

Olivier Blanchard

Finance & Development - September 2014



Dove si nasconde il pericolo



Dove si nasconde il pericolo

La recente crisi finanziaria ci ha insegnato a prestare attenzione agli angoli bui, nei quali l'economia può funzionare in maniera scorretta.

Fino alla crisi globale finanziaria del 2008, la macroeconomia *mainstream* americana aveva assunto una visione sempre più fiduciosa delle fluttuazioni economiche nella produzione e nell'occupazione. La crisi ha chiarito che questa visione era sbagliata, e che c'è bisogno di riconsiderarla seriamente.

La visione benigna rifletteva sia fattori interni all'economia, sia un ambiente economico esterno che era sembrato per anni sempre più positivo.

Iniziamo dai fattori interni. Le tecniche che utilizziamo influenzano il nostro modo di pensare in una maniera profonda e spesso inconscia. Questo era più o meno il caso della macroeconomia nei decenni che hanno preceduto la crisi. Le tecniche erano adatte ad una visione del mondo in cui le fluttuazioni economiche si manifestavano, ma a cadenze regolari, e si auto-correggevano. Il problema è che siamo arrivati a credere che questa fosse la maniera in cui il mondo funziona realmente.

Per capire in che modo si è affermata questa visione, dobbiamo tornare alla cosiddetta rivoluzione delle aspettative razionali degli anni Settanta. L'idea centrale - il fatto che il comportamento degli individui e delle imprese non dipende soltanto dalle condizioni economiche attuali ma da cosa questi agenti ritengono che avverrà in futuro - non era nuova. Ciò che era nuovo è lo sviluppo di tecniche in grado di risolvere modelli con l'assunto che le persone e le imprese facessero il meglio che potevano nel valutare il futuro. (Uno sguardo al perché ciò era tecnicamente improbabile: le decisioni attuali intraprese da persone ed imprese dipendono dal complesso delle aspettative future. Ma, in generale, il futuro che ci attendiamo dipende in parte dalle decisioni attuali.)

Queste tecniche, tuttavia, avevano senso all'interno di una visione in cui le fluttuazioni economiche erano così regolari che, guardandosi indietro, le persone e le imprese (e gli econometrici che applicano la statistica all'economia) potevano comprendere la natura delle fluttuazioni stesse e formare aspettative per il futuro che erano così semplici che minimi shock producevano effetti minimi, e uno shock di entità doppia rispetto ad un altro produceva un effetto doppio rispetto a quello dell'altro sull'attività economica. La ragione sottostante a quest'assunto, detta linearità, era di natura tecnica: i modelli non-lineari - quelli in cui un piccolo shock, come ad esempio la diminuzione dei prezzi delle case, può determinare a volte effetti notevoli, o quelli in cui l'effetto di uno shock dipende dal restante ambiente economico - erano difficili, se non impossibili, da risolvere sotto l'ipotesi di aspettative razionali.

Il pensiero macroeconomico era in larga misura figlio di questi assunti. Noi addetti ai lavori pensavamo all'economia come un qualcosa di più o meno lineare, soggetto costantemente a differenti shock, che fluttuavano regolarmente, ma che tornavano naturalmente al loro stato stazionario nel corso del tempo. Invece di parlare di fluttuazioni, abbiamo cominciato ad usare sempre più spesso il termine "ciclo economico". Anche quando in un secondo momento abbiamo sviluppato tecniche in grado di includere non-linearità, questa visione positiva delle fluttuazioni è rimasta dominante in generale.



Dove si nasconde il pericolo

Questo stato di cose, comunque, non si sarebbe potuto determinare (o almeno non sarebbe durato così a lungo) se alcuni fattori esterni non fossero entrati in gioco. La situazione mondiale, o quantomeno del mondo economico, non ha fornito ai macroeconomisti un grande stimolo a mettere in discussione la propria visione del mondo.

