



Primo Premio Bancor 2022
a
Lord King of Lothbury, KG, GBE, FBA

***Laudatio* del Professor Paolo Savona**
Presidente della Consob

Roma, Galleria Doria Pamphilij
24 novembre 2022

Mervyn King è nato nel 1948 a Chesham in Inghilterra, figlio di un impiegato delle ferrovie. I grandi meriti personali e il loro pieno riconoscimento nel “sistema del merito” del Regno Unito gli consentono di ottenere una borsa di studio al King’s College di Cambridge, dove si laurea in Economia nel 1969; diventa Professore alla London School of Economics e si specializza nello studio del sistema fiscale britannico, attirando l’attenzione di John Hicks e Alan Walters, che lo segnalano a Margaret Thatcher.

Nel 1990 King è nominato non-executive director della Bank of England (BoE); ne diventa capo economista e direttore esecutivo nel 1991. Affronta le problematiche monetarie e finanziarie con un moderato approccio di ispirazione keynesiana. Sottolinea l’esigenza di seguire gli impulsi inflazionistici orientandosi a quello che venne definito “targeting monetario”, ma applicato in modo non dogmatico e flessibile.

L’esperienza da Governatore e Presidente del Monetary Policy Committee durata 10 anni (2003-2013) plasma una sua posizione rigorosa sotto il profilo analitico e, al contempo, equilibrata nelle scelte politiche. Il Partito Laburista, che va al potere nel 1997, rafforza il suo ruolo, dando alla BoE la libertà di fissare i tassi di interesse di policy con l’obiettivo di un controllo

“soffice” dell’inflazione, lontano dalle posizioni rigide dell’approccio monetarista.

Al termine del mandato di Governatore la Regina Elisabetta II nomina Mervyn King membro della Camera dei Lord.

Gli studi lo portano a un esame critico dei modelli econometrici di previsione seguiti dalle banche centrali e di quelli collegati ai paradigmi di equilibrio economico generale (Arrow–Debreu). Si sofferma in particolare sui concetti logici ed epistemologici delle probabilità e dell’utilizzo che ne viene fatto e si stacca da quella che era diventata la conventional wisdom di misurare qualsiasi evento con probabilità frequentiste e/o bayesiane. Cerca di riaffermare viceversa gli approcci maturati sulle due sponde dell’Atlantico da parte di Keynes e di Knight su probabilità e incertezza, scritti nel 1921.

Nel settembre 2007 si manifesta la Grande Crisi Finanziaria collegata ai mercati ipotecari. Sulla base degli Accordi di Basilea decisi lo stesso anno era entrato in vigore a livello mondiale il nuovo sistema di ponderazione per il rischio delle banche. I pesi erano tuttavia basati su calcoli di probabilità fondati su ipotesi di stazionarietà e di ergodicità delle serie stocastiche di riferimento. Queste ipotesi erano state fortemente criticate non solo da Keynes e Knight, ma da molti altri importanti economisti, tra i quali John Hicks, inducendo King a giudicarle, con evidente amarezza, fallimentari, condannandone l’uso da parte dei regolatori. Sulla base di questi modelli, la Northern Rock aveva annunciato che era la banca meglio capitalizzata del Regno Unito e indotto a restituire agli azionisti parte del capitale ritenuto in eccesso. I pesi assegnati dai regolatori di Basilea ipotizzavano che i prestiti ipotecari fossero tra gli attivi più sicuri in cui la banca poteva investire, ma i dati non ponderati mostravano che le passività di quella banca erano 80 volte l’equity capital!

King non era stato il solo a comprendere i rischi che la nuova regolazione implicava. Come egli stesso ricorda, già nel 2005, nella riunione di Jackson

Hole, Raghuram Rajan – allora capoeconomista del FMI e successivamente Governatore delle Reserve Bank of India – aveva sostenuto che la deregolazione finanziaria e le ponderazioni di Basilea avevano accresciuto l’incentivo a prendere in realtà rischi maggiori che non venivano completamente compresi. Il consenso era invece andato alle tesi di Alan Greenspan, in base alle quali un fondamentale contributo alla migliore allocazione del rischio era venuto dalla cartolarizzazione dei prestiti bancari, dei crediti, dei mutui e delle ipoteche. Greenspan chiese successivamente scusa al Congresso Americano per l’errore compiuto.

Soprattutto da quella esperienza nasce il lavoro di King intitolato *The end of Alchemy* (2016), definendo alchemico il comportamento delle banche che ha condotto alla crisi finanziaria globale. Nel suo significato letterale alchimia significa fondere insieme varie sostanze per ottenerne una più pregiata, come fu per la ricerca dell’oro “chimico” nel Medioevo e, ai giorni nostri, dell’equivalente delle cryptocurrency, definito l’oro “virtuale”. Con “alchimia bancaria” King intende la ricerca di profitti attraverso l’espansione della raccolta a breve termine e il suo investimento a lunga scadenza, coprendo i rischi (soprattutto dei mutui ipotecari subprime) con derivati il cui valore di mercato presuppone la conoscenza a priori della forma matematica della loro entità (la formula Black-Scholes-Merton, che rivelò presto la sua debolezza euristica). La fine dell’alchimia medioevale coincise con l’affermazione del metodo scientifico nella ricerca, che solo in minima parte ha interessato il miglioramento delle gestioni bancarie e finanziarie dopo la crisi del 2007.

