamoroso fallimento.

In queste pagine, sgombrato il campo dai pregiudizi e dalle false narrative di cui sopra, analizzeremo come la crisi bancaria globale fu soprattutto il fallimento clamoroso del primo sforzo compiuto di dare al mondo una disciplina omogenea attraverso la regolamentazione bancaria di Basilea. Si trattò di errori gravissimi e plateali che non vennero scoperti in tempo, malgrado gli allarmi, e che vennero solo molto parzialmente ammessi, senza tuttavia mai analizzarne le cause.

Vista in questa luce, la crisi bancaria mondiale evidenzia i problemi cognitivi tipici di agenti e istituti con conoscenze e informazioni imperfette e propensi all'errore, alle prese con

sistemi dinamici complessi. Problemi che dovrebbero scoraggiare l'insistere su una *governance* che non può funzionare benché ancora si cerchi di estenderla a molti altri ambiti. Le lezioni da trarre dalla crisi sono quindi ben più profonde, come pure le riflessioni suggerite dall'affermarsi di narrative così fuorvianti.

Le narrative fuorvianti

Certo, i banchieri d'affari americani (e non) sono avidi. Per fortuna, verrebbe da dire, pensando alle distorsioni che l'atteggiamento mentale contrario comporterebbe. Ma non fu la loro avidità a determinare la crisi. E nemmeno il presunto mancato allineamento di interessi con i loro azionisti. Benché questo fosse chiaro fin da subito,¹ politici e banchieri centrali ebbero buon gioco a sostenere il contrario nei confronti di un'opinione pubblica giustamente indignata e a caccia di spiegazioni semplici. Ma basta rendersi conto che gli amministratori delegati di Lehman Brothers e Bear Stearns, le prime due *investment banks* saltate nella crisi, persero ognuno circa un miliardo di dollari che avevano investito in azioni delle società da loro guidate per capire che il problema è ben più complesso.

Una banca moderna è un'organizzazione complicata che fa diversi mestieri, e ancora di più una *investment bank*. I suoi massimi dirigenti non possono avere una comprensione capillare delle operazioni e dei rischi corsi dai vari dipartimenti con bilanci di decine di migliaia di posizioni diverse e non possono quindi che basarsi su indicatori di sintesi. Data la complessa normativa e il groviglio di limiti a cui questi istituti erano già soggetti, il pannello di controllo dei dirigenti usava gli stessi indicatori suggeriti dalla normativa prudenziale per mantenere l'azienda all'interno dei vincoli a cui era soggetta. Il problema era che la normativa tutto era fuorché prudenziale. Se le autorità di vigilanza avevano fissato il limite massimo di velocità a 500 km/h non sorprende che tutti si siano schiantati alla prima curva guidando "solo" a 400 km/h.

La normativa di Basilea² era centrata su un ragionamento semplice e logico. Ad ogni attivo bancario veniva assegnato un

1. Rüdiger Fahlenbrach - René M. Stulz, "Bank CEO Incentives and the Credit Crisis", *NBER Working Paper Series*, n. 15212, agosto 2009, www.nber.org/papers/w15212.

2. Per una disamina più tecnica si rimanda ad Antonio Foglia, "Crisi finanziaria e normativa bancaria", *IBL Occasional Paper*, n. 106, 2017, <https://bit.ly/3OOwyej>.

coefficiente di rischio e a fronte del totale degli attivi ponderati per il rischio era richiesto un capitale minimo. Malgrado la narrativa tendenziosa diffusa dalle autorità bancarie dopo la crisi, il problema non fu la ponderazione che era coerente con la rischiosità degli attivi, con la sola assurda eccezione dei titoli di Stato ritenuti a rischio zero. Il problema fu che il capitale minimo richiesto venne fissato a un livello assurdamente basso, cioè a meno della volatilità media annua degli attivi. Statisticamente questo significava assicurare il fallimento delle banche un anno ogni quattro circa.

Lo stesso problema della remunerazione dei dirigenti fu un problema di normativa, con conseguenze che travalicano il settore bancario. Avendo fissato i requisiti di capitale a livelli incredibilmente bassi, la redditività delle banche, cioè il rapporto tra gli utili e il capitale, risultò essere molto elevato, ben superiore a quello della maggioranza degli altri settori dell'economia. E, avendo rispettato scrupolosamente i limiti della normativa prudenziale nel conseguimento di quegli utili, i dirigenti bancari attribuirono comprensibilmente alla propria bravura quella redditività eccezionale e si ritennero quindi autorizzati a prelevare come bonus il rendimento in eccesso rispetto alle aspettative degli azionisti.

