Processo agli economisti (e all’economia) Festival dell’Economia - 2009

La Difesa

Luigi Guiso

Le 10 accuse

1. **“Gli economisti non hanno previsto la crisi pur essendo prevedibile..”**.
2. **“Gli economisti non prevedevano le conseguenze degli shocks, dopo che questi si erano realizzati”**
3. **“La metodologia economica prevalente si basa su modelli troppo astratti e matematizzati”**.
4. **“Gli economisti guardano la realtà con la lente perversa di ipotesi assurde come le aspettative razionali, l’ informazione completa, i mercati efficienti etc.”**
5. **“La stragrande maggioranza degli economisti era totalmente all’ oscuro di alcuni fondamentali sviluppi del mercato del credito.”**
6. **“I macroeconomisti non si sono resi conto dell’abissale ignoranza dei rischi macroeconomici da parte del management delle banche.”**
7. **“Poiché economisti valore erano alla guida delle maggiori banche centrali (Bernanke alla Federal Reserve, King alla Bank of England, Weber alla Bundesbank e BCE), gli economisti si erano convinti che il mondo fosse in buone mani. Ma non si sono resi conto che anch’ essi, come gli altri, all’inizio erano tremendamente impreparati a comprendere in nuovi sviluppi.”**
8. **“Oltre a non comprendere cosa stava succedendo nel mercato del credito, gli economisti sono stati incapaci di comprendere le conseguenze di un tracollo nel mercato del credito sull’ economia reale.”**
9. **“Gli economisti hanno giocato troppo facilmente allo scaricabarile con politici e regolatori.”**
10. **“Gli economisti non si sono voltati indietro, non hanno cercato di trarre lezioni da quanto accaduto, e in gran parte non hanno fatto la minima autocritica.”**

Tre tipi di accuse

1. I non - sense:
   - sono accuse che non stanno in piedi ma molto diffuse (1 e 2)
2. Responsabilità disputabili:
   - accuse che richiamano errori potenzialmente veri, da verificare se commessi (5,6,7 e 8): sono arrivati “lunghi” sulla crisi
3. Accuse alla “scienza”:
   - Accuse che trascendono gli interpreti della disciplina e investono la disciplina stessa (3,4)

Le accuse non-sense

1. E' l'accusa più diffusa, quella che ha attratto i ministri,i media, la gente:
   - *Gli economisti non hanno previsto la crisi e questa era prevedibile tant'è che non economisti l'avevano prevista*
   - "Silete economisti" (Tremonti)
   - "Dunque — lo ripeto — quel che è successo era facilmente prevedibile. Io mi sono spaventato quando ho vissuto (negli Stati Uniti) il bombardamento delle offerte di credito facile, troppo facile" (Sartori – Corriere della Sera).

