

GARY B. GORTON

**Perché
NON VEDIAMO
LE CRISI**



FrancoAngeli

LA SOCIETÀ
Saggi sugli aspetti rilevanti della contemporaneità

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

GARY B. GORTON

**Perché
NON VEDIAMO
LE CRISI**

FrancoAngeli

Titolo originale: *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming*

This translation is published by arrangement with Oxford University Press

Copyright © 2012 by Oxford University Press

Traduzione italiana: Adele Oliveri

Copyright © 2014 by Franco Angeli s.r.l., Milano, Italy.

Progetto grafico della copertina: Elena Pellegrini

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Indice

Prefazione all'edizione italiana, di <i>Paolo Mottura</i>	pag.	7
Prefazione	»	21
1. Introduzione	»	29
2. La creazione del “Periodo di calma”	»	37
3. Le crisi finanziarie	»	58
4. Liquidità e segreti	»	73
5. Manie e boom creditizi	»	86
6. La tempistica delle crisi	»	101
7. L'astoricismo della teoria economica	»	114
8. Il debito durante le crisi	»	126
9. Il Periodo di calma e la sua conclusione	»	151
10. L'azzardo morale e la questione del “too-big-to-fail”	»	161
11. Il capitale bancario	»	178
12. Ricchi banchieri, costi delle crisi e il paradosso delle crisi finanziarie	»	192
13. Il Panico del 2007-08	»	209
14. Teoria e pratica dell'osservare	»	228
Note bibliografiche	»	241
Bibliografia	»	267

Prefazione all'edizione italiana

Con questo saggio Gary B. Gorton offre al lettore una prospettiva di analisi innovativa della crisi finanziaria che ha avuto inizio nel 2007 negli Stati Uniti, poi sviluppi drammatici nei due anni successivi ed è entrata in una fase di normalizzazione soltanto nel secondo semestre del 2009. L'analisi assume, come si è detto, una prospettiva innovativa perché l'Autore si chiede, diversamente dalla maggior parte degli economisti, perché il mondo contemporaneo – comprendendovi sia gli addetti al mestiere (cioè gli stessi economisti, i banchieri e i regolatori-supervisor del sistema) sia la più ampia opinione pubblica, rappresentata in particolare dai giornalisti e in genere dagli attori dell'informazione economico-finanziaria – si sia dimostrata incapace di capire le ragioni di fondo della crisi finanziaria e, in particolare, di leggere con anticipo temporale i fatti, i dati, gli eventi che ne segnalavano l'arrivo. L'Autore dichiara – con grande onestà intellettuale – di volere da un lato suggerire spiegazioni utili e doverose a un uditorio esteso formato dai cittadini (che hanno pagato i danni della crisi) e dall'altro proporre alla propria categoria professionale un'interpretazione auto-critica delle imperfezioni o difetti dei processi cognitivi che avrebbero dovuto capire la formazione della crisi finanziaria e coglierne con anticipo i segnali premonitori.

È essenziale premettere, a beneficio del lettore di questa traduzione, che l'Autore effettivamente offre spiegazioni che corrispondono agli interrogativi sollevati nel titolo, pur adottando e proponendo interpretazioni in parte soggettive che riflettono principalmente il modello cognitivo e la *formamentis* tipici della categoria – quella degli economisti – cui l'Autore appartiene a pieno titolo e con meritata considerazione all'interno della medesima. Questo è un *caveat* necessario poiché è importante che il lettore – pur lasciandosi pienamente coinvolgere e condurre dalla narrativa e dall'analisi, proposte sempre in modo avvincente, convincente e con dovizia di citazioni, di dettagli e di assai utili riferimenti storici – si chieda, sul fon-

damento delle convinzioni che si è fatto sulla complessa vicenda, se le argomentate spiegazioni avanzate dall'Autore non possano essere arricchite da altre spiegazioni, tratte da campi di conoscenza diversi da quello economico.

Infatti la crisi finanziaria è una vicenda assai complessa, la cui spiegazione non può essere solamente economica ma richiede pure l'impiego di strumenti interpretativi, di chiavi di lettura, tratti da campi disciplinari diversi, come per esempio la psicologia degli attori coinvolti e preminenti, le politiche governative che hanno posto le premesse della crisi finanziaria, i modelli di regolamentazione e di supervisione che hanno mancato l'obiettivo di prevedere la crisi finanziaria e di capirne tempestivamente le radici profonde. L'inclusione di campi di conoscenza diversi dall'economia potrebbe estendersi oltre, ma non è il caso di addentrarsi in un'analisi rischiosamente dispersiva.

