

# Cosa ci insegnano le crisi economiche?\*

Roberto Fini\*\*

“Ma come è stato possibile?” .....	1
Illusione e realtà.....	2
Cosa ci aspetta per il futuro?.....	3
Siamo alla vigilia di un nuovo mainstream?.....	3

## **“Ma come è stato possibile?”**

La London School of Economics è una delle istituzioni accademiche più prestigiose del Regno Unito. Pur vantando una tradizione meno antica di Cambridge e di Oxford (è stata fondata nel 1895), rappresenta comunque uno dei vertici del “triangolo d’oro” delle università inglesi. Certo, conoscendo l’attaccamento che hanno gli inglesi per il verde e la campagna, trovandosi in pieno centro a Londra, la LSE ha un minor *appeal* rispetto alle consorelle più nobili e blasonate, i cui studenti fanno vita di campus e le lezioni si svolgono in antichi edifici dai mattoni rossi; il tutto situato nella tranquilla campagna inglese.

Niente di tutto questo per la LSE: non esiste un campus nel vero senso della parola; gli edifici, pur funzionali e moderni, non hanno certo lo stesso fascino di quelli che si trovano a Cambridge o a Oxford, ma si vive forse un’atmosfera più internazionale. Per prosperare la London ha fatto di necessità virtù, puntando sull’attrattività della capitale inglese come città culturale e piacevole da vivere; in effetti, due terzi circa degli studenti che la frequentano sono cittadini non inglesi.

Il 13 novembre 2008 alla London era prevista l’inaugurazione del nuovo anno accademico. Non certo un evento storico: dopo più di un secolo di esperienza, il cerimoniale era collaudato e non si sarebbe dovuto trattare di una di quelle occasioni da tramandare ai posteri. Con una differenza rispetto agli anni precedenti: in questo caso l’ospite d’onore era la Regina Elisabetta.

Era previsto che il reale ospite facesse qualche domanda di rito, mostrasse interessamento di circostanza per il lavoro accademico, si congratulasse per la nuova aula magna dove si svolgeva l’inaugurazione. Niente che non fosse prevedibile e previsto dal cerimoniale: un’arte in cui le istituzioni inglesi non hanno fatto mai difetto.

Ma in questo caso fu la stessa Elisabetta a rompere la tradizione della cortesia istituzionale: commentando il grafico proiettato sullo schermo alle sue spalle che rappresentava il disastroso andamento dei mercati finanziari (e, in quel finale del 2008, il peggio doveva ancora venire...), chiese: “ma come è possibile che nessuno si sia accorto che stava arrivandoci addosso questa crisi spaventosa?”. Domanda più che lecita, probabilmente la stessa che ogni inglese avveduto si poneva negli stessi giorni!

Il padrone di casa era il professor Luis Garicano, direttore del dipartimento di management della London, un economista spagnolo di grande valore. Probabilmente non fu felice di questa rottura del cerimoniale: probabilmente si aspettava di intrattenere la reale Ospite con qualche

---

\* Questo lavoro è stato preparato dall’autore per il sito dell’AEEE Italia

\*\* Università di Verona. Presidente dell’AEEE-Italia

chiacchiera di circostanza, accennare ai cagnolini *corgi* della Regina o alle corse di cavalli della stagione ippica appena trascorsa.

Di sicuro non era preparato a rispondere ad una domanda così impegnativa, ancorché del tutto sensata. Con malcelato imbarazzo dovette però rispondere: “Vede Ma’m – pare che sia questo il modo con cui ci si rivolge alla Regina quando si viene interrogati – in ogni momento di questa fase qualcuno faceva affidamento su qualcun altro e tutti pensavano di fare la cosa giusta”.

Al di là delle apparenze, la risposta di Garicano è meno evasiva di quanto possa apparire: si era alla fine, drammatica ed imprevedibile, di una fase di crescita finanziaria con pochi precedenti e, fino a poco tempo prima, nessuno sembrava avere la sensazione che qualcosa potesse andare storto. E così storto poi!

Negli stessi giorni in cui si apriva l’anno accademico alla London con l’imbarazzante questione posta dalla Regina Elisabetta, la stessa domanda veniva posta dal *The Guardian*, un quotidiano inglese dalle simpatie repubblicane: “non è solo la Regina a porsi una simile domanda. Tutti noi reclamiamo un risposta”. In sostanza: ha ragione Sua Maestà a chiedere lumi a coloro che apparivano agli occhi di tutti se non i diretti responsabili della crisi, quanto meno coloro che avrebbero dovuto prevederla o almeno avvertire il mondo del disastro che si stava per abbattere. E chi altri se non gli economisti<sup>1</sup>.

