

Crisi finanziaria e normativa bancaria

Di Antonio Foglia

Una tesi controcorrente

A dieci anni dagli eventi che segnarono l'inizio della crisi finanziaria, le sue cause tendono ad essere ricondotte ad una visione cinematografica dei mali di Wall Street. Si pensa che il mondo sia stato travolto da un manipolo di Gordon Gekko che una deregolamentazione selvaggia aveva reso dissennati speculatori, per giunta utilizzando i soldi dei depositi bancari. Si osserva poi che, grazie al loro potere, sono stati anche in grado di estorcere salvataggi a spese dei contribuenti, ricattando il resto del mondo dalla loro posizione nevralgica e centrale. E, data questa interpretazione della crisi, avallata dalle autorità e condivisa dalla politica, montano comprensibilmente l'indignazione, il risentimento e la richiesta di porre in atto adeguati rimedi perché non si ripeta.

Ma la crisi è nata nell'ambito di un settore, quello bancario, che già prima della crisi era tra i più regolamentati dell'economia. E le banche, tra tutti gli intermediari finanziari, sono state quelle che più hanno risentito della crisi e faticano ad uscirne.

Ancora oggi, dopo tutti gli inasprimenti della regolamentazione, le prime 34 banche europee hanno, a fronte dei loro attivi, poco meno del 5% di capitale. La loro fragilità sostanziale si è vista chiaramente in maggio con l'insolvenza del Banco Popular, una delle principali banche spagnole. In 5 mesi, il Banco Popular è passato dall'aver il 150% del capitale minimo richiesto dalle autorità, più o meno in linea con le altre banche europee, a perdere non solo tutto il capitale ma anche ad azzerare molti obbligazionisti senza che nessun evento straordinario fosse successo in Spagna. E questo dopo essere stato promosso nel 2014 dall'Asset Quality Review della BCE e nel 2016 dagli Stress Test dell'Agenzia Bancaria Europea. Uno smacco tremendo che pochissimi hanno osato rinfacciare alle autorità bancarie.

Il Governatore della Banca d'Inghilterra, Mark Carney, che presiede anche il Financial Stability Board, ha proclamato che il capitale minimo richiesto alle banche è oggi 10 volte superiore a prima della crisi. Quindi, come minimo, bisognerebbe identificare e mettere alla berlina i banchieri centrali che avevano così grossolanamente sbagliato i calcoli prima della crisi. Ma non lo ha fatto nessuno, tanto è il loro potere, che è addirittura aumentato dopo la crisi. E non è sostanzialmente nemmeno vero perché, cifre alla mano, il capitale delle prime 34 banche europee è meno che raddoppiato dai 600 miliardi di Euro del 2006 a 1.100 miliardi oggi ma a fronte di attivi pure cresciuti da 21,8 a 23,5 mila miliardi di Euro.

Benché il messaggio sia politicamente indigesto, uno sguardo più attento dimo-

Antonio Foglia è economista e Consigliere Gruppo Banca del Ceresio.

L'autore ringrazia Chiara Casale per l'aiuto nelle ricerche ma resta l'unico responsabile degli eventuali errori e delle opinioni espresse che sono le sue personali.

strebberebbe che la più grave crisi finanziaria degli ultimi 85 anni è quindi stata causata involontariamente proprio dalla normativa prudenziale costruita per evitarla. E questo nonostante le tecnocratie che l'hanno disegnata siano generalmente accreditate di vasta competenza e professionalità. Sono stati proprio i tragici ma inevitabili errori della minuziosa regolamentazione bancaria, e non gli eccessi del libero mercato, ad aver causato la crisi finanziaria. Lo "shadow banking", cioè la finanza di mercato, bestia nera del Financial Stability Board, non è dunque la causa ma la migliore risposta possibile alla crisi. A dieci anni dagli eventi, queste affermazioni, pur radicate nei fatti, sono ancora contrarie al consenso, rivelando la gravità dei problemi cognitivi e di governance che, dopo aver causato la crisi, siamo ancora lungi dal riconoscere e quindi affrontare.

La regolamentazione bancaria di Basilea, in teoria

Già arrivate al terzo aggiornamento, le regole di Basilea I, II e III hanno lo scopo di dare alle banche un quadro di regolamentazione prudenziale omogenea tra paesi ed in linea con la migliore teoria e pratica finanziaria. È la normativa più importante perché determina la solidità delle banche. Ma è lungi dall'essere l'unica normativa a cui le banche sono sottoposte. Un esempio banale ma emblematico: in Italia, perfino la rendicontazione è soggetta ad una normativa minuziosa e stratificata, a presunta tutela dei consumatori, i cui effetti controproducenti sono loro evidenti ogni volta che aprono la corrispondenza.

Con Basilea I si riconobbe che l'attività bancaria stava evolvendo in direzioni nuove. I vecchi criteri, basati sostanzialmente sulla leva finanziaria (attivi/capitale), non riconoscevano che gli attivi possono avere gradi di rischio diversi. Un conto è essere in leva 3 su azioni, cioè con 100 di capitale comprare azioni per 300 usando depositi per finanziare la differenza: un ribasso del 34% delle Borse basterebbe a causare l'insolvenza. Diverso è essere in leva 3 su titoli di stato, dato che una loro perdita di valore tale da rendere la banca insolvente è altamente improbabile.

Basilea I introdusse quindi il principio che gli attivi di bilancio vanno ponderati per il loro grado di rischio e il capitale minimo prudenziale fu fissato in percentuale degli attivi ponderati per il rischio. Alle banche fu data la possibilità di usare ponderazioni standard oppure i loro modelli interni di valutazione del rischio spesso basati sulla tecnica statistica del VAR, Value at Risk.

La tabella qui sotto espone alcuni dei limiti imposti dalla normativa di Basilea, applicando l'approccio standard semplificato e i margini di ulteriore prudenza imposti alle banche svizzere, e li confronta alla rischiosità degli attivi a cui fanno riferimento. Per esempio, i criteri standard ponderano le azioni al 125%, le obbligazioni AAA, cioè della massima qualità, al 25%, e i titoli di stato a zero (riga A). Il rapporto tra i fattori di ponderazione delle obbligazioni AAA e delle azioni è più o meno coerente con la loro relativa rischiosità, essendo le azioni grosso modo 5 volte più rischiose delle obbligazioni AAA (riga F, dove la rischiosità è la volatilità dei prezzi misurata col loro scarto quadratico medio). Per i titoli di stato, che i banchieri centrali vollero considerare a priori privi di rischio indipendentemente dal paese emittente, la scelta di una ponderazione a zero fu solo per aggirare spinose questioni politiche e contribuì poi a causare la crisi dell'Eurozona. Per gli hedge funds, la ponderazione del 250%, doppia di quella delle azioni malgrado abbiano statisticamente la metà del loro rischio, fu pure una scelta politica per penalizzare operatori che erano fuori dal controllo delle tecnocratie dei banchieri centrali e spesso loro antagonisti.

TABELLA 1**Limiti della normativa di Basilea****per diverse categorie di attivi (Standardised Approach, Swiss Finish)**

	Titoli di Stato	Obbligazioni AAA	Azioni	Hedge Funds
A. Coefficienti di rischio di Basilea	0%	25%	125%	250%
B. Basilea I & II Capitale Minimo ($B = A \times 8\%$)	0%	2%	10%	20%
C. Basilea I & II Leva Max ($C = 1/B$)	∞	50	10	5
D. Basilea III Capitale Minimo ($D = A \times 12,5\%$)	0%	3,1%	15,6%	31,3%
E. Basilea III Leva Max ($E = 1/D$)	∞	32	6,4	3,2
F. Volatilità Annuale (SQM)	2%	2,5%	15%	10%

Una volta ponderati gli attivi, le autorità di Basilea osservarono quanto capitale le banche effettivamente avessero e fissarono il limite prudenziale all'8% degli attivi ponderati per il rischio (riga B). Un livello sufficientemente basso da permettere alla stragrande maggioranza delle banche di essere da subito in regola con le nuove norme. Il Tier I ratio, con al numeratore il capitale della banca ed al denominatore gli attivi ponderati per il rischio, divenne l'indicatore sintetico principale di solidità delle banche. Più alto è, più solido è l'istituto, con un minimo prudenziale fissato all'8%.