A partire dagli anni '80, la maggior parte delle economie avanzate ha sperimentato quella che è stata definita "Grande Moderazione", un forte declino nella variabilità della produzione e delle sue maggiori componenti - come ad esempio consumi ed investimenti. C'erano, e ci sono ancora, disaccordi rispetto a cosa abbia causato questa moderazione. Alle banche centrali piacerebbe che fosse attribuito loro il merito, ed è chiaramente probabile che una parte di questo declino sia dovuto a politiche monetarie migliori, che hanno prodotto un'inflazione più bassa e più stabile.

Altri hanno argomentato che la fortuna, shock straordinariamente ridotti che hanno colpito l'economia, spiega gran parte del declino. A prescindere da cosa abbia causato la Grande Moderazione, per un quarto di secolo la visione benigna, lineare delle fluttuazioni godeva di buona salute. (Questa era la visione mainstream. Alcuni ricercatori non hanno accettato questa premessa. L'ultimo Frank Hahn, un noto economista che insegnava all'Università di Cambridge, ha continuato a ricordarmi la sua avversione per i modelli lineari, incluso il mio, che ha definito modelli "Topolino".)

Angoli oscuri

Il fatto che gli shock ridotti possano determinare talvolta effetti notevoli e, come risultato, che le cose possano mettersi veramente male, non era completamente ignorato degli economisti. Ma si riteneva che un risultato simile appartenesse al passato e che non sarebbe potuto accadere di nuovo, almeno non nelle economie avanzate grazie alle loro politiche economiche responsabili.

Le fughe di capitale - in cui piccoli shock, o piuttosto, nessuno shock, potevano portare i correntisti al panico e a ritirare i loro fondi dagli istituti di credito, con consistenti effetti avversi sull'intera economia - erano un argomento basilare dei corsi di macroeconomia. Ma in questi corsi quest'eventualità veniva presentata come un esempio di come l'introduzione della garanzia dei depositi bancari aveva per lo più eliminato il problema. E se il problema si fosse presentato, sosteneva questa visione, le banche centrali potevano fornire liquidità (cioè prestare denaro) alle banche in cambio di un buon collaterale, consentendo alle banche solvibili di soddisfare i propri depositanti, spezzando sul nascere ogni panico ed evitando esiti disastrosi.

I *sudden stop* - gli episodi in cui i flussi di capitale verso un paese si bloccano e tutti gli investitori cercano di scappare all'improvviso - non potevano essere ignorati. Continuavano ad accadere regolarmente nelle economie di mercato emergenti - in America Latina negli anni '80, nel Messico a metà dei '90 e in Asia al termine dei '90. Ma venivano ritenuti un problema dei mercati emergenti, non delle economie avanzate (ecco perché ho parlato degli USA nel primo paragrafo di questo articolo).

Come esempio del carattere provinciale dell'economia mainstream americana, in una serie di programmi di dottorato uno studente può specializzarsi in macroeconomia senza sapere cosa sia un tasso di cambio; e molto meno un'economia di mercato emergente.



Dove si nasconde il pericolo

In generale, i problemi legati alla liquidità - la possibile mancata corrispondenza fra attività con scadenza a lungo termine e passività con maturità a breve termine - non venivano visti come fondamentali per la macroeconomia. Il fatto che una mancata corrispondenza nella liquidità fra attività e passività possa essere pervasiva, incidendo non solo sulle banche ma anche su altri operatori finanziari ed imprese, non veniva compreso adeguatamente. Nell'ambito della finanza aziendale era stato effettuato un lavoro importante circa il ruolo della liquidità, ma la sua inclusione nel campo della macroeconomia non ha raggiunto la diffusione tipica del mainstream.