Certo, nella prima metà del decennio duemila era difficile immaginare una crisi delle dimensioni di quella che si sarebbe abbattuta a partire dal 2007. Ma c’era chi lo aveva previsto: N. Roubini si guadagnò l’appellativo di *Mr. Doom* avendo avvisato l’opinione pubblica e i suoi colleghi economisti che i segnali dell’economia mondiale non andavano in una direzione che permetteva di essere ottimisti sul futuro. R. Shiller teneva sotto controllo da tempo il mercato immobiliare, rendendosi conto del rischio costituito dalla bolla che andava gonfiandosi<sup>2</sup>. Ma nessuno di essi, né altri, vennero granché ascoltati...

### **Illusione e realtà**

Il sentimento prevalente, persino a crisi già resasi evidente (anche se in una prima fase nessuno poteva immaginarne le dimensioni e la profondità), era dunque un moderato ottimismo. È difficile persino immaginarlo oggi, ma fino a non molto tempo fa la gran parte degli economisti erano fiduciosi sul futuro dell’economia mondiale e, al tempo stesso ritenevano di aver contribuito in modo sostanziale ai risultati positivi. Certo, qualche crisi c’era stata: gli anni Novanta si erano chiusi con la crisi russa e il nuovo secolo si era aperto con la crisi argentina e il tracollo delle *dotcom*; ma proprio il fatto che esse erano state metabolizzate senza troppi scossoni, faceva propendere per un sostanziale ottimismo.

Fare gli economisti sembrava il mestiere migliore del mondo: non più studiosi di una “scienza triste”, ma ascoltati custodi di verità positive che avrebbero portato crescita e benessere diffusi.

Pensavano, gli economisti (o almeno una gran parte di essi), che gli aspetti teorici problematici fossero stati risolti e che si fosse aperta un’epoca dorata. Era già successo negli anni cinquanta, nell’epoca di massima applicazione delle teorie keynesiane: morto Keynes nel 1946, i successi concreti delle sue teorie avevano portato ad ipotesi fantasiose o comunque non sufficientemente suffragate dalla realtà. Il *fine tuning*, per esempio: l’illusione che, superati i problemi più gravi dell’economia, ci si dovesse concentrare ormai sulla “sintonia

---

<sup>1</sup> S. Jenkins, *It’s not only the Queen. We’re all screaming for an answer*, The Guardian, 12 novembre 2008

<sup>2</sup> Si veda la lucida analisi di R. Shiller, *Euforia irrazionale: analisi dei boom di Borsa*, Il Mulino, 2000. L’edizione italiana del lavoro di Shiller è praticamente coeva rispetto all’edizione americana e ben precedente allo scoppio della bolla speculativa degli ultimi anni Duemila.

fine”, sugli aggiustamenti, sui particolari. Più tardi arriverà la curva di Phillips a stabilire su basi incontrovertibili (per qualche tempo...) che tra disoccupazione ed inflazione vi era un *trade off* che poteva essere risolto con appropriati menu di politica economica. Poi, negli anni settanta, arrivò la stagflazione a rovinare la festa...

Non si può dunque dire che gli economisti non avessero già avuto esperienze di ubriacature che lasciano sempre forti mal di testa, ma nel corso degli anni duemila mostrarono di dimenticarsene: nel 2008 in un paper l'influente economista O. Blanchard, attualmente responsabile economico presso il Fondo Monetario Internazionale e autore del più diffuso manuale di macroeconomia, scriveva che “lo stato della macroeconomia è buono”. Le battaglie teoriche di ieri, scriveva, sono state archiviate e si registra “un’ampia convergenza di visioni”<sup>3</sup>. Dello stesso tenore, se non ancora più imprudente, era stato qualche anno prima R. Lucas nel suo discorso di insediamento nel 2003 come presidente dell’American Economic Association. “Il problema centrale della prevenzione della depressione, scriveva, è stato risolto” e aggiungeva che non avrebbe dovuto ripresentarsi per molto tempo<sup>4</sup>. Per essere un premio Nobel per l’economia e uno degli economisti di punta a livello mondiale, le sue dichiarazioni rivelano, quanto meno, un eccessivo ottimismo!

