

GARY B. GORTON

**Perché
NON VEDIAMO
LE CRISI**

FrancoAngeli

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

Gli effetti della catastrofe finanziaria abbattutasi sul Paese nel periodo precedente influenzarono la successiva legislazione per circa un decennio, ma poi furono gradualmente dimenticati. Per cinquanta anni la letteratura su questo argomento ha ripetuto sempre le stesse conclusioni, gli stessi insegnamenti e gli stessi ammonimenti; ma a quanto pare tutte le dottrine sulla moneta devono essere apprese da capo ogni dieci o quindici anni, ammesso che vengano mai veramente comprese.

William Graham Sumner, 1896*

William Graham Sumner (1840-1910), professore di Yale ed esperto di attività bancaria, descrisse così il cinquantennio che precedette la Guerra civile americana. I settanta anni successivi furono contrassegnati da ripetute crisi finanziarie, che si succedettero fino all'approvazione della legge sull'assicurazione federale dei depositi promulgata durante la Grande depressione; gli eventi di quei settanta anni potrebbero dunque essere descritti in maniera analoga. La crisi finanziaria globale del 2007-08 sembra suggerire che non si sia mai fatto tesoro degli insegnamenti impartiti da quegli episodi. Quali sono questi insegnamenti?

Il primo è che le crisi finanziarie sono connaturate nella produzione di debito bancario, che viene utilizzato come mezzo di scambio nelle transazioni; le crisi sono quindi destinate a ripetersi, a meno che il governo non elabori un efficace sistema di regolamentazione. Ma questo molti non l'hanno capito. Prima del 2007-08 gli economisti pensavano che gli Stati Uniti non avrebbero mai più vissuto una crisi finanziaria; anzi, *escludevano del tutto* la possibilità di una crisi. Poi è accaduto l'impensabile, l'inconcepibile. Come si spiega che gli economisti, me incluso, abbiano commesso un errore tanto madornale?

Gli economisti non capiscono le crisi finanziarie, la loro natura, le ragioni per cui si verificano, i motivi per i quali non si è avuta alcuna crisi negli Stati Uniti tra il 1934 e il 2007, e una serie di questioni collegate. Ma il vero interrogativo è: quali sono le cause di questo errore? Si tratta di un in-

* "A History of Banking in the United States", *Journal of Commerce and Commercial Bulletin*, New York: 415.

terrogativo che attiene all'epistemologia dell'economia, al modo in cui la disciplina economica produce conoscenza. È questo l'argomento di cui ci occuperemo.

Questo volumetto nasce da un saggio che avevo scritto per l'Academic Advisory Panel del Board of Governors della Federal Reserve in vista di una riunione nel maggio del 2011. Il mio contributo aveva per argomento la seguente domanda: «Quale sarà l'aspetto del futuro panorama finanziario dopo l'introduzione del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act?». Rispondere a questa domanda è molto difficile, perché il Dodd-Frank Act è un provvedimento estremamente complesso (l'esecuzione delle diverse parti della legge richiederà 243 provvedimenti attuativi e 67 studi) che lascia ampi margini di discrezionalità alle autorità di regolamentazione; per cui ho ammesso di non avere risposte.

Ho anche detto però che, secondo me, per affrontare quella domanda era più importante concentrarsi sulla parola "aspetto". L'"aspetto" del futuro dipende dal punto di vista di chi guarda e da ciò che l'osservatore è in grado di "vedere". Come possiamo descrivere il processo di osservazione nell'analisi economica? Che cosa avranno visto gli economisti e le autorità di vigilanza bancaria osservando il panorama finanziario prima dell'ultima crisi? Non certo la possibilità di una crisi sistemica, e neppure il modo in cui i mercati dei capitali e il sistema bancario si sono evoluti negli ultimi trenta anni. Non si sono accorti dell'esistenza di nuovi strumenti finanziari né delle dimensioni di certi mercati monetari, come quello dei pronti contro termine. Non hanno saputo comprendere la natura assunta dalla "moneta". Hanno esaminato la situazione da un certo punto di vista, rifacendosi a un determinato paradigma, e non hanno notato tutti gli aspetti importanti. Hanno «guardato ma non osservato», come diceva Sherlock Holmes al Dr. Watson.