Dall'analisi dei bilanci bancari prima e dopo la crisi si desume che le remunerazioni nel settore bancario erano più alte della media, soprattutto a causa dei bonus dei dirigenti. Ma se le grandi banche avessero remunerato i loro collaboratori come in media facevano gli altri intermediari finanziari (assicurazioni, piccole banche, ecc.) la loro redditività sarebbe stata almeno doppia. In altre parole, probabilmente il loro capitale era meno della metà di quello che sarebbe stato appropriato. È possibile che le remunerazioni dei dirigenti bancari, distorte dalla normativa errata, siano state anche la causa dell'esplosione dei compensi dei massimi dirigenti anche in altri settori, dove ormai si osserva una differenza tra la remunerazione dei vertici e della base che non ha precedenti storici e contribuisce al risentimento sociale.

Da allora sono state introdotte a furor di popolo normative sulla remunerazione dei dirigenti delle banche e altre società finanziarie che fissano criteri e limiti arbitrari ai bonus e impongono una trasparenza incoerente con la tutela della privacy.

Si tratta solo di uno dei tanti casi in cui, non avendo riconosciuto la causa prima (la sottocapitalizzazione delle banche) del fenomeno che si intendeva combattere (gli eccessi delle remunerazioni), si sono introdotte norme di più che dubbia utilità sulla base di un'analisi errata del problema.

Anche il fenomeno delle cartolarizzazioni dei mutui *subprime* è stato caratterizzato come un fallimento del mercato. In questo caso per il conflitto di interesse delle agenzie di *rating* ritenute propense a dare un giudizio di merito di credito elevato per non dispiacere ai propri clienti. Un plateale conflitto di interesse certamente esisteva, come evidenziato anche nei diversi film sulla crisi, ma, alla prova dei fatti, i *rating* elevati concessi alle *tranches senior* delle cartolarizzazioni non erano sostanzialmente sbagliati e la forza della concorrenza nel mercato aveva di fatto tenuto il conflitto di interessi sotto controllo.

Sorprendentemente non sembrano esistere studi sistematici sull'esito finale delle cartolarizzazioni *subprime*. Ho quindi ricostruito aneddoticamente le vicende di qualche emissione tripla A che nel 2007 avevo visto vendere allo scoperto da alcuni celebri *hedge funds*. I loro prezzi, che nel 2006 erano sopra 100, crollarono a 40 o meno quando il loro *rating* diminuì e le banche, a corto di capitale, dovettero venderle.³ Ma anni dopo, alla liquidazione finale delle cartolarizzazioni, gli investitori avrebbero incassato in totale in media il 92% circa di quanto investito. Certo, una perdita dell'8% è spiacevole, ma è una perdita che in pratica convalida la bontà del *rating* iniziale, dato che il 92% del capitale ha superato intonso una crisi senza precedenti del settore. Di nuovo, abbiamo in realtà assistito al fallimento di una normativa bancaria insensatamente pro-ciclica, ma non al fallimento del mercato, e al prevalere di una narrativa falsa e fuorviante.

Vista in prospettiva storica, poi, la bolla immobiliare negli Stati Uniti non era di proporzioni tali da scatenare una crisi finanziaria globale. I prezzi delle case erano saliti di circa il 50% nel decennio precedente. In altri paesi, come la Svizzera, il Regno Unito o il Giappone, si sono visti aumenti anche del 200% in

3. Sotto la normativa di Basilea II, una banca doveva avere almeno il 2% di capitale a fronte di un investimento in obbligazioni con *rating* AAA, ma se le stesse obbligazioni vengono declassate ad A singola, allora il capitale minimo aumenta al 4%, obbligando in pratica le banche a vendere metà della posizione e scatenando l'effetto valanga sui prezzi.

un decennio e solo in Giappone, fino ad allora, il ridimensionamento successivo dei prezzi immobiliari aveva comportato anche una crisi bancaria.

Ha anche avuto facile presa la falsa narrativa sulle *shadow banks*. Un nome sinistro e quindi efficace per alimentare fantasie in un pubblico diffidente verso il mercato e per sviare l'attenzione dalle autorità bancarie responsabili del disastro. Con questo termine si fa riferimento normalmente ai fondi monetari e agli *hedge funds* alludendo a chissà quali rischi e disastri che però non ci sono mai stati. Anzi, a ben guardare, il maggiore spreco della crisi fu che avrebbe dovuto liberarci da intermediari obsoleti, inefficienti e pericolosamente in leva come le banche per sostituirli proprio con fondi monetari ed *hedge funds* che hanno dato ottima prova di sé ancora una volta proprio nella crisi.

Per quanto riguarda i fondi monetari, strettamente regolamentati, un problema si ebbe negli Stati Uniti, ma a causa di nuovo di una normativa errata. In Europa, un sottoscrittore riceve un certo numero di quote e nel tempo vedrà variare il valore patrimoniale netto delle stesse, in su o in giù a seconda dell'andamento del portafoglio del fondo. Negli Stati Uniti, invece, a variare è il numero delle quote attribuite ai sottoscrittori mentre il valore netto della singola quota resta fisso a un dollaro. Ma il numero delle quote può variare solo al rialzo e quindi il sistema andò in crisi quando si registrarono perdite, invero modeste di solo 1-2%, perché i fondi dovettero bloccare i riscatti per non danneggiare i restanti investitori. Naturalmente bloccare ai sottoscrittori l'accesso alla loro liquidità nel mezzo di una crisi bancaria fu traumatico.