Un altro esempio? Nel 2004 B. Bernanke, attuale Governatore della FED, e già allora membro influente del Board della banca centrale USA, dichiarava che era iniziata la “Grande Moderazione”, un’epoca nella quale i livelli di stabilità delle variabili cruciali dell’economia, quali l’inflazione e l’output, sono grandemente aumentati, riducendosi contemporaneamente la volatilità del sistema economico, vera bestia nera degli economisti. Bernanke attribuiva questo miglioramento strategico dello stato delle cose anche ad un raffinamento sostanziale delle politiche economiche<sup>5</sup>.

L’ottimismo che si è dissolto come neve al sole a partire dal 2008...

### ***Cosa ci aspetta per il futuro?***

Continuiamo il nostro racconto con una nota di ottimismo: la Grande Depressione degli anni trenta portò ad un riesame critico della macroeconomia ed aveva permesso la “rivoluzione keynesiana. In modo simile, la stagflazione degli anni settanta provocò una brusca reazione nei confronti di una lettura superficiale dello stesso paradigma keynesiano, nota come “controrivoluzione monetarista”.

### ***Siamo alla vigilia di un nuovo mainstream?***

È sicuramente troppo presto per affermarlo con certezza, ma probabilmente la crisi innescatasi nel 2007 porterà se non ad una nuova rivoluzione teorica, quanto meno ad un ripensamento di quanto sembrava fino ad allora acquisito. Con quali risultati? Non possiamo dirlo. Ma non c’è dubbio che la crisi riflette un importante fallimento intellettuale da parte della macroeconomia.

Questo fallimento è consistito essenzialmente nel non rendersi conto che una crisi importante e di vasta portata sarebbe potuta accadere, come poi è puntualmente successo e che le caratteristiche dell’economia erano tali da consentire che persino uno shock relativamente modesto, il crollo dei prezzi nel settore immobiliare USA, avrebbe potuto portare ad una crisi sistemica e che la natura globale dell’economia avrebbe permesso facilmente il contagio. Tutto ciò è quello che è effettivamente avvenuto.

---

<sup>3</sup> O. Blanchard, *The State of Macro*, Working Paper 14259, NBER, 2008

<sup>4</sup> R.E. Lucas, Jr, *Macroeconomic Priorities*, The American Economic Review, vol. 93, n. 1, 2003, pp. 1-14

<sup>5</sup> B. Bernanke, *The Great Moderation*, The Federal Reserve Board, 2004

All'origine di questo fallimento ci fu anche l'insufficiente attenzione da parte degli economisti riguardo al ruolo giocato dalle istituzioni finanziarie nel sistema economico. Come abbiamo avuto modo di osservare, qualcuno, per esempio Roubini, Rajan o Shiller, suonarono l'allarme. Ma in un clima di euforia, chi rivela che il re è nudo non viene preso sul serio. Questo dimostra che la crisi era prevedibile? In parte sì: alla vigilia della crisi probabilmente nessuno sarebbe stato in grado di intravederne l'entità, la diffusione e la durata; ma è mancato un esame più attento di alcune caratteristiche con cui era andato sviluppandosi il sistema finanziario e del ruolo complesso di banche ed altre istituzioni finanziarie nella intermediazione di fondi tra creditori e debitori.

Anche in questo caso, alcuni economisti avevano studiato in tempi non sospetti natura e dinamiche delle corse agli sportelli, tipiche delle fasi iniziali delle crisi finanziarie: per esempio D. Diamond e P. Dybvig ne avevano messo in evidenza le cause e i rischi ad esse collegate.

In sostanza, la presenza di attività illiquide e passività liquide crea, quasi per definizione, un rischio di corse agli sportelli anche per le banche solvibili. Il problema può essere evitato solo con l'offerta di liquidità da parte della banca centrale, se e quando necessario. Ma è necessario essere tempestivi e non sempre le banche centrali hanno questa caratteristica.

D'altra parte, i problemi di liquidità sono endemici nelle economie moderne: non soltanto le banche, ma anche le imprese, possono benissimo trovarsi in una posizione in cui sono solvibili, ma al tempo stesso illiquide ed incapaci di raccogliere il denaro aggiuntivo per completare un progetto o, peggio, incapaci di rimborsare gli investitori quando questi desiderano essere ripagati.

Altri aspetti del sistema finanziario erano noti: se i prezzi dei titoli cominciano ad abbassarsi, l'evento più probabile è che si inneschi una spirale deflattiva, nella quale incappano gli investitori con effetti a catena che potrebbero diventare devastanti. Gli economisti comportamentali hanno analizzato a fondo questi comportamenti, mettendo in evidenza come simili comportamenti sono tutt'altro che episodici e mettendo in discussione il modello dell'investitore razionale, tipicamente utilizzato nel paradigma fondato *sull'homo oeconomicus*.