Come riconosce l'Autore nell'introduzione, il problema della cecità cognitiva è rappresentabile nel fatto che molti guardavano la realtà, lo svolgimento degli eventi, ma nessuno – o quasi nessuno – ha visto ed ha capito che svariate forze e tendenze stavano combinandosi nella tempesta perfetta. Diversamente dal guardare, il vedere – ovviamente finalizzato a cogliere l'ordine delle cose – implica fundamentalmente due passaggi fondamentali: anzitutto l'identificazione di ciò che si vorrebbe vedere e in secondo luogo l'uso di ipotesi concernenti l'ordine delle cose, cioè i diversi possibili stati di natura del mondo osservato. È inevitabile che chi guarda, di fatto, vede soprattutto in funzione delle ipotesi o premesse che usa, cioè dei modelli di rappresentazione della realtà che gli sono propri. Nelle scienze sociali in particolare, il quesito motore della ricerca è spesso e inconsapevolmente condizionato da ipotesi sottostanti, ed è a sua volta condizionante dell'esito stesso della ricerca. Con ciò si vuole solamente affermare che, quando la realtà è molto complessa, chi guarda è inevitabilmente portato a vedere la ricostruzione della realtà che egli è predisposto o propenso a vedere, pur con piena onestà intellettuale, in quanto condizionato da un modo pregiudiziale di vedere. Sussiste dunque il rischio di inquadrare (*framing*) la realtà in una cornice pregiudizievole.

Lo stato del sistema finanziario prima della crisi era certamente sotto gli occhi di molti attori rilevanti, ognuno dotato di chiavi di lettura insufficienti: nella vicenda della cecità cognitiva o dell'errore cognitivo ha certamente giocato un ruolo determinante il fatto che nessuno disponeva di informazioni sufficienti per prevedere e diagnosticare la crisi finanziaria. In altre parole ognuno, chi più chi meno, possedeva informazioni parziali.

Coloro che guardavano – e soltanto in seguito ci si porrà il problema se questi, effettivamente come dice l'Autore, non vedessero – possono essere classificati in cinque categorie: gli economisti, i politici, i regolatori-su-

pervisori, i banchieri e i giornalisti. Gorton attribuisce – o crede che debba essere attribuito – all’economista rango e stato di esperto delle crisi finanziarie. Affermazione in se restrittiva ma accettabile, alla condizione che si condivida il presupposto sottostante che la crisi finanziaria sia un fenomeno esclusivamente economico e/o finanziario. Ma ovviamente così non è poiché la crisi finanziaria presenta aspetti e dimensioni rilevanti sotto molteplici diversi profili come: le scelte politiche di fondo, l’assetto delle istituzioni finanziarie, l’impianto giuridico, i modelli regolamentari, la cultura imprenditoriale e l’insieme dei “valori” che guidano i comportamenti degli agenti economici. Del resto, lo stesso Gorton – ponendo in discussione la competenza degli economisti nel capire, spiegare e prevedere le crisi finanziarie – implicitamente sollecita la ricerca e la proposta di interpretazioni più articolate, anche estranee ai modelli cognitivi specifici dell’economia.

Scostandosi quindi dal percorso seguito in linea principale dall’Autore, è utile addentrarsi nel quadro politico in cui la crisi è nata. Ha certamente fondamento l’ipotesi che la crisi finanziaria – nella sua caratterizzazione iniziale e specificamente americana – sia derivata dalla precisa scelta politica di stampo liberistico, riferita mitologicamente alla figura di Reagan, e alla scuola liberista di Chicago, del “più mercato e meno Stato”, della privatizzazione, della deregolamentazione, contesto in cui hanno operato forze diverse.

L’innovazione finanziaria (strumenti, modelli e istituzioni) e la globalizzazione dei mercati finanziari hanno avuto come obiettivo principale la gestione di livelli progressivamente crescenti di indebitamento, più precisamente l’obiettivo di espandere la dimensione del credito e del debito con un moltiplicatore crescente della dotazione di capitale proprio. Tuttavia la scelta sottostante e il motivo ispiratore sono stati essenzialmente politici.

Nel caso degli Stati Uniti appare ora evidente la scelta, squisitamente politica, di finanziare la domanda di consumo con un’abbondante distribuzione di credito, piuttosto che con una più equilibrata distribuzione dei redditi, a favore delle categorie sociali più numerose e meno abbienti. Era importante alimentare il potere di acquisto della domanda con l’indebitamento delle famiglie, nel presupposto di una solvibilità fondata più sull’aumento di valore del bene finanziato, piuttosto che sulla formazione di capacità di rimborso futuro, cioè di flussi di reddito. Ed era politicamente importante finanziare il sogno americano della proprietà della casa. Si noti, in tutto questo, che la classe politica americana incassava un “dividendo elettorale” *bipartisan*, poiché la distribuzione del credito – in alternativa a quella del reddito – da un lato evitava di intaccare le classi di reddito elevate e dall’altro aumentava il livello di benessere immediato delle classi di reddito più basse. Al riguardo è emblematica tutta la complessa vicenda del credito ipotecario diffusamente e abbondantemente erogato a sogget-

ti caratterizzati da fragile e incerto merito creditizio, i cosiddetti *sub-prime borrowers*.

