

SOCIETÀ ITALIANA DEGLI ECONOMISTI

50^a RIUNIONE SCIENTIFICA ANNUALE

Gli economisti e la crisi

Intervento del Governatore della Banca d'Italia

Mario Draghi

Roma, 22 ottobre 2009

La crisi che il mondo sta vivendo ha prodotto danni ingenti: dapprima al funzionamento del sistema finanziario, poi alla capacità produttiva, ai redditi e al benessere dei cittadini. Rischia di farne anche alla cultura in campo economico. Si è aperta una caccia al colpevole, della disciplina economica si è negata sia la valenza scientifica, sia l'utilità sociale; all'interno di una professione sempre pronta all'autocritica crescono le divisioni.

Così come la bravura di un medico si giudica in ultima analisi sulla sua capacità di curare una malattia, anche quando non sia stato in grado di anticiparne il manifestarsi, così la professione economica deve essere in primo luogo valutata per le risposte che ha saputo finora dare alla crisi. Da questo punto di vista credo che il bilancio sia largamente positivo. Economisti e statistici accademici, storici dell'economia, analisti nelle istituzioni, responsabili delle politiche economiche hanno subito compreso le conseguenze drammatiche degli shock che si osservavano. Non hanno dimenticato le lezioni delle crisi del passato né le prescrizioni dei grandi economisti che le avevano studiate. Di conseguenza, si è potuto prontamente reagire al collasso della domanda privata, con interventi di sostegno pubblico ai redditi e all'occupazione, con domanda pubblica aggiuntiva, con la politica monetaria, nelle sue forme convenzionali e in quelle meno usuali. Queste misure sono senza precedenti per ammontare e per tipologia: è merito di economisti l'averne determinate la dimensione e la natura, di fronte al disorientamento generale e all'incapacità diffusa di fornire una terapia adatta alla crisi. Esse sono state elaborate sulla scorta di analisi e teorie che la disciplina economica ha sviluppato anche in anni recenti. Si sono evitati errori, quali il ricorso a misure protezionistiche, che si erano rivelati letali in altre occasioni; è stato favorito il coordinamento internazionale.

Tuttavia, è bene cogliere da questa crisi lo stimolo a riflettere seriamente e senza pregiudizi sulla adeguatezza dello strumentario analitico degli economisti, per correggere errori e individuare fruttuose direzioni di marcia per il futuro. Nessuno ha le soluzioni pronte, ma non mancano elaborazioni, intuizioni su cui

costruire una disciplina più adatta alle sfide poste dalla crisi. Per questo motivo trovo poco utili sia la posizione di coloro che vorrebbero annullare qualche decennio di pensiero economico, sia quella di coloro che negano che un ripensamento sia necessario.

Non dobbiamo ignorare le critiche ricorrenti in questa fase, per avviare una riflessione meditata.

La prima critica, di non aver saputo prevedere la crisi, è basata su una concezione errata della previsione economica. Non è la capacità di prevedere il singolo evento ciò che si può ragionevolmente chiedere a un serio analista, men che meno di prevedere un evento di carattere straordinario per dimensione, diffusione e profondità, che ha forse il solo precedente storico nella Grande Depressione. Piuttosto, è la capacità di individuare tempestivamente le linee di tensione, l'accumularsi di squilibri che potrebbero, in una valutazione statistico-probabilistica e non di predizione divinatoria, determinare l'emergere di una crisi. Giudicata con questo metro, la capacità previsiva negli anni precedenti la crisi è stata migliore di quanto comunemente ritenuto. Molti degli squilibri, degli eccessi, degli incentivi distorti che avrebbero potuto condurre alla crisi erano stati identificati in importanti contributi; valgono per tutti le analisi della Banca dei regolamenti internazionali¹ e, straordinario per lucida e lungimirante preveggenza, il saggio presentato al Convegno di Jackson Hole del 2005 da Raghuram Rajan², a quel tempo Direttore della ricerca economica al Fondo monetario internazionale.

Se le grida d'allarme non sono mancate, non si è però diffusa una vera consapevolezza dei rischi che si correvano, né presso coloro che avevano responsabilità politiche né, soprattutto negli Stati Uniti d'America dove le lacune

¹ Si vedano, ad esempio, C. Borio e P. Lowe (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers* n. 114; C. Borio, e W. R. White (2004): "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes", *BIS Working Papers*, n. 147.

² R. Rajan (2005), "Has financial development made the world riskier?", NBER Working Paper n. W11728.

regolamentari e lo sviluppo dell'industria finanziaria erano massimi, presso i regolatori.