La probabilità che le banche centrali volessero portare i tassi d'interesse nominali al di sotto dello zero e si trovassero nell'incapacità di farlo (i tassi d'interesse nominali non possono crollare al di sotto dello zero perché, se lo facessero, le persone vorrebbero detenere contante invece dei titoli - un vincolo noto in gergo come "zero lower bound" [*limite inferiore dello zero, ndt*]) veniva considerata molto bassa. Con i tassi d'interesse che si attestavano a circa il 4% prima della crisi - composti da un 2% relativo all'inflazione e da un rendimento reale, depurato dell'inflazione, pari al 2% - la maggior parte dei banchieri centrali credevano di avere spazio di manovra nell'aggiustamento dei tassi d'interesse rispetto agli shock avversi. E, se ce ne fosse ancora bisogno - dicevano i sostenitori di queste posizioni - la banca centrale poteva aumentare le aspettative di inflazione mantenendo allo stesso tempo il tasso nominale a zero, diminuendo perciò la componente reale del tasso di interesse.

Sono state riconosciute anche altre non-linearità. Ad esempio, gli economisti hanno ammesso che i vincoli di regolazione bancaria, come i requisiti minimi di capitale che le istituzioni dovevano soddisfare (in sostanza il capitale netto di una banca; ovvero, la capacità di assorbire le perdite), potevano costringere le banche a reagire in maniera più diretta alle diminuzioni piuttosto che agli incrementi nel loro capitale. Il modo in cui i vincoli alla concessione del credito affrontati dalle imprese e dalle famiglie hanno portato a comportamenti sempre più prudenti, man mano che si avvicinavano a prosciugare le loro linee di credito, veniva elaborato ed utilizzato, ad esempio, per studiare i comportamenti di consumo individuale. Ma ancora una volta queste non-linearità non venivano ritenute centrali rispetto alle fluttuazioni.

In breve, la nozione secondo cui i piccoli shock potevano avere enormi effetti avversi, o potevano risultare in stagnazioni lunghe e persistenti, non veniva percepita come una criticità rilevante. Sapevamo tutti che c'erano degli "angoli oscuri" - situazioni in cui l'economia poteva avere malfunzionamenti. Ma abbiamo ritenuto di essere ancora molto lontani da quegli angoli, e siamo riusciti ad ignorarli quasi tutti. Il Giappone appariva infelicemente nel quadro, come un'economia avanzata bloccata in una lunga stagnazione con deflazione annessa. Ma questa sua situazione veniva spesso interpretata come il risultato di politiche mal congegnate piuttosto che di un problema più difficile da risolvere.

Accecati dalla crisi

La lezione principale fornitaci dalla crisi è che eravamo più vicini a quegli angoli oscuri di quanto pensassimo - e gli angoli erano ancora più oscuri di quanto ci immaginassimo.

La Grande Moderazione non aveva tratto in inganno solo gli economisti. Anche le istituzioni finanziarie e i regolatori hanno sottovalutato i rischi. Il risultato è una struttura finanziaria che era



Dove si nasconde il pericolo

sempre più potenzialmente esposta agli shock. In altri termini, l'economia mondiale operava sempre più a contatto con gli angoli oscuri senza che gli economisti, i policy maker, e le istituzioni finanziarie lo avessero realizzato.

Quando il boom immobiliare americano si è trasformato in una bolla, una complessa ed opaca struttura di crediti finanziari ha portato a preoccupazioni su quale istituzione stava detenendo quali titoli, e quali istituzioni fossero solvibili. A sua volta, ciò ha generato enormi fughe di liquidità, non tanto dalle banche, bensì da molte istituzioni finanziarie non-bancarie, come le banche d'investimento - molte delle quali hanno operato nel corso degli anni come banche ma senza la regolazione e la protezione che queste ricevevano. La garanzia standard dei depositi, semplicemente, non copriva le loro necessità.

Fornire liquidità alle istituzioni rilevanti, al fine di renderle capaci di soddisfare i bisogni dei creditori, richiedeva l'uso di politiche monetarie su larghissima scala, e spesso in modi nuovi. Fortunatamente, è stata intrapresa una politica monetaria massiccia e per lo più innovativa. Ma tutto ciò non è stato sufficiente ad evitare una grande contrazione del credito ed un netto declino nella domanda e nella produzione.