Ho cercato negli anni di capire il perché di questa struttura bislacca con inutili e insostenibili rigidità al ribasso. Pare derivi dal fatto che quando i fondi monetari furono introdotti negli anni Settanta i programmi di contabilità in uso presso le principali tesorerie aziendali, scritti per contabilizzare il magazzino, potevano gestire più facilmente una variazione della quantità giornaliera delle quote che del loro prezzo. Gli americani possono però ringraziare questa particolarità dei loro fondi monetari perché fu una delle principali ragioni per cui la Federal Reserve non poté seguire le altre banche centrali nell'imporre tassi di interesse negativi nell'ultimo decennio.

Ad ogni modo, invece di risolvere questo apparentemente semplice problema passando, come nel resto del mondo, a valori variabili delle quote, le autorità degli Stati Uniti vararono ulteriori normative per restringere il campo di azione dei fondi monetari cercando di fare in modo che non possano mai perdere. E, per non essere da meno, non solo le autorità europee vararono anch'esse nel 2013 inutili normative più stringenti per questi fondi, ma introdussero in sordina anche la possibilità di commercializzare fondi con il valore della quota fisso a un euro, mandando sprecata un'altra lezione della crisi e introducendo anche in Europa un inutile fattore di potenziale instabilità.

La narrativa negativa sugli *hedge funds* è, se possibile, ancora più grottescamente lontana dalla realtà. Gli *hedge funds*, cosiddetti fondi speculativi, sono fondi liberi di fare quello che vogliono, di usare leva finanziaria e vendite allo scoperto, e soggetti solo a normative che ne limitano la commercializzazione e, come gli altri partecipanti ai mercati finanziari, alle regole degli stessi. Ne esistono quindi di tutti i tipi e le strategie che impiegano sono le più diverse. Pericolosissimi, quindi, agli occhi del pubblico e delle autorità bancarie.

Facciamo un confronto con le banche. L'andamento dell'MSCI World Banks Index è rivelatorio. Fatto 100 il livello di fine 1995, a settembre del 2022 l'Indice ancora langue a 119, per un rendimento inferiore all'1% all'anno. Nel frattempo è stato sopra 200 prima della crisi, poi è crollato sotto 60, una perdita del 70%, e per il periodo ha avuto una volatilità annuale di oltre il 21%. Sullo stesso periodo l'Indice più ampio degli *hedge funds*, il CS Tremont, è salito da 100 a oltre 588 per un rendimento annuale del 7% circa e con una volatilità di poco superiore al 6% all'anno. E nella crisi registrò una perdita inferiore al 20%.

In altre parole, le banche sono almeno 3 volte più rischiose degli *hedge funds* e a fronte di tanto rischio sono state un pessimo investimento.⁴ Alla stessa conclusione si arriva analizzando i bilanci degli *hedge funds* attraverso la logica dei regolamenti di Basilea e osservando che il Tier 1 ratio degli *hedge funds* è circa il triplo di quello medio del settore bancario. È da notare che il controllo del rischio negli *hedge funds* avviene con criteri non diversi da quelli seguiti dalla normativa di Basilea. Solo che ho

4. L'Indice delle azioni delle banche MSCI World Banks non comprende i dividendi che sul periodo hanno aumentato un po' la redditività ma non migliorato il profilo di rischio.

raramente osservato *hedge funds* con un capitale inferiore a 5 volte la loro volatilità, mentre alle banche bastava averlo uguale o poco di più. Gli *hedge funds* hanno però una mortalità più elevata delle banche, con la scomparsa ogni anno del 10-15% degli operatori, per lo più sostituiti da nuovi. Ma mentre per le banche la scomparsa comporta sovente la perdita di tutto l'investimento dei loro azionisti, negli *hedge funds* le chiusure sono associate a perdite generalmente molto più modeste che tuttavia portano i loro investitori a riscattare e investire altrove in cerca di risultati migliori.

La differenza tra banche ed *hedge funds* è la relativa semplicità del mestiere di questi ultimi, guidati da un gestore specializzato che spesso è, o diventa, anche il maggior investitore nel suo stesso fondo. In questo modo si evitano i problemi cognitivi che non hanno permesso ai dirigenti bancari di rendersi conto della rischiosità dei loro complessi bilanci. Purtroppo le banche e la sovrastruttura di regolatori e vigilanti creata per stabilizzarle hanno avuto sufficiente potere e inerzia per sopravvivere a una crisi che avrebbe invece dovuto segnare la meritata scomparsa delle une e degli altri.

Gli errori nella regolamentazione bancaria

Abbiamo quindi dimostrato quanto errata fosse la normativa bancaria prudenziale sul capitale minimo necessario secondo tre criteri indipendenti: l'incoerenza interna grossolana del modello statistico usato, l'esistenza di rendimenti straordinariamente alti nel settore bancario rispetto agli altri settori economici e l'elevata rischiosità dei bilanci bancari quando confrontati a quelli di intermediari finanziari non regolamentati.