Un primo motivo di questa sottovalutazione degli allarmi era la scarsa conoscenza, sia a causa di una carente informazione contabile e statistica, sia a causa di un'analisi che rimaneva (ostinatamente) macroeconomica, delle reali condizioni del settore finanziario. Una parte rilevante del rischio che si andava accumulando nei bilanci degli intermediari finanziari e al di fuori di essi sfuggiva all'osservazione degli analisti e delle autorità di controllo, per le modalità con cui veniva assunto e registrato contabilmente, per l'opacità dei prodotti e degli strumenti utilizzati, ma anche perché è solo con la crisi che si inizia ad apprezzare pienamente la complessità dei legami tra istituzioni finanziarie, mercati e politica monetaria.

Non è dubbio che la fiducia nella capacità del mercato di auto-regolarsi e generare in ogni circostanza allocazioni efficienti delle risorse si sia rivelata mal riposta: è il destino di tutte le rappresentazioni apologetiche che dimenticano o tacciono le limitazioni, logiche, e descrittive, di una costruzione intellettuale per altri versi elegante e rigorosa. Ma perché questa critica non sia avulsa nella sua genericità dal contesto istituzionale e storico, quanto lo era la fiducia acritica nel mercato, occorre chiedersi che cosa è successo sul piano istituzionale e regolamentare negli USA negli anni precedenti la crisi.

E' dal 2002 che la cartolarizzazione si estende a prodotti finanziari di bassa qualità che non potevano essere valutati sulla base dell'informazione e della tecnologia disponibili. E' dal 2004 che vengono cancellati i limiti all'indebitamento fino ad allora vigenti per le banche di investimento. L'aumento del leverage che ne risulta non solo rende immensamente più complicata la gestione dei loro rischi, ma cambia profondamente l'intera industria dei servizi finanziari, dando, tra l'altro alle banche di investimento, un potere di mercato nei confronti delle agenzie di rating ben più grande che in passato. E' degli ultimi otto anni la crescita straordinaria del mercato dei CDS, che raggiunge i 44 trilioni di

dollari, portando a una definizione del rischio di controparte che è molto più difficile da identificare e da valutare. Questi e altri sviluppi hanno rapidamente reso obsoleti regolatori, banche, gestori, gran parte degli attori dell'industria dei servizi finanziari. “Il mercato ... accecato, perdeva la sua capacità diagnostica; i suoi meccanismi autocorrettivi erano paralizzati”.³

Non è dubbio che, soprattutto negli USA l'equazione “libero mercato uguale mercato senza regole” fosse divenuta patrimonio comune di molti politici e regolatori. Una equazione che la parte meno dogmatica del pensiero economico dell'ultimo secolo, anche di schietta matrice liberale, ha sempre ritenuto ingenua.

Già agli inizi degli anni '80 Frank Hahn scriveva di “pretese largamente esagerate attribuite alla mano invisibile” e osservava: “I seguaci di Robert Lucas hanno dalla loro il vantaggio di una teoria dell'equilibrio competitivo ben articolata. Questa teoria ... può essere considerata al più come l'impalcatura, non come l'edificio compiuto. Di quest'ultimo al momento vi sono solo pochi mattoni, una parte del materiale occorrente a costruirlo è sparso qua e là. Gli economisti onesti ... non pretenderanno di avere malta e mattoni quando sono ancora precari sulle palanche”.⁴

L'invito di Hahn a una maggiore modestia da parte degli economisti nell'alimentare il dibattito pubblico con le loro riflessioni teoriche è stato spesso trascurato. Ma dal tempo in cui Hahn formulava i suoi rilievi molti progressi sono stati compiuti. La migliore ricerca, anche solo per limitarsi al campo della macroeconomia, ha abbandonato sia l'artificio dell'agente rappresentativo, sia l'ipotesi di mercati completi o, in sua assenza, l'assunto che le aspettative siano immediatamente e continuamente razionali. Eterogeneità degli attori economici, imperfezioni e frizioni nei mercati del lavoro, dei beni e dei capitali, asimmetria delle informazioni, incompletezza dei mercati sono tutti aspetti del mondo reale che fanno parte da vari anni dei modelli e dell'agenda di ricerca alla frontiera del

³ Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2008, Considerazioni finali, Roma, 29 maggio 2009.