Nel caso dell'Italia – ma questo si rappresenta in uno scenario del tutto diverso da quello americano – è stata squisitamente politica la scelta di finanziare la spesa pubblica anche con pubblico indebitamento, oltre che con il prelievo fiscale sui redditi. In definitiva, le crisi finanziarie hanno origine primaria e principale nella creazione di indebitamento eccessivo, o privato o pubblico.

Vi sono fondate ragioni per dubitare che gli economisti siano gli esperti migliori, e tantomeno unici, delle crisi finanziarie. Infatti essi non hanno in genere colto nelle descritte situazioni di indebitamento segnali di crisi imminente (fra le eccezioni, Sylos Labini, 2003 e Rajan, 2006). Del resto gli economisti sono noti per avere opinioni diverse su una serie di temi importanti. Tanto per fare un esempio: illustri economisti sostengono che le politiche del libero mercato hanno contribuito al progresso sociale nella seconda metà del secolo scorso, altri – non meno illustri – vi si oppongono (Shleifer, 2009, p. 123). Il riferimento al mercato è qui voluto e non casuale, poiché – come si vedrà dopo – la crisi finanziaria può essere letta alternativamente come effetto sia della inadeguata regolazione dei mercati (i mercati non producono gli equilibri desiderati) sia dello spontaneo aggiustamento dei mercati (i mercati producono gli equilibri possibili). Entrambe le “scuole di pensiero” usano argomenti, strumenti, modelli scientifici. È dunque l'economia un'opinione o una scienza? Probabilmente essa è un'opinione che cerca fondamenti scientifici. Mentre il lettore non può non interrogarsi su questo problema, è importante riconoscere – e ripartire dal concetto – che le crisi finanziarie, in quanto fenomeni non solo economici, non possono avere spiegazioni univoche. Le cause immediate della crisi sono certamente economiche e finanziarie, tuttavia – come si è accennato – esistono pure cause remote, più profonde, che riguardano le stesse relazioni istituzionali interne all'economia e alla società. Del resto le crisi del debito, determinate da eccesso di indebitamento oltre le soglie di sostenibilità, hanno manifestazione economica, origine in genere politica (come si è visto) e forti connotazioni sociali, tanto da imporre la ricerca e l'attuazione di soluzioni giuridiche nuove, in genere dettate dalla superiore necessità di equilibrio sociale. La storia del diritto fallimentare fornisce robuste dimostrazioni al riguardo. Credito, debito e moneta sono inestricabilmente causa ed effetto del mutamento degli assetti sociali, come viene rilevato anche dagli studi degli storici e dei sociologi, come per esempio viene sostenuto – con modelli cognitivi non-economici – da Graeber (2010).

Le considerazioni precedenti suggeriscono di comporre competenze e intelligenze disparate, attingendo a categorie socio-professionali diverse dai macroeconomisti strettamente intesi e quindi anche ai politici (attori delle

scelte allocative), ai regolatori-supervisor (custodi della stabilità finanziaria), ai banchieri (professionisti del credito e del debito), agli economisti di impresa (esperti dei micro-numeri che servono per fare i conti della realtà), ai giuristi (tecnici dei contratti che regolano l'infinità varietà delle relazioni credito-debito), e agli opinionisti economico-finanziari (produttori di informazione), e così via dicendo. Occorre tuttavia tornare alla considerazione del caso americano, per ovvie ragioni di coerenza con l'oggetto esaminato dall'Autore.

I politici americani – senza esclusione, dai repubblicani ai democratici – condividevano le azioni di sostegno al “sogno americano” della proprietà della casa. Ed è un'impostazione politica che partiva da lontano. Ne è prova il Community Reinvestment Act – introdotto nel 1977 – che incentivò le banche, anche premiandole, a orientare il credito alle minoranze. E vi era consapevolezza che questa dislocazione di flussi finanziari fosse temeraria perché andava ad accumulare debito in capo a soggetti dotati di debole capacità di rimborso (Minsky, 1992). Si potrebbe discutere a lungo se nel finanziamento di credito ipotecario della proprietà immobiliare abbia di fatto prevalso l'interesse delle banche rispetto a quello del governo (Johnson e Kwak, 2010), oppure sia accaduto esattamente l'opposto (Sperry, 2011), oppure quello degli ampi segmenti, numericamente rilevanti, delle minoranze finanziate (*sub-prime*) che comunque – secondo una stima prudenziale di quattro quinti – hanno beneficiato di un finanziamento per l'acquisto dell'abitazione, sostenendo il rimborso del debito e traendone il grande vantaggio della proprietà immobiliare. Nel caso specifico, interessi pubblici e interessi privati sono fortemente interattivi, e reciprocamente compromessi, ed è verosimile che la verità stia nel mezzo. Secondo economisti fra i più esperti di crisi finanziarie (Calomiris e Haber, 2013) “i sistemi bancari sono *partnership* implicite fra governi e attori privati”, caratterizzate da oscillante convenienza delle parti e da intrinseca instabilità. Delle parti in campo – che si misurano in ragione delle rispettive forze – l'una non può fare a meno dell'altra: gli interessi rispettivi, pur avendo diversa natura e radicamento, pubblico o privato, alla lunga sono destinati a convergere dialetticamente.