Difesa dal non-sense

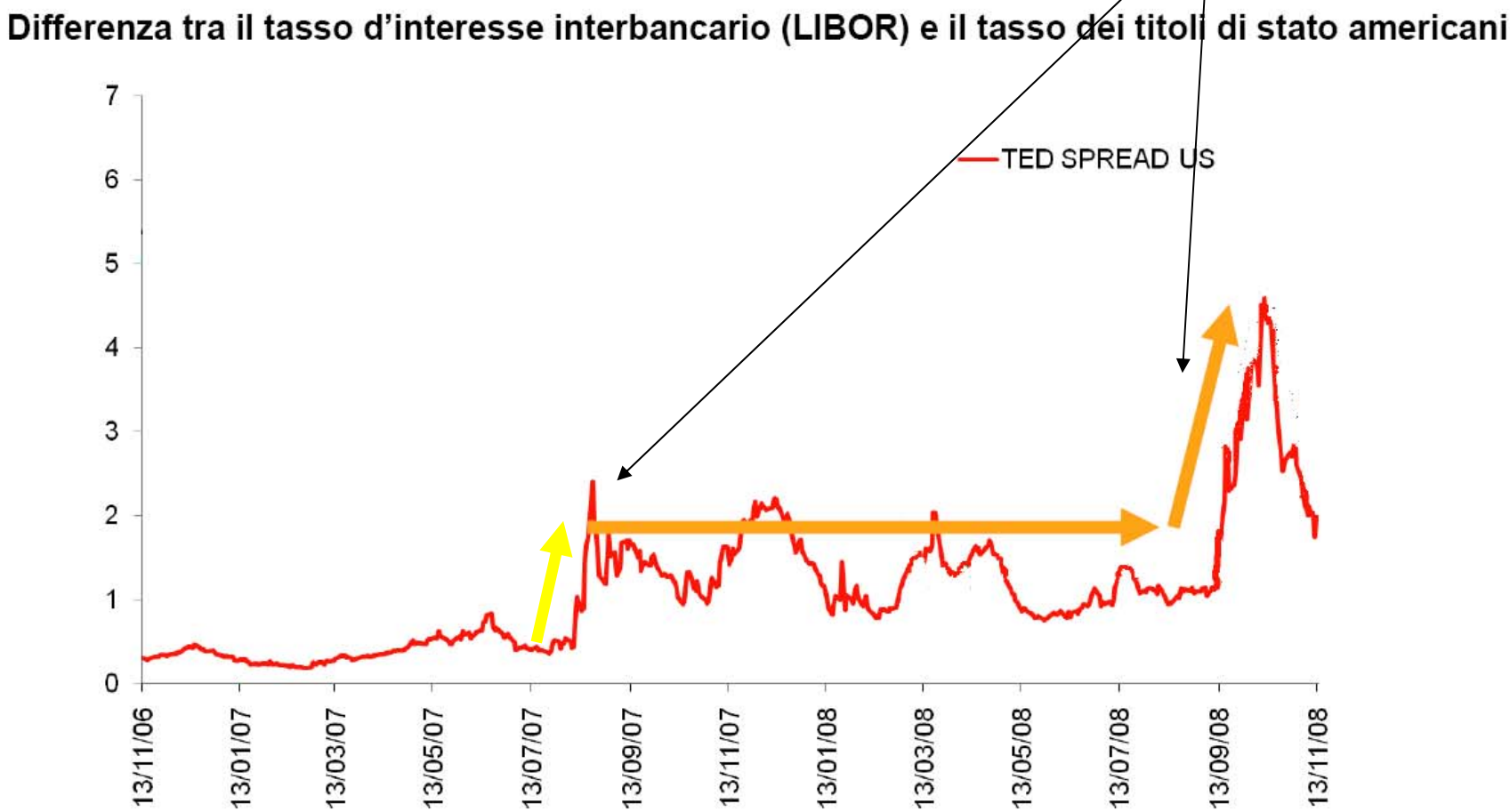
1. Userò due argomenti a difesa:
2. Gli “economisti” <u>non hanno previsto</u> ciò che non potevano prevedere
3. Gli “economisti” <u>hanno previsto</u> ciò che potevano prevedere

Rischio evento

prevedibile e previsto

Shock: Non prevedibile e non

previsto



1: Non hanno previsto l'imprevedibile

1. Nessuno ha previsto nel 2006 o agli inizi del 2007 che:
   1. esattamente a luglio-agosto 2007 si sarebbe precipitati in una grave crisi finanziaria con diffuse perdite e una prima corsa agli sportelli (Countrywide Bank)
   2. Esattamente *a settembre* 2008 la crisi sarebbe precipitata in una crisi di fiducia che sarebbe potuta degenerare in corsa agli sportelli
2. Si poteva prevedere tutto cio' con congruo anticipo, in particolare il timing di questi eventi?
3. Per quanto possa sembrare deludente, NO!
4. Questo tipo di previsioni non sono alla portata dell'economia e degli economisti

1: Non hanno previsto l’imprevedibile -2

1. **Non** si poteva prevedere che il 15 settembre Paulson avrebbe lasciato fallire Lehman Brothers trasformando una crisi finanziaria grave in crisi di fiducia e panico
2. Così come:
   1. Nessuno scienziato poteva prevedere giorno, ora e e luogo del terremoto abruzzese nonostante i segni di attività sismiche ripetute
   2. Nessuno storico o scienziato politico poteva prevedere che nel settembre del 39 Hitler avrebbe invaso la Polonia dando inizio alla II Guerra mondiale. Nonostante il monito di Einstein:

« Non riesco a capire la passività della risposta di tutto il mondo civile a questa moderna barbarie. Il mondo non vede che Hitler punta alla guerra? **»**(1º ottobre 1933)

Se anche avessero potuto….