Come è possibile che i banchieri centrali, persone spesso competenti e dotate delle migliori intenzioni, siano riusciti a disegnare una normativa prudenziale che ha reso le banche 3 volte più rischiose dei fondi speculativi e le ha condannate al crollo nella crisi? È curioso che essi stessi non si siano posti la domanda, anzi, ormai il loro è un silenzio grave e colpevole che li condanna a un giudizio severo se la storia saprà allontanarsi dalle narrative interessate e ricostruire la realtà dei fatti.

In questi anni sono risalito a due tragici errori principali che determinarono gli eventi successivi. Il primo è una leggerezza incredibile, il secondo un atto di profonda superbia.

Come si è detto, il processo di ponderazione degli attivi bancari per il loro rischio era fissato nella normativa di Basilea II in modo coerente con la volatilità degli stessi. L'errore stava nel capitale minimo richiesto. Non ho trovato nella letteratura specialistica una spiegazione del criterio utilizzato e non vi è traccia nemmeno nel volume di 600 pagine che Charles Goodhart dedicò alla storia delle regole di Basilea che egli contribuì a formulare.⁵ Ho avuto però modo di affrontare direttamente con lui la questione. Mi spiegò che vi era la necessità di trovare un consenso internazionale e i giapponesi, che a metà degli anni Novanta avevano le banche più deboli, si opposero a requisiti di capitale più stringenti.

Le banche giapponesi erano allora chiamate *zombie banks*. Non stupisce quindi che, avendo fissato il livello prudenziale di capitale a quello insufficiente che avevano le banche giapponesi, si siano trasformate in *zombie* quasi tutte le banche del mondo alla prima crisi. Anzi, in verità alla seconda, perché già il dissesto dell'*hedge fund* Long Term Capital Management nel 1998 aveva dimostrato che le principali banche del mondo erano insolventi al livello dei prezzi depresso dalla liquidazione del fondo. La Federal Reserve intervenne non per salvare un *hedge fund*, ma per fermarne la liquidazione, per salvare così quasi tutte le principali banche mondiali⁶ che stavano speculando sugli stessi attivi con rischi ancora maggiori.

Perché i banchieri centrali non si resero conto di quanto assurdamente basso era il livello di capitale richiesto a fronte degli attivi ponderati per il rischio? Perché, pur sapendo che era stato fissato al livello delle *zombie banks* giapponesi per motivi politici, non fissarono dei termini per riportarlo a un livello meno irragionevole? Perché non reagirono nemmeno dopo la crisi del fondo Long Term Capital Management?⁷

5. Charles Goodhart, *The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years, 1974-1997*, Cambridge, Cambridge University Press, 2011. Sorprendentemente la questione del capitale minimo è affrontata tangenzialmente solo in una nota a p. 157.

6. L'eccezione fu la Citibank, guidata allora da John Reed, che giudicava la normativa prudenziale e i requisiti minimi di liquidità come troppo bassi e manteneva quindi più ampie riserve, come rivelò alcuni anni dopo a John Plender in un'intervista pubblicata sul *Financial Times*. Ben diversa la sorte della Citibank nella crisi del 2007, quando Robert Rubin era nel suo consiglio d'amministrazione.

7. Alan Greenspan, allora a capo della Federal Reserve, e Robert Rubin, all'epoca ministro del Tesoro, scrissero autobiografie per un totale di oltre 1.100 pagine. Di cui, incredibilmente,

Forse per nascondere le gravi colpe di cui sopra, i banchieri centrali tendono a caratterizzare le crisi bancarie come crisi di liquidità. Certo, è sempre la mancanza di liquidità che porta chiunque nelle crisi a dover realizzare attivi deprimendone i prezzi e rendendo quindi più probabile l'insolvenza. Ma il mercato non dovrebbe avere difficoltà a finanziare operatori e banche in crisi di liquidità a meno che non sospetti la loro insolvenza latente. E finanziare largamente a tassi punitivi le banche in crisi di liquidità a fronte di garanzie adeguate è, fin dai tempi di Walter Bagehot,⁸ un compito delle banche centrali.

Ma, come ho dimostrato, non si trattava solo di un problema di liquidità perché era prima di tutto un problema di capitale insufficiente e quindi d'insolvenza. A ulteriore riprova, si è chiusa da poco, dopo quattordici anni, la liquidazione di Lehman Brothers e i creditori non garantiti hanno potuto recuperare alla fine solo il 41% dei crediti vantati. Ma i banchieri centrali hanno una loro peculiare definizione di insolvenza, e questa è la seconda causa del tragico errore sui requisiti di capitale.

Perfino i banchieri centrali ritenuti più prudenti, come l'inglese John Vickers, definiscono l'insolvenza di una banca solo come l'incapacità di onorare i debiti qualora gli attivi siano tenuti fino a scadenza.⁹ Si tratta di una definizione assurda sia perché le banche si finanziano sui mercati tutti i giorni, e quindi devono risultare solvibili ai prezzi di mercato ogni giorno, sia perché gli attivi hanno scadenze diverse, e quindi la solvibilità, così definita, non potrà mai essere verificata.