Era in atto un processo speculativo che generava vantaggi economici per tutti gli attori interessati – classe politica, banche commerciali, agenzie di *rating*, società di assicurazione, prenditori di credito, investitori – e che perciò non poteva che lievitare fino a un punto di rottura. Questo coincise con il fatto che gli investitori presero repentinamente coscienza della possibile divaricazione fra valore reale e valore nominale delle *asset backed securities* continuamente prodotte dalle filiere della cartolarizzazione e, quindi, ne rifiutarono l'acquisto, provocando il rapido collasso delle filiere stesse. È ben noto – ma solo *a posteriori* – che la speculazione ha sempre

esito finale in una crisi per così dire catartica. Il problema – e ciò chiama direttamente in causa le autorità di controllo, cioè i regolatori-supervisor – consiste nella difficoltà di identificare *a priori* la formazione di bolle speculative e di intervenire tempestivamente per arrestarne lo sviluppo. È ben vero che “la Storia insegna” ma in questo caso l’insegnamento non è preventivo e diventa apprendimento soltanto quando la crisi si manifesta e non resta che limitarne i danni. Al riguardo gli strumenti e i processi cognitivi dell’economista hanno una debole capacità previsionale. Giustamente l’Autore afferma criticamente che i gestori dei processi decisionali interni alla dinamica speculativa impiegavano disinvoltamente modelli di gestione del rischio i quali, non incorporando sufficiente esperienza storica di volatilità, conducevano a una sistematica sottovalutazione del rischio. Questi modelli erano, fra l’altro, stati suggeriti dagli economisti e validati dai regolatori-supervisor. Tuttavia, a parziale sgravio di responsabilità di questi ultimi, occorrerebbe chiedersi in qual misura l’esperienza del passato sia effettivamente applicabile al presente e al futuro, soprattutto quando, come nel caso di specie, l’ingegneria finanziaria continuava a produrre strumenti e soluzioni innovativi di gestione del rischio. Non sempre l’innovazione finanziaria – oggi spesso demonizzata – è stata “irresponsabile”. Al riguardo è affascinante la ricostruzione narrativa del caso JPMorgan proposta da una nota giornalista finanziaria (Tett, 2010). Verso la metà degli anni ’90, all’interno di questa prestigiosa banca americana, una nuova generazione di *risk managers* inventò e mise a punto modelli innovativi di *pricing* del rischio di credito ipotecario *sub-prime* e tuttavia indicò precisamente il rischio che il loro impiego concreto non fosse corretto e possibile, poiché essi non potevano essere alimentati e validati (*back-test*) con dati di volatilità storica, in quanto non esistenti per i nuovi segmenti di clientela *sub-prime*. Altre banche impiegarono concretamente questa innovazione, producendo gli effetti di *mispricing* del rischio che contribuirono alla bolla speculativa e alla successiva crisi finanziaria.

Oggi, guardando indietro, si comprende che la percezione del fenomeno speculativo era diffusa, ma che la sua trasformazione in crisi era considerata un’eventualità remota, la cui probabilità veniva giudicata trascurabile in forza di due radicate convinzioni: che i modelli di gestione del rischio fossero affidabili e propriamente impiegati e che, comunque, il mercato degli scambi finanziari fosse efficiente e guidasse correttamente il *pricing* del rischio. Comunque, l’intrinseca fragilità dei complessi processi della cartolarizzazione era diffusamente percepita a tutti i livelli del mestiere del banchiere, da quelli bassi di chi lavorava nei micro-mercati del credito ipotecario (Bitner, 2008) oppure ai piani alti degli organi apicali delle decisioni finanziarie (Gapper, 2007). Secondo l’immagine del “gioco delle sedie” efficacemente proposto da Chuck Prince, CEO di Citigroup, già il 10 luglio