Il tema metodologico trova una più matura e ampia riflessione nel libro *Radical Uncertainty* (2020), scritto da King con John Kay, un economista con il quale aveva intrattenuto una lunga collaborazione. Di particolare rilevanza è l’analisi critica degli assiomi delle scelte in condizioni di incertezza. Viene posto in discussione l’approccio di Von Neumann–Morgenstern, rivisitato anche sulla base dei contributi di Savage, giungendo alla conclusione che la

radice dell'errore è nell'incomprensione di cosa sia la razionalità umana, che ignora l'esistenza di disequilibri innati nelle vicende economiche e sociali, come testimonia l'ipotesi presa a base dei modelli predittivi usati, che i mercati tendano spontaneamente all'equilibrio. Questa irrazionalità è differente dai cigni neri di Taleb, perché i disequilibri maturano nel tempo e potrebbero essere individuati e prevenuti con metodi scientifici migliori, come evidenzia la crisi in corso per il mercato delle cryptocurrency.

Fa parte della eredità culturale di King, particolarmente utile ai nostri giorni, la Conferenza che ha tenuto nel 2021 all'Institute of International Monetary Research intitolata "La politica monetaria di fronte alla nuova ondata di inflazione", dove spiega gli errori dovuti agli eccessi delle politiche di Quantitative Easing (QE) che le banche sono state incapaci di investire, creando una condizione di monetary overhang che ha indotto un suo riassorbimento per contrastare le pressioni inflazionistiche. Egli sottolinea che il problema dell'inflazione è destinato a rimanere una sfida rilevante nei prossimi anni, perché è in corso una riallocazione significativa delle risorse nell'economia internazionale, che implica forti cambiamenti nei prezzi e nei salari relativi. Il ritorno a un'inflazione al 2 per cento è un obiettivo importante e desiderabile, ma non è facilmente, né opportunamente ottenibile con un rapido passaggio dal QE al QT (Quantitative Tightening) o, come si dice ai giorni nostri, con la "normalizzazione" delle politiche monetarie. Questi concetti sono espressi mirabilmente e sinteticamente in questa citazione:

Le conseguenze nell'economia di una riallocazione delle risorse da settori meno profittevoli a quelli che lo sono di più, non sono di norma presenti nei modelli usati dalla politica monetaria. Le credenze che tali modelli inducono hanno danneggiato la credibilità delle banche centrali, come testimoniano le dichiarazioni sui problemi incontrati da molte banche centrali nell'anno passato. In assenza di una svolta intellettuale, si continuerà a fare così e, perciò, le crisi continueranno.

Queste sono solo alcune delle motivazioni che hanno indotto ad assegnare a Mervyn King, il primo premio Bancor, intestato all'idea di Keynes, sempre valida, di una moneta unica per un mercato veramente globale, che fu respinta nel 1944 da egoismi nazionali e sottovalutazione delle conseguenze legate al funzionamento non regolato a livello internazionale degli scambi monetari e della finanza.

Come ci ha ricordato Federico Carli, Bancor è stato lo pseudonimo usato da Guido Carli per esprimere concetti e idee che si scontravano con la common wisdom e da questa potevano essere soffocati. La stretta connessione venutasi a creare tra moneta e finanza tradizionali a seguito delle politiche di moneta abbondante e di tassi degli interessi nulli o negativi ha accentuato l'interesse per ogni forma di cryptocurrency e per l'attività che si svilupperà nel metaverso, imponendo l'integrazione di queste nuove realtà nell'analisi economica e quindi nella regolazione finanziaria. Il nuovo mondo digitale richiede un inquadramento teorico della moneta e della finanza che riprenda temi sviluppati da Mervyn King per riesaminare criticamente le principali scuole di pensiero tradizionali in materia: creazione e autogoverno della moneta, assegnazione alle autorità monetarie dell'esercizio indipendente di creazione della quantità di moneta e/o dei tassi di interesse o la fissazione di golden rules rigide di creazione monetaria, ovviamente in funzione della crescita reale, in un sistema dove la politica fiscale svolge un ruolo concomitante e rilevante.

La questione è oggi ulteriormente complicata dalle proposte di creazione di una moneta digitale pubblica. Se le Central Bank Digital Money facessero perdere la natura monetaria dei depositi bancari, la *decentralized finance* modificherebbe radicalmente gli assetti monetari e creditizi di vigilanza. Nonostante questa rilevante difficoltà di adattamento istituzionale, si dovrà passare dalla contabilità decentrata autocertificantesi, se l'Occidente intende stare al passo della necessaria ridefinizione del regime dei pagamenti degli scambi internazionali che riprenda le istanze mai sopite che

hanno portato agli accordi imperfetti di Bretton Woods. Rainer Masera ha suggerito che il contesto tecnologico innovativo offra l'occasione per creare un *digital bancor*, forse è più appropriato dire un *DLT-bancor*.

In molti suoi scritti Lord King ha sottolineato che ciò richiede, a monte, il riesame di questioni fondamentali di linguaggio e di epistemologia, ripartendo dai concetti elaborati da Leibnitz nella sua *Characteristica universalis*. Su questi temi, insieme a colleghi e amici, stiamo riflettendo per organizzare incontri a livello internazionale che raccolgano le idee e i concetti sviluppati e in corso di evoluzione sulla linea delle analisi di King, nella speranza di poter contare sul suo fondamentale contributo e, ancor più, di avere il piacere di re-incontrarlo presto.