Questa cecità lascia stupefatti. Credere che gli Stati Uniti fossero immuni da una crisi di tali proporzioni si è dimostrato un grave errore di pensiero per l'intera professione economica. Perché si è arrivati a questo? Come è possibile che sia successo? I profani dell'economia, riconoscendo l'importanza della questione, nel tentativo di fornire una spiegazione hanno mosso ogni genere di critiche alla teoria economica e agli economisti. L'economia, sostengono, è una disciplina troppo incentrata sui modelli matematici, sulle ipotesi di razionalità e così via. L'ex presidente della Federal Reserve Paul Volker, senza troppi giri di parole, attribuisce di fatto la colpa della crisi agli economisti, come illustra l'incipit di un suo articolo pubblicato sul *New York Review of Books*: «Dovrebbe essere chiaro che tra le cause della recente crisi finanziaria si deve annoverare una fiducia ingiustificata nelle aspettative razionali, nell'efficienza dei mercati e nelle moderne tecniche della finanza» ("Financial Reform: Unfinished Business", 24 novembre 2011).

Poco importa che i teorici delle aspettative razionali e delle moderne tecniche della finanza siano stati insigniti del premio Nobel per l'economia. Tuttavia, la critica più nota agli economisti è giunta da un altro premio Nobel, Paul Krugman, nel 2008:

Per come la vedo io, la professione economica ha perso la bussola perché gli economisti hanno collettivamente confuso la bellezza, rivestita di calcoli matematici affascinanti, con la realtà. Prima della Grande depressione la maggior parte degli economisti propugnava l'idea che il capitalismo fosse un sistema perfetto o quasi. Quell'idea diventò insostenibile di fronte alla disoccupazione di massa, ma quando il ricordo della Grande depressione è svanito, gli economisti sono tornati a innamorarsi della vecchia visione idealizzata di un sistema economico nel quale individui razionali interagiscono in mercati perfetti, questa volta abbellita di equazioni elaborate. Certamente questa nuova storia d'amore con il mercato idealizzato si spiega in parte con un cambiamento del clima politico e in parte come una reazione agli incentivi finanziari. Ma se un anno sabbatico presso la Hoover Institution e le opportunità di lavoro a Wall Street non sono affatto da disdegnare, la causa fondamentale del fallimento della professione economica va ricercata nel desiderio di un approccio onnicomprensivo, intellettualmente elegante, che desse agli economisti anche un'opportunità di fare sfoggio delle loro competenze matematiche (Krugman, 2009).

Gli economisti potrebbero facilmente ignorare le parole di Volker e Krugman; le loro critiche – l'economia fa eccessivo assegnamento sui modelli matematici; gli economisti sono incantati dall'idea dei mercati efficienti e delle aspettative razionali; ed esistono conflitti di interessi – sono piuttosto comuni e ricorrenti. Friedrich von Hayek (vincitore del Nobel per l'economia nel 1974) nel suo discorso di accettazione del premio, "The pretense of knowledge" (La pretesa di sapere), affermò:

Mi pare che questa incapacità degli economisti di guidare efficacemente la politica sia strettamente collegata alla loro tendenza a imitare quanto più rigorosamente possibile i metodi, che tanto successo hanno riscosso, delle scienze naturali; un tentativo che, nel nostro campo, può indurre in gravi errori. È un approccio descritto come un'attitudine "scientista": un'attitudine che, come la definii circa trenta anni fa, «è decisamente non scientifica nel vero senso della parola, poiché prevede un'applicazione meccanica e acritica di abiti mentali a campi differenti da quelli in cui si sono formati».

Non è la critica dell'economia a essere cambiata, quindi, bensì la realtà della crisi finanziaria, che ha riportato energicamente le critiche al centro dell'attenzione. È questa la differenza. Non si deve peraltro dimenticare che Paul Volker è l'ex presidente della Federal Reserve, un uomo che ha ricoperto anche altri incarichi prestigiosi nel corso di una lunga e specchiata carriera; e Paul Krugman, professore a Princeton, è anch'esso vincitore

di un premio Nobel, proprio come Hayek. Non dovrebbe essere così facile prendere sottogamba le loro parole; sarebbe un atteggiamento quanto mai arrogante. Come disse Hayek in un diverso passaggio del suo discorso di accettazione del Nobel: «Al momento abbiamo effettivamente pochi motivi per essere orgogliosi: come professione abbiamo combinato un gran pasticcio».