In altri termini: una parte non banale degli elementi per comprendere la crisi erano disponibili. Ma gran parte del lavoro analitico era stata effettuata al di fuori della macroeconomia, in particolare aveva riguardato l'ambito finanziario e quello della finanza aziendale.

I pur rilevanti elementi analitici non erano però stati integrati in un modello macroeconomico coerente e le loro interazioni erano state poco comprese. In particolare, la leva finanziaria, la complessità del sistema e i meccanismi che presiedevano la liquidità finanziaria, cioè tutti quei fattori che avevano interagito e generato la crisi, erano quasi completamente assenti nei modelli correntemente utilizzati dalle banche centrali.

Sono passati più di dieci anni dall'inizio della crisi e molte cose sono cambiate in modo sostanziale: ora gli economisti hanno una comprensione maggiore di che cosa è successo e delle cause che hanno portato alla crisi. I macroeconomisti, in particolare, hanno compreso che il funzionamento delle istituzioni e dei mercati finanziari va inserito nel modello economico e non va più considerato come un "corpo estraneo" o una variabile esogena. Tutto bene, dunque! Per alcuni aspetti sì: c'è ancora molto da fare ma, alla fine, i modelli macroeconomici saranno più ricchi ed offriranno una migliore comprensione del funzionamento del sistema finanziario.

Occorre, tuttavia, non illudersi troppo: c'è ancora molto da fare. Inoltre, occorre molto realismo: se la storia passata è in grado di offrire qualche insegnamento, possiamo star certi che prima o poi l'economia sarà colpita da un altro tipo di shock che non avevamo previsto. Può essere poco consolante ma è così!

Ciò che la crisi del 2007 ci ha insegnato è che nel panorama analitico va inserito anche il settore finanziario, il suo funzionamento e gli effetti che esso ha sul sistema economico. Qualcosa di simile era già successo con la Grande Depressione degli anni trenta: la profondità della crisi aveva indotto la maggior parte degli economisti a mettere in discussione le proprietà macroeconomiche dell'economia di mercato così come l'avevano analizzata basandosi sui presupposti dei classici e neoclassici.

Keynes era stato il più radicale critico dell'impostazione fino a quel momento mainstream e aveva ipotizzato che nel sistema economico dovesse entrare in forma significativa e determinante anche la spesa pubblica. Ben si comprende come sia stato giustificato fare riferimento al nuovo paradigma teorico come una "rivoluzione keynesiana".

La crisi attuale sta sollevando domande simili: i modelli classico e neoclassico avevano in comune con quelli keynesiani la convinzione che, almeno nel medio periodo, l'economia dovesse tornare naturalmente al suo livello naturale. Esistevano ovviamente delle differenze: i neoclassici avevano assunto una posizione estrema secondo la quale la produzione era sempre al suo livello naturale, mentre i keynesiani ritenevano che, nel breve periodo, l'economia avrebbe potuto deviare dal suo livello sub-ottimale; anche i keynesiani, comunque, ritenevano che le cose si sarebbero messe a posto, magari con un "aiutino" da parte della spesa pubblica.

Allo scoppio della crisi del 2007 le caratteristiche della Grande Depressione erano ben note, così come si aveva una buona conoscenza di crisi come il lungo ristagno dell'economia giapponese e la crisi delle economie del sud-est asiatico nel 1997. Ma venivano tutti considerati eventi determinati da errori nella politica economica che avrebbero potuto essere evitati.

Oggi molti economisti ritengono che questo ottimismo fosse eccessivo: gli USA hanno vissuto circa sette anni di "trappola della liquidità" e in un contesto del genere sembra evidente che non si possa invocare il "solito" meccanismo di aggiustamento costituito da una riduzione dei tassi di interesse come risposta al basso livello della produzione. Semplicemente, non funziona.

Dunque, che fare? Se c'è qualche accordo fra gli economisti, questo è dato dalla convinzione che piccoli shock o normali fluttuazioni, il processo di aggiustamento può funzionare. Il problema è la risposta ai grandi shock, come è accaduto a partire dal 2007, il processo di aggiustamento potrebbe fallire e che lo spazio di manovra della politica economica potrebbe essere molto più limitato e richiedere molto più tempo rispetto al passato.

Staremo a vedere!