1. Paradossalmente, forse sarebbe stato meglio tacere
2. Annunciare in anticipo – diciamo a luglio 2008 – che a settembre ci sarebbe stato un collasso finanziario non avrebbe aiutato ad evitarlo, solo ad anticiparlo!
3. Diversamente dai terremoti, dove sapere in anticipo con esattezza dove e quando è utile perché si può evacuare la popolazione, i collassi finanziari non sono evacuabili
4. Si possono evitare se solo uno lo sa (il governo) e non lo dice in giro …

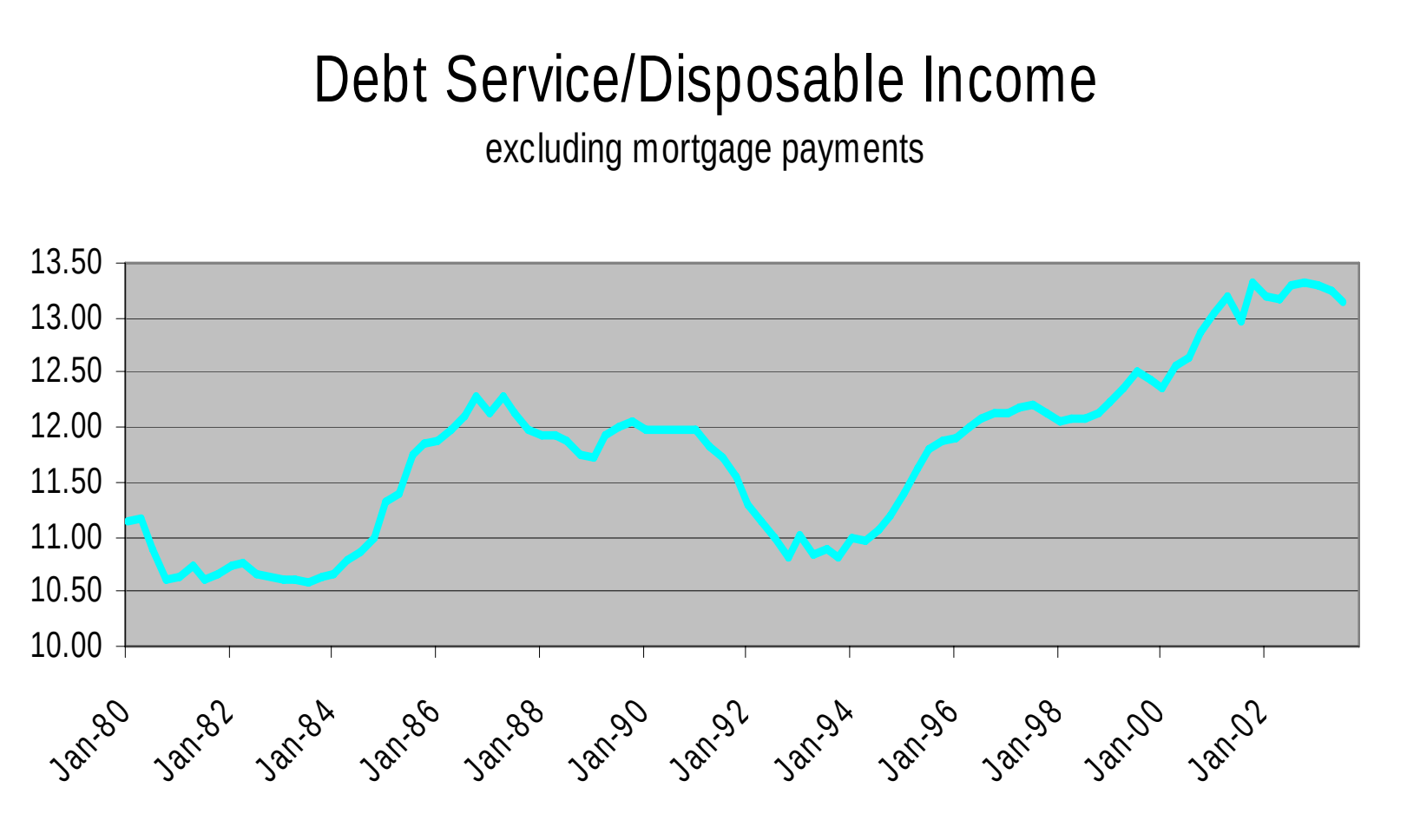
2: Hanno previsto ciò che era prevedibile