Ma è una definizione che smaschera la superbia dei banchieri centrali, sempre convinti che la loro valutazione sia più equilibrata di quella dei mercati. Purtroppo nel tempo le aspettative delle banche al momento dell'erogazione di un prestito o dell'acquisto di un titolo potrebbero rivelarsi ottimistiche. E così pure la valutazione dell'adeguatezza delle eventuali riserve effettuata periodicamente dalle autorità di vigilanza. Se la dota-

in totale solo una e mezza dedicate alla peggiore crisi bancaria sotto i loro mandati.

8. Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londra, Henry S. King & Co., 1873.

9. «La solvibilità di una banca dipende dal fatto che il valore dei beni iscritti a bilancio (*assets*), una volta che abbiano raggiunto la loro scadenza, sia sufficiente a coprire le obbligazioni della banca stessa nei confronti dei depositanti e di altri creditori» (Sir John Vickers, "Some Economics of Banking Reform", *Oxford University Department of Economics Discussion Paper Series*, novembre 2012).

zione di capitale è insufficiente le banche si troveranno in difficoltà a ottenere credito nel momento in cui dovranno rivolgersi al mercato per rifinanziarsi. Questo non succederebbe se il capitale fosse stato invece fissato sulla base di una definizione di insolvenza valutando gli attivi a prezzi di mercato, la cui volatilità non è espressione di irrazionalità, come ritengono i banchieri centrali, ma dell'inevitabile incertezza delle vicende umane.

Alcune conseguenze

Forti delle false narrative descritte, i banchieri centrali convinsero facilmente i politici e l'opinione pubblica che la regolamentazione andava ulteriormente rafforzata e che il loro compito andava addirittura ampliato alla vigilanza sulla stabilità finanziaria dell'economia. Un incredibile premio ai responsabili ultimi della catastrofe e la premessa per il ripetersi di eventi critici analoghi.

Con quello della stabilità finanziaria, condiviso con altri enti, ormai i compiti affidati alle banche centrali sono sostanzialmente ben quattro, con pesanti conflitti tra i diversi mandati. Alle banche centrali competono infatti anche la politica monetaria, la vigilanza sul sistema bancario e la scrittura delle norme.¹⁰ Ma abbiamo visto a volte il sanzionamento degli istituti che lo avrebbero meritato essere ritardato da considerazioni relative ai rischi per la stabilità del sistema. Stabilità del sistema che interferisce con la regolamentazione, che interviene a volte con misure *ad hoc* per coprire debolezze di cui la vigilanza era al corrente e su cui si sarebbe dovuto intervenire prima. E sulla politica monetaria, che dovrebbe concentrarsi sulla difesa dell'integrità della moneta, interferiscono ragionamenti di opportunità in relazione agli altri obiettivi, compresi quelli politici dei governi che nominano i banchieri centrali.

Dimenticando l'insegnamento di Hyman Minsky che la stabilità porta instabilità, si confonde la stabilità statica dei singoli istituti bancari con quella dinamica del sistema finanziario la cui resilienza si sviluppa solo permettendo alle crisi di avere il loro decorso e quindi agli operatori di trarre le dovute conclusioni. Imbrigliando banche e sistema finanziario in normative sempre

¹⁰. Anche se spesso non è formalmente così, in sostanza la rosa dei funzionari preposti a questi compiti è ristretta e coesa e i suoi membri si muovono con una certa disinvoltura tra ministeri del Tesoro e delle Finanze, autorità monetarie, autorità di vigilanza e regolatori.

più stringenti le autorità stanno distruggendo efficienza e aumentando la fragilità di un sistema di cui comunque non riusciranno ad avere il controllo.

Invece di denunciare i conflitti tra i loro diversi mandati e chiedere assetti istituzionali più congrui al principio della separazione dei poteri anche in campo finanziario, i banchieri centrali godono del potere immenso che gli è conferito e giostrano le giustificazioni delle loro decisioni arbitrarie come in un gioco delle tre carte che mina alla radice la loro credibilità. Si tratta di un accumulo di poteri e discrezionalità in capo a funzionari non eletti e che non rispondono dei loro errori, il che è indegno per delle democrazie e mina il funzionamento del settore finanziario cruciale per le economie di mercato. Ma poche sono le voci che possono alzarsi a denunciare la situazione perché chi ha la competenza per valutarne la criticità è parte in causa, o come soggetto vigilato o come regolatore o, nel caso dell'accademia, ambisce probabilmente a diventare l'uno o l'altro.