La politica fiscale, sotto forma di ampi aumenti di spesa pubblica, è stata utilizzata per compensare il declino della domanda privata. Ma i livelli di debito governativo sono cresciuti velocemente e sia i policy maker che gli investitori hanno iniziato a preoccuparsi. Il rischio sovrano percepito (la possibilità che un governo possa dichiarare default sul proprio debito), che, nelle economie avanzate, era stato vicino allo zero prima della crisi - è aumentato in una serie di paesi, rendendo difficile l'utilizzo della politica fiscale per sostenere la domanda e creando allo stesso tempo rischi nei bilanci dei creditori, come le banche, che detenevano il debito sovrano.

Si sono sviluppati i cosiddetti *loop diabolici* tra il debito pubblico e quello privato: i governi deboli hanno indebolito quelle banche che detenevano i titoli di stato nei loro portafogli; le banche indebolite avevano bisogno di più capitale, che spesso doveva provenire da fondi pubblici, indebolendo ancora i governi.

Man mano che le banche centrali provavano a mantenere l'attività economica riducendo i tassi d'interesse ufficiali (ad esempio, il *federal funds rate overnight* negli Stati Uniti), il limite inferiore dello zero è stato raggiunto rapidamente, e siamo fermi lì da oltre cinque anni. I policy maker non sono riusciti ad incrementare le aspettative di inflazione in maniera tale da poter diminuire ulteriormente i tassi d'interesse reali.

Il rischio della deflazione è ancora chiaramente manifesto in tutta l'eurozona, e in molti paesi dell'eurozona è realtà. La deflazione aumenta il peso reale del debito pubblico e del debito privato, il che rende a sua volta il pagamento più oneroso e costringe i debitori a ridurre la propria spesa, e ciò diminuisce a sua volta l'attività economica - un altro *loop diabolico*. In questo contesto, la politica economica - specialmente la politica monetaria - si è ammantata di elementi di magia nera. Alcune politiche, come ad esempio la recente svolta della BCE che pone una piccola tassa sui depositi che le banche mantengono presso la BCE (in altre parole, un tasso d'interesse lievemente negativo) avrà, sulla carta, effetti immediati risibili. Ma se queste politiche vengono viste come l'impegno della banca centrale a fare "qualunque cosa sia necessaria" - come Mario



Dove si nasconde il pericolo

Draghi, governatore della BCE, ha dichiarato in un celebre discorso del 2012 - per stimolare i prestiti, possono avere effetti molto più ampi. L'entità di questo effetto psicologico, tuttavia, è estremamente difficile da prevedere o controllare.

Dove ci sta portando tutto ciò?

La crisi porta con sé un'ovvia implicazione politica: le autorità dovrebbero eleggere come uno dei maggiori obiettivi delle politiche macroeconomiche e di regolazione finanziaria (o macroprudenziali) quello di stare lontano dagli angoli oscuri.

Siamo ancora troppo vicini a quegli angoli. La crisi stessa ha portato a larghi accumuli di debito, sia pubblico che privato. Finora, i loop diabolici sono stati sventati, ma basterebbe uno shock avverso per farli comparire di nuovo. Da ora in poi e per un lungo periodo di tempo, una delle priorità della politica macroeconomica sarà quella di far tornare i livelli debitori a livelli meno pericolosi, lentamente ma costantemente, ovvero di muoversi più lontano possibile dagli angoli oscuri.

Tuttavia, molto altro deve essere fatto. Se il sistema finanziario fosse stato meno opaco, se cioè i coefficienti di capitale fossero stati più alti, sarebbe potuta manifestarsi comunque una bolla immobiliare negli USA a partire dal 2007-2008. Ma gli effetti sarebbero stati limitati - una moderata recessione negli USA nella peggiore delle ipotesi, invece che una crisi economica globale.