1. Se l’economia è una disciplina di una qualche utilità, dovrebbe essere in grado di individuare **l’emergere di fattori di rischio** prima che i rischi si realizzino
2. Questo è stato fatto ed è stato fatto per tempo

Prova n.1: il debito delle famiglie usa

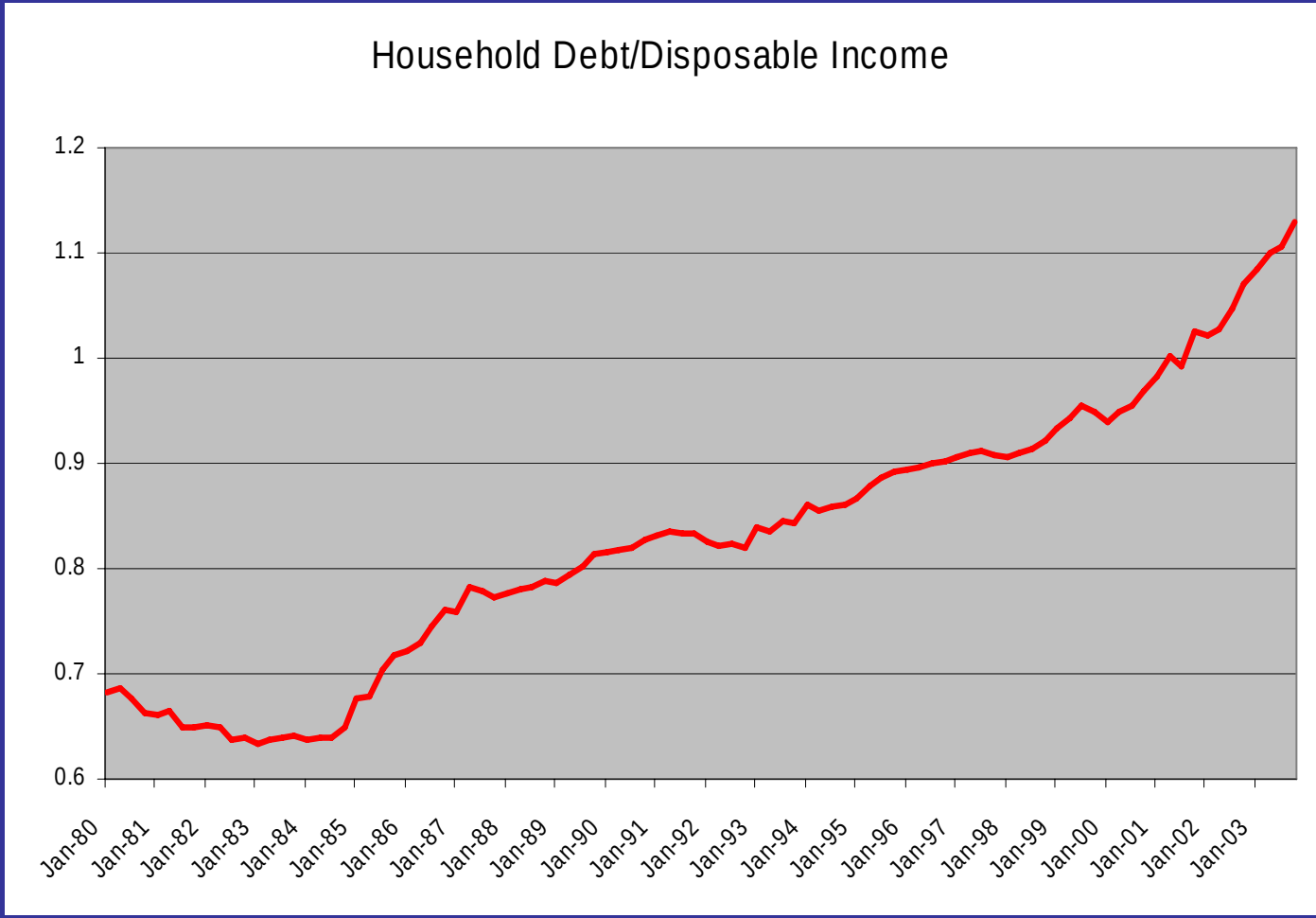
1. Gli economisti (prima ancora di Sartori che ce lo rivela nel 2009) erano ben a conoscenza dei rischi dell'elevato indebitamento delle famiglie USA
2. Ecco cosa dice nel 2004 Jane Eberly (ovvero un professore non noto al grande pubblico) nel suo corso di Macro agli MBA's di Kellogs parlando dell'outlook dell'economia USA per il 2005