Il passaggio alle regole di Basilea II fu necessario data l'eccessiva disinvoltura con cui le banche giocavano col denominatore, sottostimando il rischio negli attivi nei loro modelli per apparire più solide. Per omogeneizzare i processi ed ancorarli a criteri oggettivi, le autorità decisero di imporre l'utilizzo del merito di credito fornito dalle agenzie di rating. E questo malgrado la teoria e la pratica già avessero dimostrato quanto scarso fosse il valore predittivo di ratings rilasciati da un oligopolio mondiale di poche aziende (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) spesso in conflitto di interesse nell'emettere le loro opinioni.

La crisi finanziaria dimostrò, come vedremo, che i problemi non stavano solo al denominatore. Il capitale delle banche e la sua qualità si rivelarono largamente insufficienti e con Basilea III, quando sarà implementata nei prossimi anni, il requisito minimo prudenziale di capitale sarà elevato dall'8% degli attivi ponderati per il rischio al 12,5% per le grandi banche (riga D). Altre norme hanno migliorato la qualità del capitale e aumentato la liquidità minima che le banche devono mantenere per far fronte a eventuali prelievi dei depositi o a difficoltà di rifinanziamento sul mercato.

Le nuove regole hanno avuto importanti effetti restrittivi sulla capacità delle banche di erogare credito, effetti che possono aver ostacolato la ripresa dell'attività economica dopo la crisi.

Per esempio, oggi in media le prime 34 banche in Europa hanno un Tier I ratio del 14,6%, rispetto ad un minimo prudenziale dell'8%, ed attivi ponderati per il rischio pari al 32% degli attivi non ponderati. In altre parole, per ogni 100 Euro di capitale hanno attivi per Euro 2.130, cioè sono in leva finanziaria 21 ($100/14,6\%/32\%=2.130$; $2.130/100=21$). Ma quando il limite prudenziale salirà al 12,5% di Basilea III, le banche vorranno probabilmente avere un Tier I ratio del 18% circa per mantenere lo stesso margine di sicurezza del 50% che hanno storicamente avuto rispetto al minimo e questo aumento del ratio può essere ottenuto in tre modi.

Innanzitutto potrebbero aumentare il capitale di 23 Euro ogni 100, ma ciò richiederebbe ulteriori sacrifici agli azionisti delle banche e ne diminuirebbe la redditività, alimentando nuovamente quindi il circolo vizioso al ribasso dei corsi azionari delle banche che rende difficili ulteriori aumenti di capitale. Alternativamente le banche potrebbero abbattere la

rischiosità degli attivi facendo meno prestiti ma comprando più titoli di stato, che è ciò che hanno in parte fatto e che non ha favorito la ripresa economica e le ha messe in concorrenza con la politica di acquisti massicci (il cosiddetto Quantitative Easing) della Banca Centrale Europea contribuendo alla malsana levitazione dei prezzi dei titoli di stato. Infine le banche potrebbero diminuire del 20% il totale degli attivi, facendoli scendere da 2.130 a 1.900, diminuendo cioè di 230 Euro il credito erogato all'economia per ogni 100 Euro di capitale, con effetti ancora più pesanti sull'attività economica. In pratica sta avvenendo un mix di tutti e tre i fenomeni.

La regolamentazione bancaria, in pratica

Quando entrarono in vigore le regole di Basilea II, nella prima metà del decennio scorso, ero presidente della Direzione di un piccolo gruppo bancario svizzero specializzato nella gestione patrimoniale. Malgrado patrimoni gestiti per conto della clientela di quasi 10 miliardi di franchi, la gestione patrimoniale è un'attività che utilizza poco il bilancio della banca che eroga solo qualche prestito garantito da titoli e limita i depositi di conto corrente presso di sé per minimizzare i conflitti d'interesse. Il capitale in esubero della banca era quindi da sempre gestito in modo analogo a quello della clientela: circa 100 milioni, un terzo circa dei mezzi propri, investito a rischio in fondi speculativi (hedge funds) ed il resto investito in titoli di stato ed altri impieghi molto prudenti e liquidi.

Confrontato alle nuove norme, presentate dalle autorità come molto più severe delle precedenti, chiesi preoccupato al mio Direttore Finanziario quanti hedge funds avremmo potuto continuare a tenere in portafoglio con Basilea II. "Cinque volte i nostri mezzi propri ossia da 10 a 15 volte quelli che abbiamo ora", fu la risposta che mi rivelò quanto folli fossero le norme etichettate come "prudenziali" (riga C nella tabella).

E questo non certo perché le autorità avessero guardato agli hedge funds in modo benigno, anzi. Per un portafoglio azionario, le nuove regole imponevano una ponderazione di rischio del 125%. Per gli hedge funds, la normativa imponeva una ponderazione di rischio al 250% (riga A), doppia rispetto alle azioni, malgrado l'evidenza empirica dimostrasse ampiamente che fossero molto meno rischiosi delle azioni (riga F), confermando il pregiudizio negativo delle autorità bancarie verso forme di intermediazione finanziaria alternative alle banche.

A fronte degli attivi ponderati per il rischio era ora necessario mantenere almeno l'8% del capitale (riga B). Per gli hedge funds: $250\% \times 8\% = 20\%$. Con 20 di capitale, quindi, era possibile comprare hedge funds per 100, cioè 5 volte il capitale. Il nuovo limite "prudenziale" permetteva un rischio quindici volte maggiore a quello che consideravamo prudente assumere per noi e per la nostra clientela.

Si sa che le Borse sono pericolose: ogni tanto perdono anche il 50% in un anno, e in media oscillano +/- 15% all'anno (riga F). Per le azioni, il limite prudenziale della normativa era però ancora più insensato: $125\% \times 8\% = 10\%$, cioè per detenere 100 di azioni bastava avere 10 di capitale, finanziando il resto coi depositi (riga B). Un capitale solo del 10% a fronte del rischio azionario assicura quindi rapidamente l'insolvenza anche nelle normali oscillazioni annuali delle Borse.

Un rapido approfondimento mi permise di constatare che il capitale minimo richiesto per altre classi di attivi era altrettanto follemente basso. Per esempio sulle obbligazioni con rating AAA, cioè quelle di più alta qualità, la ponderazione (riga A) era del 25% e quindi il capitale minimo prudenziale (riga B) era il 2%: con 2 di capitale e 98 di depositi una banca poteva comprare 100 di obbligazioni AAA i cui rendimenti medi, però, hanno storicamente un'oscil-

lazione media annua del +/-2,5% (riga F), perché anche ai migliori debitori ogni tanto possono succedere imprevisti sfavorevoli, di nuovo assicurando rapidamente l'insolvenza di una banca che pur avesse rispettato i requisiti minimi prudenziali. Senza considerare, poi, il citato compromesso sui titoli di stato che avevano un requisito di capitale pari a zero: le autorità non potevano ammettere che pure gli stati talvolta non pagano i debiti.

Interessante notare come il sistema bancario si è evoluto nel decennio successivo alla crisi. Il capitale delle prime 34 banche europee è aumentato dell'80% circa, passando da 600 miliardi di Euro nel 2006 a 1.100 nel 2016. Il totale degli attivi è cresciuto da 21,8 a 23,5 mila miliardi di Euro, ma gli attivi ponderati per il rischio sono diminuiti da 8 mila miliardi di Euro a 7,6 mila miliardi. Questa strana diminuzione dipende in parte dall'aumento dei titoli di stato detenuti dalle banche, ponderati ancora a zero benché nel corso del decennio tutti gli stati europei si siano oggi più indebitati che nel 2006. Ma per addolcire la pillola degli aumenti dei requisiti di capitale, alle banche è stato in pratica anche concesso un allentamento nei criteri di calcolo degli attivi ponderati per il rischio.