Dopo la crisi finanziaria, invece di ammettere l'errore sui requisiti di capitale, le revisioni della normativa andarono nella direzione di aumentarli in maniera modesta e di raggiungere una maggiore patrimonializzazione delle banche attraverso altre vie indirette e confuse. Ad oggi il capitale delle banche europee è circa raddoppiato ma a fronte di attivi pure nel frattempo cresciuti. I banchieri centrali preferirono aumentare con elementi discrezionali il valore degli attivi ponderati per il rischio i cui criteri di determinazione sono ormai diventati strumento di politica economica e industriale.

La cronaca di questi giorni ci restituisce evidenza lampante di entrambe. Per esempio il Comitato di Basilea ha deciso ai primi di novembre 2022 di prolungare per altri tre anni la norma che permette alle banche di non considerare a livello patrimoniale le perdite subite sui titoli di Stato. Una falsificazione dei libri contabili che torna comoda all'autorità monetaria per non essere accusata di indebolire le banche alzando i tassi di interesse e causando quindi perdite su questi titoli. Ma torna anche comoda all'autorità di vigilanza che avrebbe dovuto rendersi conto che le banche non erano in grado di assorbire la volatilità dei titoli in portafoglio. E naturalmente anche al regolatore che ha mantenuto le banche in condizioni evidentemente precarie e al responsabile della stabilità finanziaria che rin-

via un potenziale problema. Rinvia, appunto, ma non risolve.

Quanto alla politica industriale sorprende la discussione tra Banca centrale europea e la banca Unicredit circa l'opportunità o meno di pagare un dividendo, dato che la banca avrebbe comunque un grado di patrimonializzazione più che sufficiente stante la normativa vigente e comunque non diverso dalle sue concorrenti. Per non parlare dei risultati talvolta sconcertanti della *Supervisory Review and Evaluation Process*, che vede le autorità trattare diversamente e in maniera totalmente opaca banche, anche quotate, che hanno indicatori patrimoniali molto simili. E così facendo si arrogano il diritto di scegliere i vincitori e salvare i perdenti, come direbbe Franco Debenedetti,¹¹ mentre gli analisti finanziari non possono più fidarsi di *ratios* patrimoniali il cui valore è relativizzato dalla stessa autorità che ne impone il rispetto.

La semplice analisi che feci sui criteri di Basilea II per dimostrarne l'irragionevolezza non è quindi più possibile con la normativa di Basilea III. E le stesse autorità che già prima della crisi non avevano avuto la lucidità di rendersene conto sono oggi totalmente perse nella complessità dell'ulteriore normativa da loro stesse imposta e navigano a vista, reagendo con misure *ad hoc* alle tensioni che gli eventi creano ai bilanci bancari e ai mercati sia a livello idiosincratico che sistemico.

Convinte che la crisi finanziaria fosse un problema di liquidità, o forse per evitare che un'altra crisi di insolvenza riveli le proprie inadempienze, le autorità hanno, con le norme di Basilea III, imposto vincoli più stringenti alla liquidità bancaria con due normative sulle forme di finanziamento e sulla liquidità minima necessaria a fronte dei depositi.¹² Il tesoriere di una delle principali banche europee mi spiegava che il loro bilancio è soggetto a non meno di 36 norme diverse che determinano lo spazio multidimensionale residuo piuttosto ristretto in cui hanno la facoltà di posizionarsi. Questa bulimia di normazione ha creato un irrigidimento dei bilanci bancari, ma benché la fragilità indotta sia già emersa in alcune occasioni, il problema non è affatto riconosciuto.

11. Franco Debenedetti, *Scegliere i vincitori, salvare i perdenti. L'insana idea della politica industriale*, Venezia, Marsilio, 2016.

12. Si tratta delle norme che impongono il rispetto dei Net Stable Funding Ratios e Liquidity Coverage Ratios.

In questa nuova situazione la liquidità che le banche centrali hanno immesso nel sistema nell'ultima dozzina di anni non circola. Le vigorose iniezioni di "monetadone" non hanno sortito l'effetto sperato sul livello dei prezzi a causa del rallentamento senza precedenti della velocità di circolazione della moneta che abbiamo vissuto. Questo rallentamento, oltre al pessimismo prevalente, riflette probabilmente anche l'ostruzione dei normali canali della circolazione monetaria. In diversi casi abbiamo visto le banche centrali sostituirsi a operatori e mercati, incolpando l'inefficienza degli stessi ma senza riconoscere che esse stesse ne sono la causa ultima.

Un'evidenza di questa situazione è la violazione pressoché continua della parità coperta dei tassi di interesse sul mercato dei cambi. Si tratta di un arbitraggio privo di rischio che prima della crisi finanziaria assicurava che il cambio a termine tra due monete riflettesse la differenza tra i loro tassi di interesse. Ora non è più così e vendere dollari a termine contro alcune monete (yen, euro e franco svizzero per esempio) costa spesso anche oltre il mezzo per cento più di quanto dovrebbe. Il fenomeno riflette la domanda di copertura di rischio di cambio da parte degli investitori stranieri negli Stati Uniti e ha importanti ma tuttora incomprese implicazioni sul corretto funzionamento di un sistema di cambi flessibili.¹³ Il problema è dovuto alla limitata circolazione della liquidità in dollari a cui le banche centrali hanno in parte supplito aumentando enormemente le linee di credito tra di loro, alleviando i sintomi ma non affrontando la causa del problema.