Le questioni sollevate da Krugman e Hayek riguardano il modo in cui viene prodotto il sapere economico. Ma cosa è il “sapere economico”? Come nascono le giuste idee in economia? Alla luce della crisi finanziaria queste domande assumono una certa importanza. Esiste un vasto corpus teorico sull’epistemologia dell’economia, ma si tratta di una letteratura essenzialmente formale, che si interroga più sul modo in cui andrebbe affrontato lo studio dell’economia che sulla metodologia effettivamente adottata. In realtà il metodo dell’analisi economica va oltre il mero formalismo. Gli economisti “osservano” la realtà attraverso le lenti dei modelli, che sono rappresentazioni semplificate del mondo miranti a evidenziare alcuni aspetti particolari.

Il modelli consistono di concetti, come l’asimmetria informativa e le aspettative razionali, che vengono combinati tra loro a formare una particolare struttura. I modelli servono a inquadrare la realtà, a darle significato. La validità di alcune teorie economiche viene testata formalmente con l’utilizzo di metodi statistici, che richiedono tuttavia ipotesi ben formulate e dati pertinenti. In molti casi la “validità” di una teoria dipende dalla sua capacità di fornire un metodo efficace per organizzare la realtà a beneficio dell’osservatore.

Il problema non sono i modelli matematici. Inquadrare la realtà attraverso i modelli serve a fare chiarezza. Ma, naturalmente, esistono modelli validi e modelli inadeguati. Come si fa a stabilire se un modello sia valido o meno? La validità di alcuni modelli viene confutata dai test statistici. Come ha suggerito Paul Krugman, qualche volta i modelli – e i paradigmi più in generale – vengono abbandonati solo quando sono completamente smentiti dalla realtà, come avviene durante una crisi finanziaria. È così che il pensiero keynesiano assunse originariamente un ruolo dominante nel campo della macroeconomia: la Grande depressione aveva dimostrato l’infondatezza dei modelli precedenti. Quando l’esperienza si discosta dall’ordinario, l’ortodossia diviene sospetta; questo perché l’“ordinario” viene incorporato in un modello, o in un paradigma, e diventa ortodossia. La crisi finanziaria è stata un caso estremo di scostamento dall’ordinario. Quando l’ortodossia diviene sospetta, una soluzione è guardare al passato; così le vecchie idee, da tempo superate, tornano a essere popolari. Non a caso alcuni hanno riportato in auge il pensiero keynesiano; molti oggi si richiamano anche alle idee e alle opere di Charles Kindleberger e Hyman Minsky.

Kindleberger trascorse la maggior parte della sua carriera accademica al MIT e fu presidente dell'American Economic Association nel 1985. Minsky, dopo aver conseguito un PhD ad Harvard, insegnò alla Brown University, alla University of California at Berkeley e alla Washington University in St. Louis. Le loro idee sulle crisi finanziarie si sono rivelate durature e influenti, anche se non si traducono in alcuna prescrizione di politica economica, perché sono piuttosto imprecise; in altre parole non forniscono modelli, ma offrono un punto di partenza.

È stato facile per gli economisti respingere al mittente le critiche di Volker, Krugman e altri. Nel far questo, noi economisti abbiamo evitato di affrontare un interrogativo spinoso: come è possibile che la professione economica non sia riuscita a prevedere la possibilità di una crisi finanziaria negli Stati Uniti? Molti economisti evitano di confrontarsi con questa domanda. Si è innescata una dissonanza cognitiva: la crisi è accaduta, eppure la teoria economica non riesce a spiegarla.

Non occorre sottoscrivere tutte le critiche per riconoscere l'importanza della questione. Negli ultimi trenta anni, con la rivoluzione delle aspettative razionali, il sapere economico ha compiuto progressi quanto meno straordinari, e non si può tornare indietro. Ma non è questo il punto. Accorpare i progressi dell'economia con le critiche per poi liquidare queste ultime può essere un'abile tecnica di dibattito, ma, come sappiamo, null'altro che questo.

A me la questione sembra importante. L'argomento di questo libro – perché gli economisti non sono riusciti a scorgere la possibilità di una crisi finanziaria – è un tema ricorrente nella storia del pensiero economico. In quale ambiente intellettuale è maturata questa convinzione? Come si spiega il fatto che gli economisti si siano trovati in questa situazione? Nell'affrontare questi interrogativi, spero di far luce sulle crisi. In effetti, le molte erronee convinzioni relative alle crisi sono collegate all'incapacità di prevedere la possibilità che se ne verificasse una.