Non sugli hedge funds però, la cui ponderazione è salita da 250% a 1.250% con un drastico ed insensato peggioramento del pregiudizio negativo nei confronti di operatori poco regolamentati che hanno dimostrato nella crisi una resilienza largamente superiore a quella delle banche vigilate da occhiute, ma cieche, autorità. Di conseguenza la mia banca ha ora ridotto il capitale distribuendo ai suoi azionisti buona parte del portafoglio di hedge funds ed è pertanto finanziariamente un po' più debole di prima, pur restando tra le banche col Tier I ratio più alto del settore. Un altro autogol delle autorità.

Questo pregiudizio negativo contro la finanza di mercato rappresentata anche dagli hedge funds è evidente anche nei rapporti annuali del Financial Stability Board, organo del G20 che riunisce il gotha mondiale dei banchieri centrali e ministri del tesoro. Ma che dimostra anche la propria incompetenza: ad es. a pagina 60 del rapporto 2016 sullo shadow banking dove, confondendo mezzi propri ed averi gestiti, si evidenzia che gli hedge funds operano con leva finanziaria di solo 1 (rispetto a 21 delle banche), il che è largamente inferiore ad una realtà facilmente leggibile anche per le autorità presso gli intermediari bancari che finanziano gli hedge funds, come ho fatto notare in una lettera al Financial Times pubblicata il 29 maggio 2017.

Le banche nella crisi finanziaria

Che le maggiori banche mondiali, e in particolare le "investment banks" che una volta si chiamavano "brokers", fossero intermediari a rischio era ben noto agli operatori attenti. Lo si era visto nel 1982 con la crisi del debito latino-americano, poi nel 1990 con la crisi delle casse di risparmio americane e lo si era appena rivisto nel 1998, quando il dissesto dell'hedge fund Long Term Capital Management (LTCM), animato dai più celebri Nobel della finanza, rischiò di travolgere tutte le principali banche mondiali, che speculavano in modo analogo. L'hedge fund LTCM dovette essere salvato dalla Federal Reserve americana per fermare il contagio. Da allora la nostra banca aveva ridotto al minimo i depositi interbancari preferendo la sicurezza relativa dei titoli di stato, malgrado il loro minore rendimento.

Quello che però sorprende fu che né Greenspan, allora governatore della Fed, né Rubin, allora ministro del Tesoro USA, fecero nulla dopo quel drammatico episodio del 1998. Anzi, Rubin era il più autorevole membro del consiglio di Citibank, che nel 2008 fu tra le banche messe peggio, malgrado che nella crisi di LTCM si fosse invece dimostrata tra le banche più solide e liquide grazie alla prudenza di John Reed, il CEO di allora. Dato che né Greenspan né Rubin sono reputati stupidi, emerge l'evidenza di un grave problema cognitivo.

Il settore bancario, che in ogni paese è probabilmente il settore economico oggetto di maggior regolamentazione e vigilanza, si presentava quindi alla vigilia della crisi con una straordinaria fragilità dei bilanci pur nel totale rispetto della normativa. Una gravissima debolezza strutturale che era sfuggita sia alle autorità che ai banchieri.

Giustamente la gente si domanda come mai nessuno, o quasi, sia finito in galera dopo la crisi finanziaria: in sostanza nessuno ha violato le regole prudenziali. Gli scandali emersi attorno all'operatività delle banche, da quelli sulle cartolarizzazioni a quelli sulla manipolazione di LIBOR e cambi, pur nella loro gravità, non hanno nulla a che fare con la tragica fragilità strutturale del sistema bancario emersa nella crisi.

Uno studio del 2012 della Bank of England mostra che delle 101 maggiori banche del mondo, cioè quelle che nel 2006 avevano un bilancio superiore a 100 miliardi di dollari, ben 37 dovettero essere salvate. E questo benché tutte, nel 2006, avessero capitale in largo eccesso rispetto al limite prudenziale fissato da Basilea II. Perfino Lehman Brothers, nel bilancio trimestrale chiuso poche settimane prima del collasso, era ampiamente entro i limiti prudenziali della normativa.

Ma i dati della Bank of England suggeriscono anche un'altra preoccupante realtà. Nel 2006, ben 11 tra le maggiori banche mondiali avevano già un capitale sufficientemente in esubero da adempiere ai requisiti minimi prudenziali che entreranno in vigore con Basilea III solo nel 2017. Ciò malgrado, anche 4 di queste banche entrarono in crisi e dovettero essere salvate: la stessa percentuale dell'intero campione. Come l'insolvenza di quest'anno del Banco Popular di cui si diceva prima, ciò conferma che con i ratios attuali siamo ancora ben lontani da una resilienza accettabile del settore bancario.

Il mancato riconoscimento della precarietà generale dei sistemi bancari ebbe anche riflessi tragicomici al dilagare della crisi. Vedendo le difficoltà delle banche americane messe alla prova dal crollo dei prezzi delle cartolarizzazioni subprime, le autorità e banche tedesche rimasero la superiorità del proprio modello basato su prestiti bancari invece che su mercati e titoli. Senonché la prima banca a fallire per i subprime fu proprio la tedesca IKB e le banche tedesche ebbero poi bisogno di salvataggi con denaro pubblico pari ad oltre tre volte, in percentuale del Prodotto Interno Lordo del paese, quanto è stato finora necessario in Italia (ca. 4% del PIL in Italia).

Notando le difficoltà delle grandi banche tedesche e francesi, le autorità bancarie spagnole osservarono che era meglio per le banche operare sul mercato domestico e si vantavano del fatto che, dato il surriscaldamento del mercato immobiliare iberico, avevano imposto alle loro banche ulteriori buffers prudenziali di capitale. Buffers che si rivelarono totalmente inadeguati quando il mercato immobiliare si sgonfiò e quasi tutte le grandi banche spagnole dovettero essere salvate con l'aiuto anche del resto dell'Europa.

Le autorità, il governo ed i banchieri italiani, a quel punto, si convinsero della solidità del loro sistema in cui, a differenza di Spagna, Irlanda, Inghilterra e Stati Uniti, non vi era bolla immobiliare finanziata dalle banche, le quali facevano invece del loro provincialismo una virtù, concedendo prestiti soprattutto alle piccole e medie imprese locali. Fu quindi fatto l'errore di non rinforzare con denaro pubblico le banche più vulnerabili quando ancora la normativa europea lo avrebbe permesso. Sappiamo come è andata a finire anche per le banche italiane quando la crisi economica indotta da quella dell'Eurozona mise in difficoltà le PMI italiane ed i Non Performing Loans, i prestiti in sofferenza, mostrarono l'insolvenza latente anche del sistema bancario italiano.

Crisi di liquidità o di insolvenza?

Molti banchieri, anche centrali, ne deducono che la patrimonializzazione non è quindi rilevante e sostengono che la crisi finanziaria sia stata solo una crisi di liquidità, causata dal mancato rinnovo dei finanziamenti in scadenza, cioè da una corsa virtuale agli sportelli, e non una crisi di insolvenza. Ma le banche non ricevevano finanziamenti proprio perché erano ritenute insolventi, oppure lo stavano diventando perché costrette a vendere in perdita attivi per fare cassa data la mancanza di finanziamenti?

In realtà il mercato non farebbe mancare la liquidità a banche ritenute solvibili. La patrimonializzazione sembra irrilevante, proprio perché, perfino con gli aumenti previsti da Basilea III, è ancora largamente insufficiente. Il patrimonio può, infatti, essere totalmente eroso dalle fluttuazioni dei prezzi di mercato e non è quindi sufficiente a fugare i dubbi sulla solvibilità dei singoli istituti. Lo dimostra appunto il fatto che siano saltate nella crisi anche banche con un capitale ampiamente oltre i limiti minimi fissati dalla normativa. E lo dimostra l'insolvenza quest'anno del Banco Popular, senza nemmeno bisogno di una crisi finanziaria globale. Se oltre un terzo delle banche del mondo è uscito di strada alla prima curva incontrata, abbassare i limiti di velocità da 800km/h a 500km/h non sarà sufficiente a risolvere il problema.