⁴ F.H. Hahn (1982), “Money and Inflation”, Oxford, Basil Blackwell.

pensiero economico. Nel momento in cui si introducono queste caratteristiche diventa evidente che l'equilibrio è spesso inefficiente; diviene inevitabile invocare il ricorso all'azione della politica economica e alla definizione di regole per governare i processi di mercato. Intendiamoci, si tratta ancora di malta e mattoni, non dell'intero edificio. Altri mattoni si possono trovare in differenti branche del pensiero economico: quelle che sottolineano l'interazione strategica tra agenti e mostrano come spesso gli equilibri siano molteplici e l'economia possa restare intrappolata in uno meno efficiente di un altro; ancora, quelle che esaminano i limiti delle capacità cognitive e il ruolo delle norme sociali e delle istituzioni diverse dal mercato nel ridurre i costi di transazione. I premi Nobel per l'economia assegnati quest'anno giustamente riconoscono l'importanza di alcuni di questi sviluppi, nonché dei vantaggi che possono derivare dalla reciproca contaminazione tra discipline e approcci.

Certo, molti di questi progressi non hanno ancora trovato la loro sistemazione nello strumentario analitico offerto ai responsabili delle politiche economiche. I modelli macroeconomici correntemente utilizzati non spiegano cause e conseguenze dell'accumulo di squilibri finanziari e di ampie variazioni nei prezzi delle attività. E' solo recentemente che nei modelli che descrivono i canali di trasmissione della politica monetaria si iniziano ad apprezzare la complessità del processo di intermediazione, le interazioni tra intermediari, le cause e gli effetti di riallocazioni di portafoglio su grande scala, la possibilità di bolle speculative, le relazioni di feed-back tra settore finanziario e settore reale. La valutazione del rischio sistemico che deriva dall'aumento della interdipendenza tra economie, settori, attori economici, portato dalla liberalizzazione dei mercati e dall'innovazione finanziaria è il campo in cui è urgente investire, è la sfida per le nuove generazioni di economisti.

Andare avanti, nella ricerca economica, sulla strada di una maggiore aderenza al contesto istituzionale e storico, alle caratteristiche strutturali del mondo reale, è imperativo. Dovremo per questo rinunciare a rigore, coerenza logica, quantificazione? Ovviamente no. Rimane fondamentale continuare a sviluppare

strumenti (i modelli) che permettano di quantificare le relazioni tra variabili e la loro distribuzione di probabilità e valutare questi strumenti per la loro capacità esplicativa dei dati in nostro possesso. Non basta l'intuizione per capire un mondo in cui le interconnessioni tra le variabili sono semplicemente troppe e troppo complesse. I modelli sono essenziali per capire i meccanismi che sono all'origine dei comportamenti e del funzionamento dei mercati e quindi anche degli interventi correttivi di politica economica che dovessero essere necessari. Credo anzi che il tener conto di imperfezioni, frizioni, fattori istituzionali, richiederà strumenti analitici sempre più sofisticati.

Anche con rapidi progressi nei campi che ho indicato i modelli sono e continueranno a essere solo approssimazioni della realtà, approssimazioni tuttavia essenziali per decidere: qualsiasi decisione, anche in campo non economico, si basa su una previsione, per quanto incerta e difficile, di ciò che potrà accadere e delle conseguenze che scelte alternative comporterebbero. Quanto più sono chiari, trasparenti, i limiti logici e pratici entro cui si muovono le previsioni economiche a fini di *policy*, tanto più utili e corrette, anche in senso etico, esse saranno. Una prima accortezza è quella di non basarsi su un solo modello, su un solo schema interpretativo. Una seconda è non concentrarsi unicamente sullo scenario centrale. Occorre prestare molta più attenzione all'intera distribuzione di probabilità. In particolare, alla luce di quanto è successo, credo sia diventato irrinunciabile valutare in modo sistematico gli effetti di eventi che pur avendo una bassa probabilità di occorrenza comportano un grande costo nel momento in cui dovessero materializzarsi. La scarsa considerazione di tali eventi, non solo nelle previsioni macroeconomiche ma anche nella valutazione delle attività finanziarie, è alla radice di alcuni degli errori che hanno portato alla crisi.

Nuovi problemi sono all'orizzonte: come uscire dalle misure eccezionali di sostegno alle economie di molti paesi; come rientrare da tendenze alla lunga insostenibili dei debiti pubblici; come disegnare nuove regole per il settore finanziario e contenere il problema dell'azzardo morale, una delle più gravi eredità che questa crisi ci lascia per gli anni a venire; come alleviare le sofferenze

nel mercato del lavoro; come aumentare un potenziale di crescita che rischia di essere durevolmente ridotto dagli effetti della crisi. Di fronte a questi problemi, la corretta analisi economica a cui si è fatto cenno è più che mai necessaria per produrre quelle proposte, concrete, quantificate, motivate, che sono alla base di una politica economica efficace.