2007, “Quando cesserà la musica, in termini di liquidità, le cose diventeranno complicate. Tuttavia, finché la musica suona ognuno deve stare in piedi e danzare, noi stiamo ancora danzando”. L’affermazione è sintomatica e rivelatrice della circostanza perversa che il singolo operatore non poteva considerare l’opzione di abbandonare il gioco. Questi era inevitabilmente coinvolto in una sfrenata concorrenza, spasmodicamente finalizzata a generare valore per l’azionista, a produrre volumi crescenti di prestiti (sempre più rischiosi) per alimentare voraci e sempre più elaborate filiere di cartolarizzazione, a loro volta orientate a produrre opportunità di investimento corrispondenti alle aspettative degli investitori di ottenere rendimenti elevati e poco rischiosi, pur in condizioni di abbondante liquidità. L’ingegneria finanziaria era dedicata a estrarre, a trasformare e a disperdere il rischio, per fare emergere rendimenti apparentemente meno rischiosi. Comunque il banchiere non sprovveduto non poteva non sapere che finanziare il 100% dell’acquisto della casa era rischioso e che era altrettanto e perversamente rischioso indurre il debitore ipotecario ad estrarre ulteriore potere di acquisto dall’incremento del valore immobiliare mediante ulteriore indebitamento, garantito dall’iscrizione di ipoteca di secondo grado (*home equity loan*). La robustezza, e perciò l’efficacia, della garanzia era fondata sull’ipotesi che i prezzi del mercato immobiliare non sarebbero diminuiti, come del resto veniva considerato probabile sul fondamento della semplicistica estrapolazione delle serie storiche del mezzo secolo precedente, senza interrogarsi sull’ipotesi che fosse da tempo in atto una bolla immobiliare. Si noti che, nel caso specifico, la garanzia ipotecaria aveva una funzione particolarmente importante di copertura del rischio di insolvenza, poiché la stima di quest’ultimo non era statisticamente affidabile dato che le serie storiche relative alla *past-performance* di insolvenza del nuovo segmento di mercato dei clienti *sub-prime* avevano origine troppo recente.

Rispetto ai banchieri e agli altri attori del mestiere che, essendo più dentro le cose, avevano maggiori opportunità di vedere molti segnali di rischio premonitori di instabilità e di crisi, senza peraltro poterli assommare in una visione di sintesi, i regolatori-supervisor e gli economisti certamente si trovavano in una condizione di cecità cognitiva. I primi perché guardavano nella direzione sbagliata e sorvegliavano un perimetro di realtà (quello dell’attività bancaria) che era stato in larga parte svuotato dalla dislocazione dell’attività di intermediazione fuori dal perimetro regolamentare, nelle filiere opache, non vigilate e informali del *shadow banking*. Come dice Gorton, la regolamentazione non aveva tenuto dietro all’innovazione finanziaria, il suo oggetto era sfuggente e continuava a sfuggire proprio in termini di conoscenza.

Per quanto riguarda gli economisti l’Autore afferma che essi non pensavano che vi fosse la possibilità di una crisi perché o (1) credevano che

il problema delle crisi fosse ormai risolto o (2) credevano che le crisi non fossero connaturate all'economia del mercato efficiente, ma fossero piuttosto eventi idiosincratichi, imprevedibili e sfortunati che scaturivano dalla coincidenza casuale e rara di fattori non interconnessi. Il tema della relazione fra mercato e crisi è fondamentale e pregiudiziale alla spiegazione delle crisi stesse. Esso percorre gran parte delle argomentazioni avanzate dall'Autore e merita attenta considerazione, con riferimento specifico alla natura finanziaria della crisi.

In merito a quest'ultimo aspetto sorgono immediatamente evidenti difficoltà, e di conseguenza qualche equivoco. L'ultima generazione dei modelli di equilibrio del mercato – quelli denominati *dynamic stochastic general equilibrium*, elaborati da P. Lucas in poi – non tengono conto degli intermediari finanziari (banche e altri), di fatto considerandoli un'espressione di attivi e di passivi finanziari speculari, che perciò si elidono reciprocamente. Una semplificazione inaccettabile poiché le banche assumono e trasformano rischi, trasformano scadenze, si finanziano mediante indebitamento e impiegano queste risorse per contribuire al finanziamento per indebitamento delle famiglie e delle imprese, così determinando strutture finanziarie in sé variamente stabili.

Se si muove dalla premessa che la crisi finanziaria è una crisi del debito e da indebitamento – lo stesso Gorton afferma che “una crisi finanziaria è, nella sua forma pura, una fuga (*exit*) dal debito bancario”, cioè consiste nella scelta dei creditori di estinguere i crediti esistenti verso le banche, rifiutando la sottoscrizione di quelli nuovi – allora appare chiaro che i modelli di equilibrio generale dei mercati non servono per spiegare le crisi finanziarie. Occorre andare più a fondo, esplorando il concetto di mercato finanziario efficiente.

A tale riguardo si ripropone continuamente l'equivoco se la crisi sia stata un episodio di malfunzionamento (fallimento) del mercato oppure un fisiologico, ancorché repentino, aggiustamento del suo equilibrio. La crisi è patologia o fisiologia del mercato? Inoltre, tutte le transazioni fra gli agenti dentro le filiere finanziarie – le quali connettevano i prenditori primari di credito con gli investitori finali nei titoli di debito della cartolarizzazione – costituivano un mercato nel senso proprio del termine, cioè efficiente?