Tornando agli esempi di prima, nel caso di un portafoglio azionario, alzare i requisiti patrimoniali prudenziali dall'8% di Basilea II al 12,5% di Basilea III significa ridurre la massima leva finanziaria permessa da 10 a 6,4 (righe C e E della tabella), ancora un rischio folle. Con una leva di 6,4, una banca avrebbe 15,6 Euro di capitale per ogni 100 di azioni (riga D). Azioni il cui rendimento medio oscilla ogni anno in media del +/-15%, assicurando alla banca o il fallimento o rendimenti sul capitale stratosferici anche superiori al 100%, a seconda dell'annata. La finanziaria di Romain Zaletski finanziata dal banchiere Bazoli è saltata perché era in leva 3 sulle sue partecipazioni azionarie. Non ho mai visto nemmeno il più aggressivo degli hedge funds arrivare ad una leva di 2 sulle azioni. Ma con Basilea III alle banche sarà ancora permesso di essere in leva di oltre 6 volte su azioni.

Come mai, invece, gli hedge funds, non regolamentati, hanno bilanci molto più solidi delle banche? Essenzialmente per due motivi: da un lato gli hedge funds hanno bilanci più semplici e quindi il loro management ha una migliore percezione della loro rischiosità, dall'altro non possono contare sul sostegno di nessuno in caso di difficoltà e devono quindi restare ampiamente solvibili in qualsiasi condizione di mercato per poter rifinanziare, senza dover svendere, le proprie posizioni speculative. Per questo mantengono normalmente un capitale sufficientemente abbondante da non poter essere interamente eroso nemmeno da movimenti estremi del mercato, un capitale quindi molto superiore a quello delle banche che, come abbiamo visto, può essere perso totalmente anche solo nelle normali oscillazioni dei mercati.

Un'errata definizione di insolvenza

Perché le banche invece tengono così poco capitale? Innanzitutto perché con la complessità raggiunta dai maggiori istituti, attivi in molte linee di business in diversi paesi, i vertici aziendali hanno perso la cognizione del rischio del proprio bilancio. In secondo luogo perché, proprio per la complessità delle varie attività, tutte ampiamente regolamentate già prima della crisi, i vertici aziendali fanno affidamento ai limiti prudenziali posti dalla normativa. Si limitano cioè a verificare che i parametri di rischio della banca siano ampiamente entro i limiti prudenziali della minuziosa normativa, dato che non possono sviluppare una propria autonoma comprensione del grado di rischio. Ma naturalmente il management delle banche protesta rumorosamente a sproposito quando i requisiti di capitale vengono aumentati

perché questo riduce la redditività delle loro banche e quindi i bonus.

Le banche, quindi, si affidano essenzialmente ai limiti di velocità fissati dalle autorità, che come abbiamo visto sono troppo alti. E lo erano perché la normativa aveva fissato i limiti prudenziali sulla base del capitale che le banche già avevano e sulla base di un concetto errato di insolvenza.

Ancora oggi, si ritiene una banca insolvente solo qualora i suoi attivi, se detenuti fino alla scadenza, siano insufficienti a coprire i suoi debiti. Ma questa definizione, usata anche dai regolatori più conservatori come l'inglese Vickers, è vaga, perché gli attivi di una banca hanno scadenze continue, e fa affidamento sulle aspettative della banca al momento dell'erogazione dei prestiti che potrebbero poi rivelarsi ottimistiche nel momento in cui la banca deve rifinanziarsi sul mercato.

Infatti, non considera che ogni banca deve ogni giorno rifinanziare parte del suo passivo sul mercato chiedendo nuovi prestiti o depositi (o il rinnovo di quelli esistenti, il che è lo stesso). Ed il mercato giudica se la banca è solvibile sulla base delle proprie valutazioni, non di quelle del management della banca al momento in cui ha erogato i prestiti o comprato i titoli.

Tornando agli esempi già fatti, a fronte di un portafoglio di obbligazioni di alta qualità con rating AAA la normativa di Basilea II richiedeva solo il 2% di capitale (e Basilea III richiederà poco più del 3%, righe B e D della tabella). La logica è che, alla lunga, sia improbabile che le perdite su un simile portafoglio detenuto fino alla scadenza superino il 2%, considerando la modesta probabilità che gli emittenti di alta qualità falliscano e le buone prospettive di recupero di attivi nella procedura fallimentare. Sembrava quindi corretto permettere alle banche di detenere un portafoglio di 100 Euro di queste obbligazioni con solo 2 Euro di capitale e 98 di debiti (depositi o prestiti), cioè in leva 50 (riga C).

Il problema è che il rendimento di un portafoglio di obbligazioni AAA oscilla in media del +/-2,5% all'anno (riga F), perché mutano le aspettative su quali saranno effettivamente le perdite su di esso man mano che si modificano le prospettive aziendali degli emittenti o dell'economia in generale. Se le prospettive peggiorano, è facile che il mercato sconti perdite future più alte dell'esiguo capitale che la banca detiene a fronte del portafoglio obbligazionario e si rifiuti quindi di rifinanziarla quando i suoi debiti vengono a scadenza. Questo obbligherà la banca che non riesce a rifinanziarsi a vendere parte del portafoglio obbligazionario, deprimendo ulteriormente i corsi delle obbligazioni.

Alla banca, che crede nelle proprie previsioni circa il valore terminale di quel portafoglio di obbligazioni, sembrerà una crisi di liquidità: se solo potesse rifinanziarsi non ci sarebbero problemi. Ma per il mercato si tratta di una crisi d'insolvenza: dati i prezzi del momento, la banca ha perso tutto il suo capitale. Gli scenari ipotizzati dai mercati, e scontati nei prezzi, sono molto spesso sbagliati, a volte troppo ottimistici, altre troppo pessimistici, ma sono sostanzialmente previsioni disinteressate. Le previsioni del management, invece, sono sistematicamente interessate e ottimistiche. Sarebbe quindi più ragionevole fare affidamento sulle prime, il che, inoltre, educerebbe i banchieri, centrali e non, alla naturale volatilità dei prezzi nei mercati che è il modo migliore per imparare ad essere resilienti agli scenari estremi e quindi prevenire la loro materializzazione.

Tornando al confronto con gli hedge funds, difficilmente un hedge fund che investa in obbligazioni di alta qualità AAA avrebbe meno di 10 di capitale per 100 Euro di portafoglio. Con 10 di capitale, la naturale volatilità media del 2,5% annuo dei rendimenti di quelle

obbligazioni renderebbe possibili utili superiori al 25% negli anni buoni, o perdite di quasi altrettanto negli anni cattivi. Un profilo di rischio e rendimento piuttosto alto, ma 5 volte più basso di quello “prudenziale” che la normativa concede alle banche che possono avere solo 2 Euro di capitale a fronte dello stesso portafoglio.

Le autorità bancarie hanno sempre guardato ai prezzi espressi dai mercati finanziari ed alla loro volatilità, con pomposa sufficienza. Come ironizzava il premio Nobel Paul Samuelson, “le Borse hanno previsto nove delle ultime cinque recessioni”. Certo, ma forse è proprio perché i mercati sono iper-reattivi e richiedono resilienza a chi vi opera che alla fine abbiamo avuto solo quelle cinque recessioni.

Capitale insufficiente e retribuzioni eccessive

Uno degli effetti del capitale troppo basso che le banche sono autorizzate a detenere è quello di gonfiare a dismisura il rendimento su quel capitale. Nei casi visti di azioni e obbligazioni AAA, negli anni in cui la normale volatilità dei prezzi sarà al rialzo la banca guadagnerà, prima dei costi e delle retribuzioni, più del 100% sul capitale minimo che deve tenere a fronte del proprio portafoglio. Le regole contabili non permetteranno magari di riconoscere tutta la variazione positiva dei prezzi di mercato come utile, ma il management sa che l'annata è stata buona e quindi la tentazione di dare il risultato per acquisito è altissima. Data l'esiguità del capitale il rendimento resta straordinariamente alto permettendo di non essere severi sui costi, di espandere l'attività e di pagare retribuzioni assurdamente alte.