Will consumer credit be the Achilles heel?

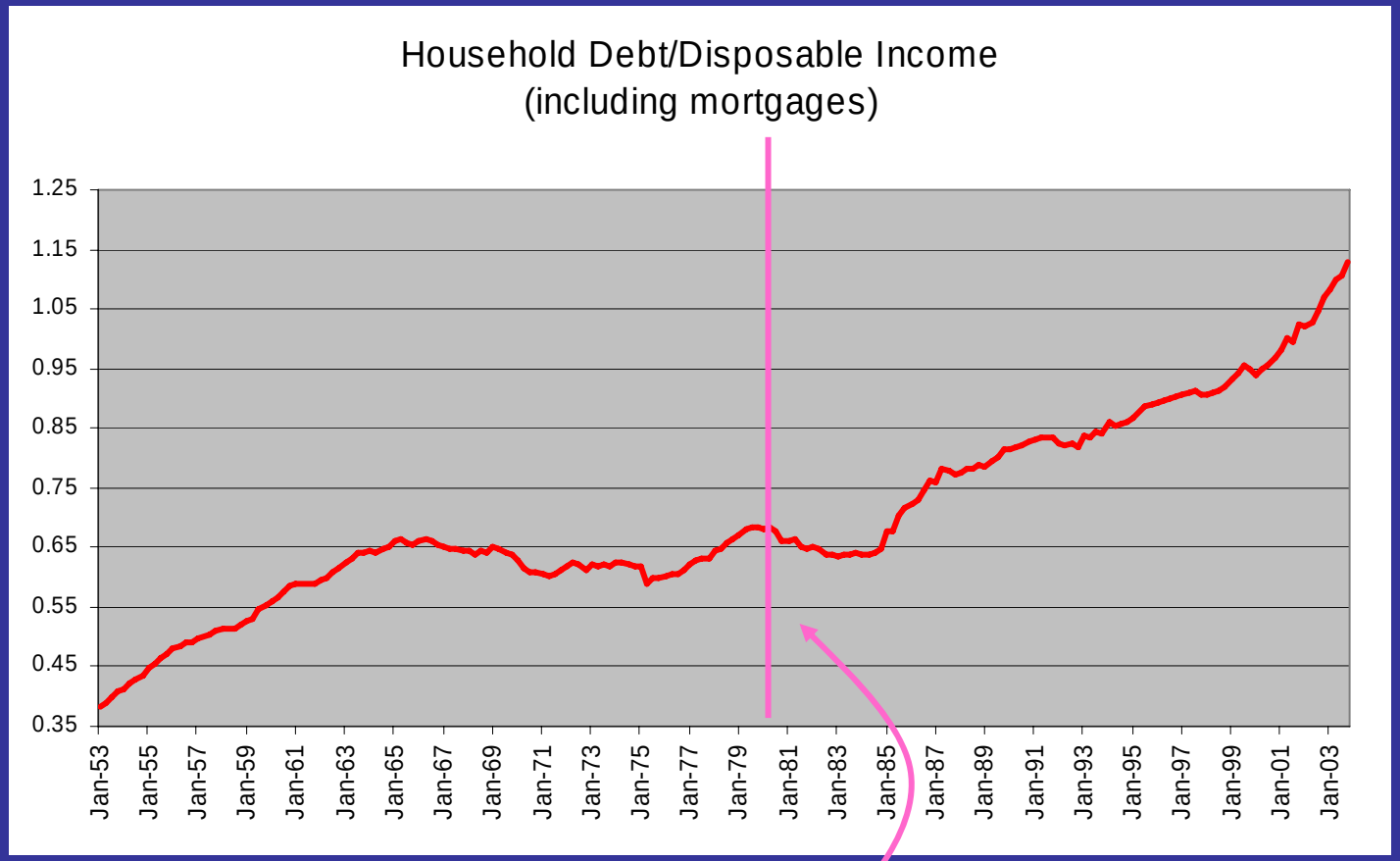


Debt service doesn't look so bad, but interest rates are ***low***

Debt levels including mortgages *look rather daunting….*



The accumulation of debt looks even more bothersome when we take the long view ….



Beginning of previous chart!

Stesso punto nel mio corso di macro a Chicago: primavera del 2005 per il 2006

The Big Questions for the World Economy: the Short Run 1

- United States : Are we Seeing the Rise of a New Growth Miracle?
  - recovery is rapid but with some worrying imbalances: **the double deficit** and **highly levered households**

- Western Europe: Will and When Europe Be Able To Achieve Sustained and Autonomous Growth?
  - Recovery is solidifying, but is uneven, and uncertain
  - Based mostly on external development
  - Labor markets is still worsening

- Japan: Is Deflation Finally Coming to an End?
  - Japan has grown fast in 2004 but is expected to slow down significantly in 2005 and more in 2004; uncertainties remain strong; latest figures reveal a return to deflation

Prova N. 1: summary

- Piena coscienza che il debito delle famiglie USA:
  - Costituiva una seria potenziale fragilità….
  - ..che sarebbe stata amplificata da una risalita dei tassi di interesse (come è avvenuto causando i primi defaults e scatenando la crisi)