Mettendo per il momento da parte il primo interrogativo, il secondo riceve risposta negativa. Che ci fosse mercato è stata la grande illusione di coloro che guardavano e credevano di vedere un mercato. La spiegazione profonda di questo disallineamento cognitivo risiede nell'errore di presumere che la realtà corrispondesse a un certo archetipo, che essa fosse ordinata, cioè riflettesse un certo ordine funzionale delle cose, quello del mercato. Il concetto può essere ben colto con un aneddoto, al tempo stesso divertente e significativo.

Nell'autunno del 2008 – dopo il fallimento di Lehman Brothers, il salvataggio di AIG e gli interventi pubblici di ricapitalizzazione di importanti banche inglesi – durante una visita di cortesia alla London School of Economics la Regina Elisabetta chiese al suo ospite, il professore L. Garicano, come mai una crisi finanziaria tanto devastante ed estesa non fosse stata prevista. La candida e veritiera risposta di Garicano, certamente classificabile come esperto, fu “*Ma’am*, ad ogni passaggio e in ogni fase ognuno faceva affidamento su qualcun altro ed ognuno pensava che tutti stessero facendo la cosa giusta” (Beattie, 2008). Come si intuisce, le ipotesi sottostanti sono la razionalità delle aspettative e l’efficienza del mercato. Del resto gli stessi regolatori-supervisor dell’attività finanziaria attribuiscono un ruolo importante alla disciplina del mercato, condizione seriamente ipotizzabile solo in condizioni di adeguata efficienza dello stesso. Tuttavia, come si è poi e diversamente capito, i ripetuti scambi e trasferimenti dei titoli di vario tipo generati dalle cartolarizzazioni dentro le rispettive complesse filiere non costituivano un mercato efficiente, in particolare perché non dotato di informazione sufficiente. Si trattava infatti di operazioni *over-the-counter*, riguardanti strumenti finanziari opachi, la cui opacità informativa veniva compensata sia da sofisticate ingegnerie di *tranching* delle emissioni obbligazionarie dei veicoli, sia dal *rating* delle stesse, sia da strumenti di mitigazione del rischio (come i *credit default swaps*), tutte soluzioni prodotte da soggetti professionali terzi. Come si intuisce, il contesto – ben diverso dall’archetipo del mercato efficiente – costituiva terreno fertile per i comportamenti opportunistici, lo sfruttamento di posizioni di conflitto di interessi, la formazione di situazioni collusive, e così via (come concretamente esemplificato da Kelly, 2007). Con l’aggravante che, nella fattispecie, la generazione ed estrazione di valore era fondata sulla creazione di debito, sulla leva finanziaria, o più concretamente sull’uso del denaro di altri, come è stato continuamente ripetuto – ma non a sufficienza – a partire dalla crisi finanziaria americana del 1907 (Brandeis, 1914).

Secondo questa linea di indagine si giunge inevitabilmente ad affermare che la crisi finanziaria non fu propriamente un fallimento del mercato, bensì fu conseguente a una situazione di mancanza o insufficienza di mercato, cioè delle condizioni che ne avrebbero consentito l’efficiente funzionamento: trasparenza, informazione completa e diffusa, indipendenza e numerosità degli agenti della domanda e dell’offerta, e così via dicendo. E si può anche aggiungere che la bolla speculativa – formatasi e sviluppatasi in una situazione di imperfezione del mercato – è stata corretta da riemergenti forze di mercato, cioè da un aggiustamento di equilibrio indotto, come si è visto, dalla repentina decisione degli investitori intermedi (nelle filiere) e finali di non tenere e di non sottoscrivere attività finanziarie il cui valore intrinseco e reale era stimato – sul fondamento di “nuova” informa-

zione – inferiore ai precedenti valori di scambio (svalutazioni). Questa linea di indagine porta fatalmente alla domanda scottante – che suscita forti contrapposizioni, anche ideologiche, fra gli economisti – se i mercati siano *self-correcting*, cioè se le alterazioni del loro equilibrio siano corrette tempestivamente da forze endogene capaci di mitigarne la ciclicità esasperata e alternante fra bolle speculative e crisi. È ben argomentabile la tesi che i mercati – in quanto espressivi della relazione dinamica fra domanda e offerta – siano per definizione *self-correcting*. Del resto, chi lo nega è in genere mosso dal giudizio valoriale che gli aggiustamenti correttivi dei fenomeni speculativi comportano elevati costi economici e sociali. La forma organizzativa del mercato non può essere sbrigativamente idealizzata o demonizzata, piuttosto essa deve essere continuamente stabilizzata da una permanente tutela dei fattori che ne determinano l'efficienza: trasparenza, informazione completa e diffusa, numerosità e indipendenza degli agenti della domanda e dell'offerta, dotati di adeguata educazione economico-finanziaria. In definitiva le crisi ricorrenti dei mercati altro non sono che dimostrazioni ricorrenti della loro inefficienza contingente.