Mettendosi nei panni dei dirigenti bancari, però, li si può capire. Se la banca, dopo aver ampiamente rispettato tutti i numerosi vincoli posti dalla normativa prudenziale, riesce ad ottenere utili importanti su una moltitudine di attività di cui, data la complessità, non riesce a valutare bene il rischio, è normale pensare che gli utili siano dovuti alla bravura dei dirigenti, piuttosto che ad un clamoroso errore della normativa prudenziale. E se si è bravi si può indulgere in lussi inutili a carico della banca e pagarsi sedi principesche e retribuzioni altissime fino a ridurre il rendimento netto per gli azionisti ad un livello in linea con quello degli altri settori economici.

Ho calcolato che, se le grandi banche pagassero le retribuzioni medie del settore finanziario (che include piccole banche, assicurazioni, etc.), avrebbero tre volte la redditività attuale del loro capitale, cioè dovrebbero avere circa tre volte il capitale che hanno attualmente per mantenere lo stesso rendimento del capitale che pubblicano. Il che è un'altra prova diretta della grave sottocapitalizzazione concessa loro dalla normativa.

Purtroppo l'analisi economica neoclassica della crisi, focalizzandosi sulle reazioni razionali dell'Homo Economicus agli incentivi a cui è esposto, ha portato a conclusioni errate. Si è concluso affrettatamente che i vertici aziendali avessero incentivi non allineati a quelli degli azionisti. E si sono quindi varate, a giustificatissimo furor di popolo, complesse ed invasive normative sui limiti alle retribuzioni e sugli obblighi al reinvestimento nelle aziende di una buona parte dei bonus dei bancari.

Si dimenticano però due fatti cruciali. Il primo è che sia Dick Fuld alla Lehman Brothers che James Cayne alla Bear Stearns avevano circa un miliardo di dollari personali investiti nelle investment banks da loro guidate, più della maggioranza dei loro concorrenti e praticamente la totalità della loro fortuna personale. Impossibile, quindi, avere interessi più allineati di così.

Il secondo è che gli interessi allineati non bastano se si è incoscienti, in senso letterale, del rischio che si corre. Entrambi ancora si domandano come mai i loro istituti siano saltati,

dato che rispettavano ampiamente i limiti della normativa prudenziale. Ed entrambi, osservando che altri istituti con parametri finanziari del tutto analoghi non sono entrati in crisi o sono stati salvati, pensano di essere stati vittime di un'ingiusta discriminazione in una crisi di liquidità, non di insolvenza.

E ciò malgrado che l'insolvenza di Lehman sia ormai conclamata, visto che non solo gli azionisti hanno già perso tutto, ma i creditori, a 9 anni dal fallimento ed in condizioni economiche favorevoli alla liquidazione degli attivi, hanno ricevuto per ora solo il 62% circa del credito vantato, non certo solo per la notoria esosità degli avvocati americani. Ma tuttora Fuld pensa che Lehman sarebbe sopravvissuta se non avesse dovuto liquidare parte del portafoglio a prezzi sfavorevoli.

Comportamenti pro-ciclici

Il problema di comportamenti pro-ciclici, come quello di Fuld, che vendendo deprimeva ulteriormente i corsi dei titoli che restavano nel portafoglio di Lehman e la rendevano insolvente, permea il mondo bancario ed è esasperato proprio dalla normativa. L'origine del problema sta nella leva finanziaria: nella misura in cui si comprano attivi finanziandoli con debiti, invece che con capitale, si potrà essere costretti a venderli se i debiti in scadenza non saranno rinnovati e/o se le perdite sugli attivi rischiano di erodere il capitale e portare all'insolvenza.

Più alta è la leva finanziaria, e quindi il ricorso al debito, più veloci devono essere le reazioni degli operatori per contenere le perdite sugli attivi. E se troppi operatori hanno troppa leva, come nel caso di tutte le grandi banche alla vigilia della crisi e ancora oggi, l'avvitamento di una crisi è inevitabile.

Ken Rogoff osservava all'apertura dei lavori del primo congresso dell'Institute for New Economic Thinking a Cambridge nel 2010 che i crolli delle bolle finanziarie create da eccessi di valutazione del capitale, come quella dei titoli del comparto tecnologico nel 2000, hanno effetti largamente inferiori ai crolli delle bolle del debito, come la crisi attuale. E si domandava perché, ma la domanda resta senza una risposta ufficiale.

Per me la risposta sta nella diversa resilienza di chi detiene capitale (azioni) rispetto a chi detiene debito. Chi detiene azioni sa che il loro valore può oscillare molto nel tempo ed in modo abbastanza simmetrico. Se spera in un forte utile, l'investitore metterà in preventivo oscillazioni dei corsi al rialzo o al ribasso magari anche del 50%. Cercherà quindi di detenere le azioni in modo da non essere costretto a venderle nelle avversità che spera temporanee. E quindi o ricorrerà in modo modesto alla leva finanziaria, o cercherà di assicurarsela da banchieri compiacenti sperando che gli rinnovino il credito anche quando sarà insolvente, come nel caso Zaletski-Bazoli citato in precedenza.

Chi invece detiene debito conta su un flusso di interessi per un certo tempo, con un rimborso finale del prestito. I rendimenti nel tempo sono in questo caso fortemente asimmetrici e la valutazione del flusso di interessi rispetto al rischio del rimborso finale è molto più difficile, portando sistematicamente gli esseri umani alla sottovalutazione dei rischi, come dimostrano le ricerche di finanza comportamentale.

Sorge quindi il dubbio che nella diffidenza verso il credito, che accomuna molte antiche civiltà a spiccata vocazione commerciale, possa esserci l'eco di dimenticate crisi finanziarie. E comunque non si capisce il trattamento fiscale privilegiato che i nostri ordinamenti riservano al debito, attraverso la deducibilità dalle imposte degli interessi pagati, rispetto ai dividendi versati al capitale, che sono invece soggetti ad imposizione fiscale (spesso doppia).

Altri due fortissimi incentivi a comportamenti pro-ciclici, oltre alla leva finanziaria, si annidano nella normativa. Il primo, che è stato ampiamente discusso per gli effetti dirimpenti sul mercato, oltre che sui bilanci delle banche, è l'automatismo che impone un aumento del capitale a fronte di investimenti il cui rating venga declassato.

Per esempio, abbiamo visto che un'obbligazione AAA, cioè della migliore qualità, ha una ponderazione di rischio del 25% e quindi un requisito di capitale minimo del 2%. Se però subisce dalle agenzie di rating un declassamento ad A, che ancora indica una forte capacità dell'emittente di far fronte ai propri impegni finanziari, la ponderazione sale al 50% e il capitale minimo richiesto sale al 4%. Se le banche vogliono mantenere i loro ratios di capitalizzazione devono quindi raddoppiare il capitale a fronte di quell'investimento o venderne la metà. La pressione di queste vendite deprime i corsi e innalza i rendimenti dell'obbligazione, e il maggior costo del debito per l'emittente può indurre le agenzie di rating ad un ulteriore declassamento.

Eppure richiedere alle banche di finanziare prestiti la cui qualità si stia deteriorando con un maggior ricorso ai mezzi propri rispetto a quelli di terzi, sembrerebbe perfettamente corretto. Di nuovo, il problema principale è il livello assurdamente basso del capitale inizialmente richiesto alle banche che causa la spirale negativa descritta.

Meno discusso è l'effetto di contagio che ha causato la normativa per aver permesso alle banche di prendere in considerazione i benefici della diversificazione nei loro modelli di rischio. Nel 1952, il padre della Teoria Moderna di Portafoglio, e futuro Premio Nobel, Harry Markowitz disse che la diversificazione del portafoglio era l'unico pasto gratis della finanza. Purtroppo non è vero, anche se ciò restituisce l'integrità e coerenza della teoria finanziaria.