  - Come fonte di rischio è equiparato allo squilibrio commerciale (i due non sono indipendenti, Caballero et. al.)
  - L'idea che fosse un fattore di rischio era così diffusa che lo si insegnava nei corsi di macro! Se ne parla perfino nella edizione del 2004 del manuale di macroeconomia di Abel&Bernanke!

Accuse disputabili: (5,6,7 8)

1. Gli economisti (Chi? Quali? Quanti?) sono arrivati “lunghi” sulla crisi
2. Non ne hanno capito i fattori sottostanti perché ignoravano gli sviluppi nei mercati finanziari e il loro potere destabilizzante
3. Questo <u>anche</u> a crisi ormai avvenuta e anche nel 2008
    1. Ovviamente è facile trovare prove al contrario che a partire dal 2007 molti avevano chiaro quello che stava accadendo
4. Io sosterrò che questa chiarezza c’era dove doveva esserci **prima** della crisi

Prova n. 2: rischio di financial metdown

1. Il rischio di un financial meltdown e dei principali fattori sottostanti era stato evidenziato per tempo da diversi economisti.
2. Una lunga e incompleta lista è citata da Martin Wolf. Tra questi: Kenneth Rogoff, Robert Shiller, Hyung Son Shin, Paul Krugman… e ovviamente Nouriel Roubini
3. Come evidenza cito l'analisi di Raghu Rajan

Prova n. 2: perchè Rajan?