Quindi il quadro interpretativo è coerente con l'ipotesi che la crisi finanziaria sia stata propriamente una reazione endogena del mercato. Rispetto al mercato – con ciò rispondendo al primo interrogativo – la bolla speculativa fu un evento patologico, mentre la crisi ne fu il fisiologico aggiustamento, come si è detto, catartico o di purificazione. Questa considerazione richiama in causa la teoria delle aspettative razionali, la formazione delle quali dipende dall'efficienza del mercato. Prima del 2007 prevaleva la convinzione che la bassa volatilità degli *asset* finanziari – la “grande calma” nel lessico di Gorton – fosse effetto e dimostrazione delle aspettative razionali, mentre, a partire dal 2008, ha preso diffusamente piede l'opposta convinzione che il mercato fosse destabilizzato da un'anomala e disordinata combinazione di comportamenti istintivi, i cosiddetti *animal spirits*, diversi dalla razionalità. Vi sono buone ragioni per argomentare che l'interpretazione debba essere capovolta: tutto considerato, i comportamenti degli agenti economici furono più razionali dopo l'esplosione della bolla speculativa, piuttosto che prima.

L'equivoco culturale e logico sottostante è ora evidente: l'opinione prevalente da un lato idealizza il mercato come condizione necessaria e sufficiente di efficienza e dall'altro rivolge allo stesso mercato una domanda o aspettativa di stabilità. Più precisamente, l'opinione prevalente tende istintivamente a rifiutare l'instabilità, pur quando essa sia coerente e conseguente espressione della fisiologica funzionalità del mercato, il quale produce selettivamente nuovi stati di equilibrio, attraverso aggiustamenti dinamici sequenziali, che vengono letti come fasi di crisi, in quanto innescati dal collasso di equilibri precedenti. Il caso del fallimento di Lehman Bro-

thers è in proposito emblematico. Infatti esso ha nettamente contrapposto l'opinione di coloro (la maggioranza) che ritenevano che la "disciplina del mercato" non avrebbe dovuto giungere a tanto (Wolf, 2008) contro quella di coloro (una stretta minoranza) che viceversa auspicavano che questa disciplina dovesse avere il suo esito fisiologico, cioè l'uscita della banca dal mercato (Gapper, 2008).

La posizione della maggioranza riflette pure la reazione alla circostanza che le correzioni degli eccessi di indebitamento sono drastiche, repentine e devastanti, con effetti diffusi di contagio (Goel e altri, 2009), la cui diffusione estende la crisi a segmenti sociali sempre più ampi. Infatti l'aggiustamento consiste nell'insolvenza dei debitori e perciò nella perdita dei creditori: l'ordine delle cose appare sovvertito poiché i debiti insoluti vengono pagati – contro qualsiasi principio giuridico – dagli stessi creditori, perdenti. Non è un caso che l'innovazione finanziaria si orienti sempre più a disegnare e a produrre strumenti finanziari ibridi che variamente combinano i caratteri dei puri titoli di debito con quelli dei titoli di partecipazione. Non solo. Nella gestione delle crisi bancarie è diventato più frequente l'uso di soluzioni del tipo *debt-for-equity swap* in cui il creditore accetta di rinunciare al credito in contropartita, secondo un dato rapporto di conversione, dell'assunzione dello *status* di azionista. È un punto sul quale economisti, giuristi e politici devono necessariamente condividere il problema della gestione del fallimento dell'impresa e, nel nostro caso, dell'intermediario finanziario. Se il mercato non è abbastanza efficiente per impedire l'eccessiva formazione di debito, il problema sostanziale sta nella prevenzione e nella correzione degli eccessi di indebitamento.

Le modalità per gestire le crisi da indebitamento sono essenzialmente due: l'una, preventiva, che consiste nel ridurre la probabilità e l'entità dell'insolvenza, imponendo, in particolare agli intermediari finanziari, coefficienti di patrimonializzazione molto più elevati (Admati e Hellwig, 2013), tali da aumentare significativamente il livello di protezione dei creditori; l'altra, successiva e non necessariamente alternativa, che predispone e struttura soluzioni di scambio *debt-for-equity* nei contratti di debito-credito. Del resto, la stessa ingegneria della cartolarizzazione aveva da tempo messo a punto soluzioni di questo genere mediante la strutturazioni in *tranches* delle emissioni di *asset backed securities*, assegnando alla tranche *junior* o *equity* la funzione di assorbire, prima delle altre, le eventuali perdite inattese generate dal portafoglio prestiti cartolarizzato.