La teoria spiega come un portafoglio diversificato di attivi non perfettamente correlati tra loro ha un profilo di rischio, inteso come oscillazioni possibili del suo valore di mercato, inferiore al rischio medio degli attivi che lo compongono. Il che è vero e sembra permettere un pasto gratis. Ma per mangiarsi il pasto bisogna ottenere più rendimento aumentando le dimensioni del portafoglio attraverso una maggiore leva finanziaria e contando sull'effetto della diversificazione per contenere il rischio complessivo.

Quando un numero elevato di banche punta ad ottenere questi maggiori rendimenti aumentando le dimensioni dei portafogli, si ha un cambiamento di fase e pertanto se un evento negativo colpisce anche solo una classe di attivi causerebbe un ribasso pure degli altri ed il contagio si allargherebbe a tutte le banche.

L'evento negativo, infatti, aumenta il profilo di rischio degli attivi colpiti ma di conseguenza anche di tutto il portafoglio. Poiché i portafogli di tutte le banche sono già stati gonfiati sfruttando l'effetto benefico della diversificazione, quest'aumento di rischio porterà a infrangere i limiti al rischio totale a cui le banche sono assoggettate obbligandole a ridurre la dimensione dei portafogli. S'intuisce quindi come una crisi idiosincratICA circoscritta a titoli particolari possa diventare sistemica scatenando la corsa a liquidare i portafogli.

Questo contagio del ribasso di una classe di attivi a tutti gli altri perché le banche cercano tutte contemporaneamente di alleggerire i portafogli è esattamente ciò che avvenne nella crisi dei mutui subprime americani, di per sé un piccolo mercato rispetto al totale degli attivi bancari.

La diversificazione, quindi, è un pasto gratis che però non può essere consumato, perché se un numero sufficientemente alto di operatori cerca di farlo, i suoi effetti spariscono dal momento che tutti gli attivi diventano altamente correlati in un ribasso. Considerare gli

effetti benefici teorici della diversificazione all'interno della regolamentazione prudenziale bancaria è stato un drammatico errore, una "fallacy of composition": quello che vale per i singoli istituti non vale per il sistema bancario nel suo insieme.

Perché tanti errori? Come evitarli?

Benché il messaggio sia politicamente indigesto, l'evidenza dimostra che la più grave crisi finanziaria degli ultimi 85 anni è quindi stata causata involontariamente proprio dalla normativa prudenziale costruita per evitarla. Data la debolezza in cui si erano ridotte le banche, e che ad oggi è cambiata di poco, qualsiasi catalizzatore avrebbe detonato una crisi. E questo nonostante le autorità che hanno disegnato il sistema di regole siano generalmente accreditate di vasta competenza e professionalità. Come mai?

Stiamo imparando che l'economia è un sistema dinamico adattivo complesso e popolato da agenti con conoscenze imperfette e propensi agli errori. La fisica ci insegna che l'evoluzione dei sistemi complessi non è prevedibile e questa imprevedibilità rende impossibile sia la previsione che la ricostruzione ex post e cioè la storia esatta della concatenazione degli eventi.

Da qualche decennio siamo abituati a pensare alla meteorologia in questi termini: benché le leggi della termodinamica siano perfettamente note e nonostante la moltiplicazione delle stazioni di rilevamento meteorologico, i migliori modelli hanno una validità predittiva di pochi giorni e anche se sappiamo che potrebbe essere stato il battito d'ali di una farfalla in un continente a scatenare l'uragano in un altro, non pensiamo in questi termini alla storia degli eventi meteorologici e certo non tagliamo le ali alle farfalle.

In economia e finanza la situazione è ancora più complessa. Le leggi sono meno note e comunque solo probabilistiche. Gli operatori e i regolatori hanno una conoscenza comunque largamente imperfetta del sistema economico e il loro stesso comportamento adattivo retroagisce sul sistema stesso. È la "reflexivity", a cui il finanziere George Soros fa risalire l'origine delle bolle speculative ricorrenti ed inevitabili. Infine, come esseri umani, se anche potessimo avere tutti gli elementi necessari per prendere decisioni corrette, siamo soggetti ad errori.

La regolamentazione bancaria stessa è un sistema dinamico complesso, tanto che nemmeno i regolatori, come abbiamo visto, avevano previsto le drammatiche, e relativamente semplici, conseguenze delle regole che avevano impartito, né visto gli errori che la normativa conteneva.

In questa situazione errori e crisi sono purtroppo inevitabili ed i tentativi delle tecnocratie di controllare il sistema per evitarli sono destinati ad ottenere successi solo nel breve periodo, che gratificano e assicurano la rielezione, ma solo al costo di maggiore incertezza e rischi nel lungo periodo. Questo perché nei sistemi complessi gli effetti secondari largamente imprevedibili delle azioni intraprese prendono spesso il sopravvento nel tempo.

Si tratta quindi di contenere gli effetti dell'imprevedibilità intrinseca e degli errori inevitabili dando maggiore resilienza al sistema finanziario. Cioè una maggiore capacità di assorbire shocks e di recuperare dopo di essi. Di nuovo può essere istruttivo confrontare il comportamento degli hedge funds, operatori liberi prima della crisi (ma oggi sottoposti a normative vieppiù stringenti ancorché probabilmente inutili e spesso dannose), con quello delle banche già pesantemente regolamentate.

La resilienza può essere aumentata in diversi modi, per esempio incentivando il ricono-

scimento precoce degli errori. Le modalità sono diverse ma partono dalla responsabilizzazione degli operatori. Gli hedge funds, non regolamentati, non sistemici e non assistiti dall'accesso alla liquidità provvidenziale delle banche centrali, sapevano di dover contare solo sulle loro forze. Operavano quindi con margini di sicurezza ampiamente superiori a quelli del sistema bancario (i dati indicano che, a parità di rischio, avessero come minimo almeno 4 volte più capitale del minimo imposto alle banche). E sono anche costretti, per sopravvivere oltre che per prosperare, ad analizzare e correggere continuamente i loro errori e le loro debolezze.

Per le autorità, e per i politici che le indirizzano, invece, il riconoscimento dei propri errori è quasi sempre causa di una precoce fine di carriera, invece che prerequisito per la sopravvivenza. Solo a otto anni di distanza dagli eventi e a sette dalla cessazione dell'incarico, Alan Greenspan cominciò a riconoscere le responsabilità nella crisi finanziaria della regolamentazione a cui era preposto. Senza contare che il processo politico e diplomatico per l'affinamento ed il coordinamento internazionale della normativa bancaria porta per costruzione a processi cervellotici e a risultati di compromesso al ribasso sulle regole. Anche per questo sarebbe importante che le autorità riconoscessero i limiti della loro azione invece di lanciarsi in politiche monetarie e regolamentari iperattive che non sono poi in grado di correggere e di cui non possono conoscere le conseguenze ultime.

Per le banche, poi, la stessa accezione di errore viene totalmente traviata dalla regolamentazione pervasiva. L'errore diventa il mancato rispetto della normativa, non l'aver un bilancio insostenibile, ancorché ampiamente nei limiti prudenziali concessi. E l'errore fatale per Fuld alla Lehman e Cayne a Bear Stearns non fu l'aver un bilancio dissennato di cui nemmeno si rendevano conto, ma l'aver rapporti non ottimali con le autorità di vigilanza. Ciò ha di fatto precluso loro un salvataggio che non è stato negato ad altri. L'esperienza della crisi ha peggiorato la situazione, aumentando il potere discrezionale delle autorità e allargando la rosa degli istituti ritenuti troppo grandi per fallire e quindi sostanzialmente de-responsabilizzati dai propri errori operativi purché commessi nel rispetto della normativa vigente.

Le risposte sbagliate alla crisi

Malgrado gli effetti distorsivi di una pervasiva ed arbitraria regolamentazione degli operatori, e la sua inevitabile impotenza nell'evitare una crisi, la finanza ha subito un ulteriore appesantimento ed un'estensione della normativa. Questa è purtroppo proprio la risposta incoerente alla crisi attuale che, avendo sbagliato la diagnosi, abbiamo chiesto ai politici e che le autorità, in palese conflitto d'interessi e desiderose di confondere le tracce delle loro responsabilità, ci stanno dando. Una reazione che si avvicina alla definizione che Einstein dava della follia: fare sempre la stessa cosa aspettandosi risultati diversi.