Gli economisti non hanno intravisto la possibilità di una crisi (1) perché credevano che il problema fosse stato definitivamente risolto oppure (2) perché erano convinti che le crisi non fossero connaturate nelle economie di mercato, ma fossero solo eventi eccezionali, imprevedibili e malaugurati che scaturivano da una concomitanza di fattori indipendenti, talmente rari da non dovere essere incorporati nei modelli ortodossi.

Nessuna di queste due spiegazioni è molto convincente. Per ritenere che il problema fosse stato definitivamente risolto, gli economisti avrebbero dovuto ipotizzare che il mondo non andasse soggetto a cambiamenti, che non ci fossero innovazioni finanziarie; che l'aver risolto il problema una volta significasse averlo eliminato per sempre. Ma quanti nutrivano questa convinzione non sapevano spiegare in che modo il problema era stato risolto

una volta e per tutte. D'altro canto, l'idea che le crisi non siano eventi conaturati bensì casuali si scontra con il dato di fatto che questi fenomeni sono molto più ricorrenti di quanto apparentemente non si pensi, nonché accomunati da molte caratteristiche chiaramente osservabili. Gli economisti non hanno capito le crisi nei loro aspetti fondamentali.

Come è possibile? Esistono centinaia di saggi accademici sulle crisi, quasi tutti di contenuto teorico, il che di per sé la dice lunga. (Questo ricorda uno dei punti di Krugman.) Come si spiega che siano stati versati fiumi di inchiostro su un argomento che nessuno considerava rilevante nella pratica? Non basta forse questo a confermare che i critici hanno in parte ragione? In ogni caso, purtroppo, il numero di saggi sull'argomento non dimostra che il problema sia stato capito. Se lo fosse stato, gli economisti (me incluso) avrebbero sicuramente lanciato l'allarme contro il rischio di una crisi. Alcuni di loro, pochi in verità, hanno pronunciato qualche generico avvertimento; resta però il fatto che nessuno ha detto chiaramente che poteva verificarsi un tracollo finanziario di portata globale. Mi sembra che molti economisti tendano a negare ogni responsabilità. Discutendo le idee di questo libro con i miei colleghi, ho notato che su questo punto esiste un netto divario generazionale. Agli economisti più giovani e agli studenti di dottorato risulta evidente che si è commesso un errore di pensiero. Alcuni economisti più anziani si mostrano più titubanti, e controbattono con argomentazioni stiracchiate. La questione è chiaramente spinosa, perché, come le banche, nessuno vuole essere costretto a svalutare il proprio capitale.

Ma che importa se gli economisti vogliono negare l'esistenza di un problema all'interno della professione economica? Perché mai dovrebbero fare autocritica? Perché questo condurrebbe alla formulazione di migliori teorie economiche, a una migliore comprensione delle crisi e a migliori politiche. Un'analisi economica sbagliata si traduce in politiche sbagliate. Basta considerare l'esempio dell'Argentina.

Nel 1913 il PIL reale pro capite dell'Argentina era pari al 72 per cento di quello statunitense e nettamente superiore a quello di altri Paesi sviluppati, come Francia, Germania e Svezia. Tra il 1900 e il 1930 l'Argentina registrò un tasso di crescita medio annuo dell'1,8 per cento, a fronte dell'1,2 per cento degli Stati Uniti, dello 0,8 per cento dell'Australia, dell'1,2 per cento del Brasile e dell'1,2 per cento del Canada. Ma da allora l'Argentina è rimasta indietro. Nel 1950 il suo PIL reale pro capite si attestava al 52 per cento del livello statunitense, pur essendo ancora superiore a quello della Germania, che pativa le conseguenze della Seconda guerra mondiale; nel 1990, tuttavia, era sceso al 28 per cento del PIL degli Stati Uniti. Tra il 1913 e il 1990 il PIL reale pro capite dell'Argentina è cresciuto in media dello 0,7 per cento all'anno; nello stesso periodo il resto dell'America latina e gli Stati Uniti hanno registrato, rispettivamente, tassi di crescita dell'1,6

per cento e 1,9 per cento. La differenza è dovuta essenzialmente a politiche sbagliate piuttosto che alla cattiva sorte.