Resta infine da esaminare un grande problema sul quale Gorton opportunamente concentra l'attenzione propria e del lettore: la necessità economica e l'esigenza giuridica che le passività bancarie rappresentative di moneta – conti correnti, moneta bancaria o scritturale – mantengano sempre valore pari a quello nominale, senza alcuna eccezione. Ciò implica che il

valore della passività deve essere indipendente dalla condizione reddituale-finanziaria-patrimoniale di solvibilità del debitore. Dato che, nella natura delle cose, così non può essere poiché la moneta bancaria è debito prodotto da un soggetto privato, non si può prescindere dall'intervento di una garanzia pubblica di convertibilità alla pari della moneta bancaria privata in moneta legale pubblica, con tutte le conseguenti distorsioni degli incentivi che guidano le scelte di gestione del banchiere, come tipicamente l'assunzione di rischio e lo sfruttamento del sussidio pubblico al costo della raccolta. Con diverse parole, la banca è un debitore speciale e deve perciò, in quanto tale, essere sottoposta a regolamentazione specifica, in ragione delle esternalità negative che essa potrebbe porre a carico dei creditori e del mercato.

Su questo aspetto le argomentazioni dell'Autore sono assai puntuali e centrate, con particolare riferimento alla relazione fra banca e mercato. Infatti Gorton muove dall'assunto che – secondo logica di mercato efficiente – il valore di scambio del debito dell'impresa privata è sensibile all'informazione sulla condizione di solvibilità del debitore. Gorton rileva quindi come eccezione la circostanza che – per un corretto e stabile funzionamento del sistema dei pagamenti – il debito bancario deve essere *information insensitive*, cioè insensibile all'informazione pubblica sul debitore, e più precisamente *secretless*, cioè neppure sensibile all'informazione privata sul debitore. Con ciò egli conferma che la banca è speciale per la funzione monetaria del suo debito e riconosce che, alla radice, sussiste una situazione di incompatibilità e di incongruenza fra mercato e banca. Il mercato è efficiente nella misura in cui valuta gli oggetti degli scambi determinandone i giusti prezzi, mentre la moneta prodotta dalla banca deve essere sottratta alla valutazione del mercato. Non si può e non si deve ammettere che il rapporto fisso (1:1) di conversione della moneta bancaria in moneta legale possa essere modificato dallo stato di rischio del suo produttore e debitore. Ne consegue che l'intervento pubblico, a tutela e garanzia del passivo monetario della banca, è un ingrediente necessario della gestione delle crisi bancarie e finanziarie, quando si tratti di impedire il collasso dei sistemi di pagamento. In questo ordine del mondo, l'intervento pubblico – preordinato a immunizzare la moneta bancaria dall'insolvenza della banca – in sostanza assevera il principio che l'economia della banca prescinde in buona parte da quella del mercato.

Paolo Mottura
Università L. Bocconi

Riferimenti bibliografici

- Admati A. e Hellwig M. (2013), *The Bankers' New Clothes*, Princeton University Press.
- Beattie A. (2008), "Good question, Ma'am, but some people did see it coming", *Financial Times*, November 14.
- Bitner R. (2008), *Confessions of a Subprime Lender. An Insider Tale of Greed, Fraud and Ignorance*, Wiley.
- Brandeis L. (1914), *Other People's Money: and How the Bankers Use it*, Frederick A. Stokes Co. (testo più volte ristampato fino ad oggi).
- Calomiris C.W. e Haber S. (2013), *The political foundation of scarce and unstable credit*, Atlanta Fed Conference, April 9.
- Gapper J. (2007), "A bruising game of musical chairs", *Financial Times*, November 14.
- Gapper J. (2008), "Take this weekend off, Hank", *Financial Times*, September 11.
- Goel A.M., Song F. e Thakor A.V. (2009), "Infectious leverage", *The future of banking regulation*, Bundesbank, WP, April 23.
- Graeber D. (2011), *Debt. The first 5000 years*, Melville House (trad. it. *Debito. I primi 5000 anni*, Il Saggiatore, Milano, 2012).
- Johnson S. e Kwak J. (2010), *13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Pantheon Books.
- Kelly K. (2007), "How Goldman Sachs won it big on mortgage meltdown", *Wall Street Journal*, December 14.
- Minsky H.P. (1992), *The financial instability hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute WP n. 74, May.
- Shleifer A. (2009), "The Age of Milton Friedman", *Journal of Economic Literature*, vol. 47, issue 1.
- Rajan G.R. (2006), "Has finance made the world riskier?", *European Financial Management*, vol. 12, n. 4.
- Sylos Labini P. (2003) "Le prospettive dell'economia mondiale", *Moneta e Credito*, vol. 56, n. 223, pp. 267-94.
- Sperry P. (2011), *The Great American Bank Robbery*, Thomas Nelson.
- Tett G. (2010), *Fool's Gold*, Abacus.
- Wolf M. (2008), "The rescue of Bear Stearns marks liberalization limit", *Financial Times*, March 25.