Una seconda evidenza sono le continue crisi localizzate di liquidità legate al sistema di regolamento dei derivati attraverso casse di compensazione centralizzate introdotto per ovviare ai problemi emersi nella laboriosa liquidazione dei contratti conclusi con la Lehman Brothers. Le difficoltà dei produttori di energia, che avevano venduto a termine la loro produzione, o quelle dei fondi pensione inglesi, che si erano tutelati contro una discesa dei tassi di interesse, sono due recenti esempi.

Nel primo caso, l'aumento imprevisto e violento dei costi del gas e dell'energia elettrica hanno obbligato chi aveva venduto energia a termine a un prezzo inferiore a versare tempestiva-

13. Ne ho scritto recentemente sul *Financial Times*, "The rise and rise of currency hedging raises a financial system risk", 3 novembre 2022, <https://on.ft.com/3UgPrHS>.

mente alla stanza di compensazione margini che erano ben superiori alla liquidità normalmente detenuta dalle aziende ed è stato necessario, ma non sempre sufficiente, l'intervento degli Stati per prevenirne l'inadempienza. Prima del cambiamento normativo sui derivati e dell'ingessamento dei bilanci bancari il sistema bancario avrebbe esteso crediti ponte a queste aziende perfettamente solvibili ma in crisi di liquidità.

Nel secondo caso, i veicoli creati dai fondi pensione inglesi per eseguire la loro prudente strategia di copertura dei rischi di tasso di interesse¹⁴ hanno avuto bisogno di liquidità quando, a fronte di un importante rialzo dei tassi di interesse, le obbligazioni a lungo termine che detenevano in leva hanno perso bruscamente valore. Ma questi veicoli non sono stati in grado di onorare tempestivamente i margini ulteriori richiesti dalle loro controparti e dalle stanze di compensazione. Ciò perché i fondi pensione che dovevano fornire loro la liquidità necessitavano di tempo tecnico per liquidare qualche attivo, cioè spesso le stesse obbligazioni di cui deprimevano quindi ulteriormente i prezzi.

La Banca d'Inghilterra, invece di supplire alle banche in questa temporanea crisi di liquidità, ha preferito intervenire direttamente a sostegno dei prezzi delle obbligazioni per calmierare la crisi fermando temporaneamente la spirale negativa. Ma così facendo si è mossa in contraddizione con la propria politica monetaria dichiaratamente restrittiva generando un certo sconcerto. E non ha permesso agli operatori di percepire appieno ancora una volta i rischi di strategie individualmente sensate ma pericolose se troppo affollate.

Con il rialzo in corso dei tassi di interesse, poi, banche e investitori cercano impieghi redditizi a breve termine per la liquidità rimasta fin qui inutilizzata. Ci si è quindi accorti che il mercato dei prestiti interbancari si è drasticamente contratto perché con le nuove norme le banche non hanno interesse a raccogliere liquidità da clientela istituzionale dati i vincoli che

14. Si tratta delle strategie note come Liabilities Driven Investment, spesso impacchettate in fondi di investimento aperti, sottoscritti da fondi pensione, che compravano in leva obbligazioni a lunghissima scadenza o derivati per allungare la scadenza media degli attivi dei fondi pensione per pareggiarne quella degli impegni a erogare prestazioni. Data la leva, vi era l'impegno dei fondi pensione sottoscrittori a ricapitalizzarli in caso di perdite, come è poi avvenuto. In un ulteriore esempio di false narrative che cambiano la storia, il governo di Liz Truss fu ingiustamente accusato di aver causato anche queste perdite di valore delle obbligazioni e costretta a dimettersi.

hanno nel reinvestirla. Nei sistemi finanziari come quello europeo che, a differenza degli Stati Uniti non hanno un mercato monetario sviluppato, questa liquidità non può che riversarsi sui titoli di Stato, o direttamente o attraverso le banche o tramite fondi monetari.

Tornano quindi alla memoria i famigerati vincoli sugli impieghi, un prelievo fiscale surrettizio dell'Italia di mezzo secolo fa che speravamo di avere per sempre abbandonato per i danni che aveva creato. Ma benché torni di nuovo comodo in un periodo di deficit pubblici debordanti, credo si tratti in realtà di una delle tante inevitabili conseguenze imprevedibili di un sistema normativo troppo complesso e non di un regalo indiretto dei regolatori ai politici che li nominano.

Le lezioni

Non aver riconosciuto le vere cause della crisi finanziaria fa sì che la risposta data dalle autorità, con un ulteriore aumento della complessità della normativa, sia stata del tutto inadeguata e non risolutiva. La conseguenza è un irrigidimento del sistema che lo rende più fragile, dando il pretesto alle autorità di intervenire per supplire a un mercato che hanno esse stesse di fatto reso disfunzionale. È quindi in corso una spirale perversa che certo non contribuisce allo sviluppo economico o al ritorno della fiducia nella finanza.