1. Era il Chief Economist del FMI: scelto nel **2003** apposta perché esperto di finanza
   1. Coscienza al FMI che i rischi erano in primis finanziari (si veda il press release di Köhler; parte della strategia di De Rato presentata in un rapporto del 2005)
2. **Contesto:**
   1. Agosto del 2005 – 2 anni prima dell'esplosione della crisi
   2. Incontro annuale di Jackson Hole: davanti ai banchieri centrali ed economisti di mezzo mondo
   3. Tema incontro: "Financial Markets, Financial Fragility and Central Banking"

Prova n. 2:
Gli ingredienti della crisi: liquidità e illiquidità

1. "…un rapido sviluppo dei ABS e CDS e spostamento verso transazioni finanziarie arm's length...Così come oggi si chiede ai genitori "Sai dove sono i tuoi figli", ai banchieri si chiede "**Sai chi e dove detiene i tuoi rischi?**" (p. 3)
2. "..come i prestiti tradizionali diventano più liquidi e quindi adatti ad essere venduti sul mercato, le banche si spostano verso prestiti via via più illiquidi…. La concorrenza le costringe a flirtare continuamente con i limiti della illiquidità" (p. 4)
3. "Questi cambiamenti.. assieme alle opportunità di accrescere il benessere ..hanno creato anche la possibilità di rendere le cose peggiori.." (p.5)

Prova n. 2:
Gli ingredienti della crisi: incentivi a prendere rischi

1. "…il fatto che la performance dei managers è valutata rispetto a quella degli altri può produrre migliori performance ma anche comportamenti perversi. Ne menziono due particolarmente pericolosi:" (p. 6)
   - ..prendere rischi che possono essere "nascosti" agli investitori.. cioè "tail risks" - rischi che hanno una bassa probabilità di generare conseguenze disastrose e che danno profitti per il resto del tempo
   - ..fare scelte di investimento simili a quelle di altri, perché questo assicura il manager che non fa peggio dei colleghi
   - ..I due comportamenti sono complementari in fasi di boom dei prezzi degli assets quando sono disposti a prendere il rischio a bassa probabilità che la bolla si sgonfi d'improvviso, sapendo che non faranno peggio degli altri … perchè il disastro cade su tutti

- "Questi comportamenti sono amplificati in situazioni di bassi tassi di interesse"

Prova n. 2: conclusione

“Taken together…these trends suggest that..the financial risks that are being created by the system are indeed greater..They may also create a greater probability of a catastrophic meltdown ” (p. 6)

E pochi mesi dopo (6 gennaio 2006) al Chicago Tribune:

“A sharp decline in home prices.. could cripple the job market, trigger loan defaults, hurt anyone invested in mortgage securities, and eventually undermine every moving part of the interconnected financial system.. when you've let down your defences, things can come and smack you“ .. The cost of this thing could be tremendous if it turned out the wrong way."

Prova N. 2: summary

- Questo è esattamente ciò che è poi accaduto:
  - Bassi tassi di interesse prodotti da Greenspan …
  - Bolla sui prezzi delle case…
  - Prestiti erogati sull'ipotesi che quei prezzi non sarebbero calati di colpo, trascinati dalla struttura degli incentivi dei managers bancari e finanziari
  - Cambio di policy, shocks ai tassi di interesse e avvio della crisi…e financial meltdown

Gli economisti preposti a farlo avevano ben chiaro non solo la big picture ma anche i dettagli dei potenziali rischi!