Nell'arco di trentacinque anni, tra il 1970 e il 2005, l'Argentina ha avuto trentadue governatori della banca centrale, ciascuno rimasto in carica mediamente per poco più di un anno. La performance persistentemente negativa del Paese negli ultimi settanta anni circa si è protratta troppo a lungo per essere spiegata unicamente in termini di uno shock esogeno o di una fortuna avversa. L'unica ragione di questa performance deludente va ricercata nel campo della politica. È compito degli economisti dare buoni consigli ai responsabili delle politiche economiche.

Prima o poi qualcuno misurerà i costi umani della crisi finanziaria del 2007-08, e gli economisti e gli storici valuteranno le politiche economiche e le leggi adottate. Siccome la professione economica non è stata capace di elaborare una lucida descrizione di ciò che è accaduto durante la crisi, sono state introdotte riforme incoerenti, come dimostra il caso del Dodd-Frank Act. Gli effetti di queste decisioni si ripercuoteranno sugli americani per decenni a venire.

Per concludere, vorrei citare le parole di John Maynard Keynes:

Nello scrivere un libro di questo tipo l'autore, se deve sempre esporre chiaramente il suo punto di vista, è costretto a simulare talvolta un po' più di convinzione di quanto non abbia. Egli deve dare, per così dire, una possibilità al proprio argomento, né deve essere troppo incline a reprimere la propria vitalità in una nube greve di dubbi. È compito gravoso scrivere su questi problemi; il lettore forse mi scuserà se talvolta ho proseguito un po' più velocemente di quanto non permettesero le difficoltà da superare e decisamente con più sicurezza di quanto non abbia mai sentito (Keynes, 1930, trad. it. p. 459).

Alcune idee contenute in questo libro scaturiscono dalle ricerche che ho condotto con i miei colleghi in ambito universitario. Ho un profondo debito di gratitudine nei loro confronti, soprattutto verso Tri Vi Dang, Bengt Holmström, Andrew Metrick, Guillermo Ordoñez e George Pennacchi. Questo lavoro accademico è brevemente discusso nelle note bibliografiche alla fine del volume.

Uno speciale ringraziamento va a Andrew Metrick, Guillermo Ordoñez, Roberta Romano e David Warsh, per i commenti particolareggiati sul manoscritto.

Per i commenti e i suggerimenti sul saggio scritto originariamente per il Federal Open Market Committee (FOMC) ringrazio Doug Diamond, Henry Hansmann, Arvind Krishnamurthy, Robert Lucas, Lee Ohanian, Robert Shiller, John Taylor, Warren Weber e i partecipanti a un seminario presso la Hoover Institution e a una riunione del FOMC stesso.

Grazie a Michael Bordo, Richard Grossman, Stefan Hunt, Teresa Miguel, Romain Ranciere, Alan Taylor, Aaron Tornell e John Williams per i loro suggerimenti, le risposte alle mie domande, l'assistenza nel reperimento dei dati e della documentazione relativa alle cause giudiziarie, la condivisione di dati e l'aiuto nella raccolta di informazioni. Ringrazio Paulo Costa, Thomas Bonczek e Lei Xie per l'assistenza alla ricerca e Harry Bliss per la vignetta del Capitolo 12 (Figura 1).

In tutto il libro ho provato a tratteggiare una brevissima biografia degli economisti e degli storici citati nel testo. Si tratta di personaggi illustri, molti dei quali, sebbene dimenticati, sono stati pionieri degli argomenti di cui mi occupo. Ho attinto alla loro opera, appoggiandomi sulle loro spalle: sono accademici come A. Piatt Andrew, Allan Bogue, Wesley Mitchell, William N. Parker, and Fritz Redlich, ma anche regolatori e banchieri come George S. Coe, Hugh McCulloch e Carroll Wright, tutte figure importanti ma ormai dimenticate della storia economica e bancaria statunitense.

Infine, tengo a sottolineare che ho lavorato come consulente della AIG Financial Products per dodici anni, dal 1996 al 2008. Quell'esperienza mi ha trasformato in molti modi. Sono grato ai miei colleghi per la pazienza e lo spirito di solidarietà che hanno dimostrato in circostanze difficili.