I maggiori poteri avocati dai banchieri centrali rendono la situazione ancora più confusa. Già i loro diversi mandati erano, e rimangono ancora di più, in grave conflitto di interesse tra loro: sono responsabili della regolamentazione, della sua corretta applicazione da parte degli intermediari finanziari ma anche della loro stabilità finanziaria e della politica monetaria che può lenire e nascondere i loro errori.

Naturalmente sanzionare un intermediario che, non rispettando le regole, si è indebolito non contribuisce ad accrescerne la stabilità. Il problema è particolarmente acuto proprio in Italia, pensando alla situazione del Monte dei Paschi e numerose altre banche, dove la vigilanza è esercitata direttamente e pervasivamente dalle autorità (in altri paesi come la

Svizzera la vigilanza è data in outsourcing alle società di revisione) che quindi si trovano inevitabilmente coinvolte in situazioni compromesse di cui non potevano non essere al corrente ma che fino ad un certo punto hanno cercato di aggiustare senza farle emergere per non destabilizzare ulteriormente gli istituti coinvolti.

Avendo poi miseramente fallito nel limitato mandato sulla stabilità degli intermediari, le autorità si sono fatte aggiungere anche l'ambizioso ed ampliato mandato di assicurare la stabilità finanziaria mondiale costituendo il Financial Stability Board e la pletera di gremii che lo accompagna. L'assurdità del progetto emerge da una semplice analogia: è come se i governi si fossero accordati per istituire una Fair Weather Commission col compito di assicurare il bel tempo sempre e dappertutto. E certo non sarà un organo delle stesse autorità ad indicare come causa principale dell'uragano che ha travolto 10 anni fa gli errori delle autorità stesse.

Le banche centrali hanno poi anche la funzione di regolare l'offerta di moneta, in teoria per moderare il ciclo economico. Ma la moneta, quando è offerta con generosità, ha anche la conseguenza di allieviare i problemi dei grandi debitori, stati e banche primi tra essi. Non stupisce quindi che, confrontata con la doppia crisi delle banche e dei debiti sovrani la Banca Centrale Europea abbia iniettato nel sistema dosi massicce di "monetadone" che hanno assuefatto ai problemi ma non li hanno risolti, trasformando entrambe le crisi da acute a croniche.

Proprio l'attivismo in politica monetaria, con la sperimentazione di politiche non ortodosse come il Quantitative Easing, mostra le difficoltà oggettive nell'ottenere i risultati voluti quando si interferisce con un sistema dinamico complesso. Le difficoltà nascono dall'impossibilità di fare previsioni attendibili. I banchieri centrali erano certi che l'allentamento monetario avrebbe portato quel po' di inflazione che rende i debiti più facilmente sostenibili e rimborsabili. Gli oppositori alle sperimentazioni monetarie temevano invece l'avvio di una spirale inflazionistica inarrestabile come già vissuta ai tempi della devastante monetizzazione di debito pubblico durante la Repubblica di Weimar. Per ora, però, non vi è stata alcuna ripresa dell'inflazione contrariamente alle previsioni degli uni e degli altri.

Anche l'impatto di tassi d'interesse mai stati così bassi nella storia (malgrado la moneta in passato fosse spesso ancorata ad un bene reale come l'oro e non solo basata sulla fiducia come oggi), non è stato previsto. In teoria tassi d'interesse bassi avrebbero dovuto incoraggiare l'indebitamento per effettuare nuovi investimenti e quindi sostenere la domanda. In pratica hanno scoraggiato gli investimenti reali il cui rendimento non era più sufficientemente alto da giustificare il rischio. Ma, ironicamente, i tassi bassi hanno invece aumentato la propensione al rischio negli investimenti finanziari spingendo il prezzo delle attività finanziarie, soprattutto quelle a reddito fisso, a livelli mai visti prima e probabilmente insostenibili.

Anche a livello microeconomico le risposte delle autorità alla crisi sono state finora prevedibilmente controproducenti. L'aggravio della regolamentazione ha indotto una ulteriore concentrazione del sistema bancario sia negli Stati Uniti che in Europa con il conseguente acuirsi dell'azzardo morale del "troppo grande per poter fallire". La colpevolizzazione di intermediari (fondi monetari, hedge funds etc) e di innovazioni finanziarie (cartolarizzazioni, credit default swaps etc), che poco avevano a che vedere con la causa ultima della crisi finanziaria, ha inoltre invertito il processo di transizione da una finanza bancocentrica ad una basata su ben più solidi e trasparenti mercati finanziari. Ciò sta avvenendo perfino negli Stati Uniti che erano all'avanguardia in questo processo e che, anche per questo, avevano

sofferto meno dell'Europa della crisi finanziaria quando le loro banche sono andate in crisi.

Gli effetti nefasti della nuova regolamentazione aggiuntiva sono già visibili per esempio sul mercato monetario e dei cambi. Le nuove regole che impongono alle banche modelli complessi ed arbitrari di misurazione del loro grado di liquidità generano ratios regolamentari che sono estremamente sensibili anche a piccole modifiche della struttura di bilancio delle banche. I bilanci sono quindi diventati estremamente rigidi e ciò si manifesta, per esempio, in anomalie di prezzi, come quelli delle valute a termine, che si manifestano prima esclusivamente nei periodi acuti delle crisi, dato che le banche normalmente fanno arbitraggio tra loro rispetto a queste anomalie con operazioni prive di rischio che oggi non riescono più ad impostare tempestivamente ed in misura sufficiente.

Il fine della stabilità del sistema è stato confuso con quello della stabilità degli intermediari. Ma la regolamentazione degli intermediari non fa che imporre un'uniformità di comportamenti arbitrariamente scelti dall'autorità il che, come abbiamo visto, rende il sistema più fragile e più vulnerabile agli inevitabili errori degli operatori e dei regolatori. Inoltre scoraggia i comportamenti devianti virtuosi che portano stabilità: per la nostra banca, aver avuto per tempo una chiara percezione dei rischi ed aver quindi preferito, per anni prima della crisi, titoli di stato rispetto a depositi presso le grandi banche ha avuto solo l'effetto di deprimere i rendimenti percepiti dalla nostra clientela.

Il desiderio di controllare e autorizzare qualsiasi intermediario sta interferendo con alcune possibili soluzioni ai problemi creati dalla crisi, e non penso solo agli hedge funds. Fastidiosamente, spesso l'autorità usa pretesti solo per proteggere nicchie di mercato ancora profittevoli per le banche da essa vigilate.

Ma le stesse banche sono oggi largamente obsolete. Ogni loro linea di attività ha visto nascere e svilupparsi intermediari finanziari specializzati più efficienti e meno rischiosi delle banche stesse. Le banche centrali e le autorità bancarie, però, contrastano attivamente queste innovazioni che con la loro concorrenza indeboliscono le banche alla cui stabilità finanziaria le autorità stesse sono invece preposte.

Un tipico esempio sono i fondi monetari, specializzati negli investimenti a breve termine in titoli del mercato monetario. Negli Stati Uniti guadagnavano da anni quote di mercato rispetto ai depositi bancari con cui concorrono. Normalmente come per tutti i fondi, il valore della quota oscilla in funzione dei prezzi e dei rendimenti dei titoli monetari in portafoglio. Non negli Stati Uniti, però, dove una vecchia regolamentazione assurda ed obsoleta aveva permesso di mantenere invariato il valore della quota lasciando crescere (ma non diminuire) il numero delle quote possedute dagli investitori man mano che il portafoglio del fondo si apprezzava.

Quando all'inizio della crisi alcuni titoli del mercato monetario legati ai mutui ipotecari subprime persero valore, l'assurda rigidità al ribasso del valore delle quote dei fondi monetari americani concessa dalla normativa ne obbligò parecchi a cominciare il lungo processo di liquidazione volontaria totale, bloccando per mesi la liquidità dei loro investitori. Col risultato che oggi questo valido strumento di investimento della liquidità non esiste praticamente più.