Possiamo rendere il sistema finanziario più trasparente e più robusto? La risposta è un netto sì. Le autorità hanno innalzato i requisiti di capitale per le banche - una misura essenziale di difesa contro il crollo del sistema finanziario. Ma le banche sono solo una parte della complessa rete di istituzioni finanziarie e mercati, e i rischi sono tutt'altro che passati. La realtà della regolazione finanziaria è che le nuove regole aprono nuove strade per l'arbitraggio, quando le istituzioni trovano falle nella regolazione. Ciò a sua volta costringe le autorità a istituire nuove regolazioni, ed è come giocare a guardie e ladri (fra ladri molto abili e guardie meno agili). Stare lontani dagli angoli oscuri richiederà uno sforzo continuo, non una regolazione *una tantum*.

Anche la politica macroeconomica gioca un ruolo essenziale. Se i tassi nominali fossero stati più elevati prima della crisi, il margine di manovra della politica monetaria sarebbero stati più ampi. Se l'inflazione e i tassi d'interesse nominali fossero stati, diciamo, del 2% più alti prima della crisi, le banche centrali sarebbero state in grado di diminuire i tassi d'interesse reali di altri 2 punti percentuali prima di toccare il livello inferiore dello zero sui tassi nominali. Questi 2 punti percentuali in più non sono trascurabili. I loro effetti sarebbero stati circa uguali a quelli delle politiche monetarie non convenzionali adottate dalle banche centrali quando è stato raggiunto il livello dello zero - acquistando attività del settore privato e titoli di stato a lunga scadenza per abbassare i tassi d'interesse di lungo termine invece che operando tramite la tecnica standard della manipolazione di un tasso politico a breve termine (il professore di Harvard Kenneth S. Rogoff, ex capo del Dipartimento di Ricerca del FMI, ha suggerito soluzioni diverse dalla maggiore inflazione, come la sostituzione del contante con la moneta elettronica, che potrebbe pagare tassi d'interesse nominali negativi. Ciò rimuoverebbe il vincolo posto dal livello inferiore dello zero.)



Dove si nasconde il pericolo

Spostandoci dall'ambito politico a quello della ricerca, il messaggio dovrebbe essere: lasciate che un centinaio di fiori sboccino. Ora che siamo più consapevoli delle non-linearità e dei pericoli che pongono, dovremmo esplorarle di più dal punto di vista teorico ed empirico - e in qualsiasi tipo di modello. Sta già avvenendo, e a giudicare dalla mole di working paper a partire dall'inizio della crisi, sta avvenendo su larga scala. La finanza e la macroeconomia, in particolare, si stanno integrando sempre di più, e questa è davvero una buona notizia.

Ma questa risposta genera automaticamente un'altra domanda: come dovremmo modificare i nostri modelli fondamentali - i cosiddetti modelli di equilibrio dinamico stocastico generale (DSGE) che utilizziamo, ad esempio, al FMI per immaginare scenari alternativi fra loro e quantificare gli effetti delle decisioni di politica economica?

La parte facile e indiscussa della risposta è che i modelli DSGE dovrebbero essere espansi al fine di riconoscere meglio il ruolo del sistema finanziario - e questo sta avvenendo. Ma questi modelli dovrebbero essere in grado di descrivere il comportamento dell'economia negli angoli oscuri?

Lasciatemi fornire una risposta pragmatica. Se la politica macroeconomica e la regolazione finanziaria sono predisposti in maniera tale da mantenere una sana distanza rispetto agli angoli oscuri, allora i nostri modelli che riflettono situazioni di normalità potranno essere ancora largamente appropriati. Un'altra categoria di modelli economici, volti a misurare il rischio sistemico, possono essere utilizzati per ridurre il rischio ed incrementare quella distanza. Provare a creare un modello che integri i periodi di normalità e i rischi sistemici può essere oltre la portata tecnica e concettuale della professione.

La crisi è stata immensamente dolorosa. Ma uno dei suoi lati positivi è stato il fatto di aver dato una scossa alla macroeconomia e alla politica economica. La lezione principale di politica economica da trarre è: state alla larga dagli angoli oscuri.

L'autore, Olivier Blanchard, è Consulente Economico del Fondo Monetario Internazionale e capo del Dipartimento di Ricerca del FMI

Fonte <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/09/pdf/blanchard.pdf>

Traduzione di Giacomo Bracci