La liquidità è ampia ma non può più fluire dove è richiesta perché i canali bancari sono stati ristretti dalle nuove regole e le banche centrali spesso non hanno i canali e l'informazione per portarla esse stesse dove serve, ammesso che questo sia un loro compito legittimo. Le diverse recenti crisi idiosincratice, che la concentrazione del regolamento di derivati sulle stanze di compensazione ha generato, sono l'evidenza di quanto sopra, ma non del fatto che le stanze di compensazione non debbano svolgere quel ruolo, anzi. La revisione dei mercati non regolamentati si è tuttavia fermata alla centralizzazione dei flussi sulle stanze di compensazione senza affrontare il tema della centralizzazione anche della negoziazione che tutt'ora avviene in alvei opachi e oligopolistici dominati da pochissime grandi banche. Il che probabilmente è la ragione per cui le autorità non si sono spinte oltre per non danneggiare la redditività dei loro vigilati, evidenziando di nuovo i conflitti tra i loro diversi mandati.

Tuttavia, gli unici banchieri incriminati dopo la crisi finanziaria non lo furono per aver infranto la normativa prudenziale, ma per aver colluso nella formazione dei prezzi sui mercati non regolamentati dei Libor e dei cambi. Le soluzioni al problema del tasso di riferimento con cui sostituire i Libor, escogitate dalle banche centrali, non stanno nel frattempo avendo grande successo tra gli intermediari. Per quanto riguarda invece le evidenti gravi negligenze dei banchieri centrali che ho evidenziato, non mi risulta nemmeno che siano state avviate delle indagini interne agli istituti per ricostruire almeno l'avvenuto ed evitarne il ripetersi, figuriamoci per attribuirne la responsabilità.

Se fosse stato fatto, ci si sarebbe resi conto che siamo di fronte a enormi errori cognitivi da parte dei banchieri, centrali e non, probabilmente inevitabili data la complessità degli istituti e della normativa in cui si sono avviluppati. E sarebbe emerso chiaramente che le banche e la loro pesante sovrastruttura di regolamentazione e vigilanza sono ormai sostanzialmente obsolete e che le cosiddette "banche ombra" sono una minaccia per loro, e non certo per il sistema finanziario, trattandosi di entità meno rischiose, più efficienti e resilienti, che infatti hanno superato anche la crisi finanziaria molto meglio.

Autorità, politica e opinione pubblica tendono a non riconoscere che le vicende umane evolvono all'interno di sistemi dinamici complessi popolati da individui e istituzioni con conoscenze imperfette e disperse, oltre a una inevitabile propensione all'errore anche perché alle prese con un futuro radicalmente incerto. Una grande banca, la regolamentazione bancaria e il sistema finanziario sono ognuno esempi di sistemi dinamici complessi, per di più interconnessi.

La *governance* di un sistema complesso come il sistema finanziario non può quindi basarsi sulle capacità di una tecnocrazia autoreferenziale protetta dalla concorrenza. Per quanto preparata, è anche lei inevitabilmente portata a commettere gravi sbagli. Ma, a differenza degli operatori in concorrenza sul mercato, non ha alcun incentivo a riconoscere e correggere i propri errori, la cui ammissione dimostrerebbe la pericolosità della tecnocrazia, distruggendone l'autorevolezza su cui si basa il suo stesso potere.

Purtroppo non abbiamo ancora riconosciuto il fallimento

dei regolamenti di Basilea, il più compiuto sforzo di coordinamento a livello internazionale di una funzione importante qual è la regolamentazione bancaria. La lezione sarebbe quella di evolvere invece verso una finanza più di mercato e una maggiore concorrenza e biodiversità tra gli operatori.

Un'ulteriore importante lezione deriva dallo sconcertante affermarsi di narrative lontane dalla realtà effettuale che però poi incidono sul corso della storia. Come ho spiegato in queste pagine, l'abbiamo visto succedere, forse per caso più che per malizia, al seguito della crisi finanziaria, ma lo vediamo succedere anche in altri ambiti, per esempio nelle narrative deliberatamente fuorvianti dei leader populistici. Pensavamo che, nelle nostre società aperte, su questioni così importanti non sarebbe successo grazie all'esposizione alla libera analisi critica che avrebbe dovuto evitarlo. E pensavamo così di aver esorcizzato il rischio di ricadere nelle false narrative che portarono ai totalitarismi e alla Seconda guerra mondiale.

Un'ipotesi è che ci sia venuta a mancare quell'informazione a mezzo stampa, autorevole perché qualificata e terza, in grado di approfondire le questioni e influenzare un'opinione pubblica ora stordita dalla cacofonia dei pareri urlati dai nuovi media. Certo è che, se non troviamo il modo di correggere la rotta, le nostre società aperte con le loro economie di mercato rischiano di degenerare al punto da non essere più attraenti delle alternative autoritarie che si stanno diffondendo.