Diverso il destino dei fondi monetari europei la cui quota poteva oscillare. La crisi dei mutui subprime attraversò l'Atlantico il 9 agosto del 2007. Quel giorno i fondi monetari della banca BNP Paribas investiti in quei mutui dovettero sospendere i riscatti ed il mercato perse la fiducia nelle banche pensando che si trattasse di un problema diffuso di liquidità. Era invece

una procedura normale, anche se rara, prevista dai regolamenti quando il mercato dei titoli in cui un fondo è investito non esprime prezzi significativi e quindi chi gestisce il fondo non è più in grado di ottenere quotazioni attendibili con cui determinare il valore di riscatto delle quote. Valore che deve essere corretto per non danneggiare o chi riscatta o chi resta investito. Un problema modesto, quindi, tanto che, qualche settimana dopo gli stessi fondi ripresero ad accettare i riscatti a prezzi inferiori del 5-15% rispetto all'ultimo valore della loro quota. Perdite spiacevoli sì, ma non drammatiche.

La superiorità dei fondi monetari rispetto ai depositi ha aspetti diversi, ma la flessibilità del valore della quota è probabilmente il maggiore perché evita le famigerate corse agli sportelli che mettono in crisi le banche. Immaginiamo una banca ed un fondo, entrambi investiti interamente in titoli che perdono il 10%. La banca avrà finanziato quei titoli col 5% di capitale che viene quindi perso e 95% di depositi. Siccome il prezzo dei depositi è fisso, i depositanti si precipiteranno agli sportelli perché sanno che i primi tra loro ritireranno i loro depositi per intero mentre l'ultimo 5% della coda non riceverà nulla. Nel caso del fondo monetario, invece, la quota perderà il 10% di valore per tutti e non ci sarà motivo per correre e riscattare prima di altri.

Questi meccanismi sono utili per comprendere l'assurdità di alcuni aspetti della nuova normativa europea sulla risoluzione delle banche che incoraggia un'artificiale segmentazione dei passivi delle banche: depositi assicurati, altri depositi, obbligazioni senior, varie tranches di obbligazioni junior a gradi diversi e azioni. In caso di insolvenza, vengono azzerati gli investimenti partendo dal basso: prima gli azionisti, poi gli obbligazionisti delle tranches più junior etc. Questo processo, che all'atto pratico si è dimostrato anche arbitrario, ha l'inconveniente di rendere le varie tranches di obbligazioni estremamente volatili in caso di rischio di insolvenza. A seconda della severità della situazione, una tranche potrebbe valere zero o essere rimborsata integralmente e quindi, nell'inevitabile dubbio, gli investitori reagiranno con una "corsa agli sportelli" e si affretteranno a vendere le tranches sospette con questo contribuendo a peggiorare la situazione della banca.

Come abbiamo visto, le banche sono attualmente costrette, giustamente, ad aumentare il capitale a fronte del loro portafoglio, il che le porta anche a limitarne l'espansione ed a diminuire il credito che erogano all'economia. I dati indicano che a soffrirne sono soprattutto il credito alle piccole e medie aziende e quello al consumo. Per entrambi però sono nati nell'ultimo decennio mercati alternativi del credito legati allo sviluppo della tecnologia informatica. Nei paesi anglosassoni hanno preso piede piattaforme di prestiti peer to peer, di crowdfunding, ed altre forme di finanziamento che disintermediano il settore bancario facendo leva su internet e sulla possibilità di accedere a enormi quantità di informazioni ed elaborarle. In molti paesi, però, con la scusa di richiedere a queste piattaforme la licenza bancaria, con tutti i costi che essa comporta, questi sviluppi promettenti sono inibiti come avviene in Italia che pur avrebbe le caratteristiche di piccole imprese e di risparmio diffuso che li renderebbero allettanti.

Un ragionamento analogo vale per le cripto-valute virtuali come i Bitcoins, in grado di sostenere sistemi di pagamento alternativi basati sulla scienza informatica invece che sulla fiducia verso gli intermediari finanziari. Ma che, quando incontrano il mondo reale, si scontrano con una normativa pleonastica che non è gestibile nella loro logica di efficienza. Danno quindi luogo a operatori ibridi a cavallo tra i due mondi in cui abbiamo già visto fiorire le frodi.

È vero che queste nuove forme d'intermediazione nascondono rischi inesplorati e ancora non è chiaro come si evolveranno e quali saranno le strutture che si dimostreranno mi-

glieri. Ma l'attenzione parossistica ai rischi inevitabili insiti in ogni innovazione, e l'illusione di poterli dominare attraverso una minuziosa normativa e una vigilanza invasiva, ci stanno condannando ad un passato conservatore ed inefficiente.

Conclusioni

Non si è ancora riconosciuto che la crisi finanziaria globale è stata causata proprio dalla normativa bancaria tesa a prevenire un simile evento. Vi è quindi una forte spinta verso una normativa ancora più stringente e pervasiva che, interagendo con un sistema complesso, non potrà che portare ad analoghi tragici risultati. Perdurante fragilità strutturale, perdita di autonomia imprenditoriale, rigida uniformità di comportamenti e pericolosa concentrazione di istituti sono le conseguenze già ben visibili sul sistema bancario mondiale.

Meglio sarebbe tornare a focalizzarsi sui mercati, lasciando maggiore libertà agli operatori, anche perché, per quello che capiamo ora degli ecosistemi complessi, la biodiversità degli agenti contribuisce alla loro stabilità e resilienza. I mercati regolamentati, come i mercati azionari e quelli dei derivati quotati, hanno poi dimostrato di resistere bene alle crisi. Le esperienze accumulate da decenni su questi mercati andrebbero estese anche ai mercati interbancari del denaro, dei cambi e dei derivati anche per evitare le criticità e gli abusi degli anni recenti (scandali del LIBOR, scandalo dei cambi manipolati, scandali legati ai derivati OTC).

Anche perché, parafrasando Churchill, i mercati sono i peggiori allocatori delle nostre risorse finanziarie, ma largamente superiori a tutte le alternative provate finora. La naturale volatilità dei prezzi esprime tutte le incertezze intrinseche legate alla natura di sistema dinamico adattivo complesso della finanza e dell'economia. Nonostante il costo, in termini di efficienza nel breve termine, che una maggiore robustezza comporta, abituarsi a convivere con le oscillazioni dei prezzi, invece di cercare invano di comprimerle, è il modo migliore per prepararsi a resistere agli eventi imprevedibili e agli errori inevitabili.

I mercati sono volatili e spesso sbagliano, ma sono meccanismi formidabili attraverso i quali ogni partecipante è responsabilizzato su propri errori e debolezze ed è quindi incentivato a correggerli. Così trasformiamo il processo di tentativi, errori e correzioni individuali in evoluzione e progresso per tutti. Le tecnocrazie sono l'esatto opposto, un modo per deresponsabilizzare e ridurre individui di talento a burocrati con enorme inerzia che prendono decisioni collettive lungo le linee di minor resistenza politica e, come abbiamo visto ancora nell'ultimo decennio, totalmente incapaci di riconoscere e correggere i propri errori.

A seguito della crisi finanziaria iniziata dieci anni fa, i politici e le tecnocrazie hanno richiesto poteri sempre maggiori nella vana promessa che, con più centralizzazione ed un maggior controllo, avrebbero ottenuto i risultati sperati. La gente, anche disorientata dalle erronee analisi della crisi, ha sacrificato crescenti gradi di libertà, ignara che i risultati promessi sono spesso intrinsecamente impossibili e comunque ben oltre le reali capacità dell'élite. Questa continua a non mantenere le promesse ma, per mantenersi al potere, ne attribuisce la responsabilità a fattori diversi invece di arrendersi ai limiti intrinseci delle proprie azioni nel quadro di sistemi complessi. Il grado di indignazione e di frustrazione della gente quindi aumenta e fomenta populismi che, come vediamo già anche in alcuni paesi europei, possono degenerare in totalitarismi. Un sinistro richiamo ad una involuzione già vista negli anni Trenta che non vorremmo ripetere.

Chi Siamo

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

Cosa Vogliamo

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.