…e delle politiche per controllarli

- Sempre Rajan suggeriva:
  - “La politica monetaria deve essere conscia dei suoi effetti sugli incentivi…**tassi di interesse persistentemente bassi** possono essere una fonte signficativa di distorsione nei mercati finanziari e dei prezzi degli assets.
  - “..ne segue l’esercizio di una più stretta attività di supervisione quando prevalgono tassi bassi per evitare bolle nei prezzi degli assets.”
  - “La **vigilanza prudenziale** dovrebbe andare oltre le banche commerciali o le banche di investimento e includere istituzioni come gli edge funds…”
  - “.. i policymakers potrebbero prendere in considerazione di intervenire sul **sistema di remunerazione** dei managers..per allineare i loro incentivi con l’interesse pubblico (incentive regulation)”

Obiezione 1:…Rajan era l'unico. Non è vero

- Edward Gramlich (Un. Michigan, ex Fed Governor):
  - Pubblica "Subprime mortgages: America's latest boom and bust" nel 2007, prima della crisi. A partire dal 2000 mette in luce i rischi di questi sviluppi e calls for regulation
- Robert Shiller
  - Tra le molte altre cose aveva previsto il crollo dei prezzi delle case (e le sue implicazioni) .."while it is possible that prices will continue to go up as is commonly expected, there is a high probability of steady and substantial real home price declines extending over years to come..(CF DP 1630).

E altri come Nassim Taleb (tail risk), Paul Krugman, Niall Ferguson, William White (great moderation leads to financial instability), Joseph Stiglitz etc.

Ma anche il piano de Rato adottato dal IMF nel 2005:

"..strategia per rafforzare la capacità di analizzare i mercati finanziari e le connessioni tra macroeconomia e finanza".

Obiezione 2:…Comunque pochi e gli altri?

- Obiezione accolta! Due risposte:

1. Gli economisti (come altri accademici) hanno un basso payoff dall'investire in previsioni, pochi lo fanno ma quei pochi lo fanno bene (l'articolo di Rajan non verrebbe pubblicato da nessuna rivista seria)
2. Il loro lavoro è essenziale per fornire ai "previsori" gli strumenti per fare analisi corrette
   - L'idea di Rajan sugli effetti distorsivi degli incentivi non è sua ma di uno di quegli "oscuri" economisti
   - Cosi pure l'idea che se ci si libera dal rischio si introduce moral hazard
   - O ancora il ruolo di incertezza sulle probabilità nel far scomparire le transazioni in un mercato finanziario

A un livello più generale…

1. Amplissima letteratura in macro che studia le crisi e i suoi meccanismi. Alcune conclusioni:
2. Crisi più severe quando (Calomiris,1989) :
   - In presenza di innovazione finanziaria non testata
   - Politiche monetarie e creditizie espansive (oggi sappiamo che la taylor non è stata seguita)
   - Presenza di sussidi pubblici all'assunzione di rischi finanziari

- Questi aspetti famigliari ai macroeconomisti sono ingredienti cruciali di questa crisi

Ultime accuse: 9 e 10

9) Gli economisti hanno fatto scaricabaribile su politici e regolatori

- A me pare l'opposto, soprattutto riguardo ai primi e soprattutto in Italia

10) Gli economisti non si sono voltati indietro, non hanno cercato di trarre lezioni da quanto accaduto e non hanno fatto autocritica

- C'è una grossa attività di ricerca suscitata da questa crisi (e.g. Caballero e Krisnamurthy, JF 08;)
- Sull'autocritica e l'utoconfessione non ho statistiche, ma almeno uno è "reo confesso"
- Aggiungo il mio contributo: a giugno 2008, in un momento di relativa calma dei mercati, pensavo che la crisi fosse stata superata – ovviamente mi sbagliavo
- Ma più autocritica fa bene!

Richieste alla Giuria:1

Primo gruppo di accuse:

- Non hanno previsto lo *shock* prima che si realizzasse
- Non hanno previsto i *rischi* di crisi finanziaria

Assoluzione dalla 1 perché il **fatto non sussiste**

Assoluzione dalla 2 perché molti avevano evidenziato l'esistenza di rischi di collasso finanziario e alcuni che erano preposti allo scopo ne avevano perfettamente illustrato il meccanismo (e come evitarli)

Richieste alla Giuria:2

Secondo gruppo:

1. I *macroeconomisti* non hanno capito la crisi perché all'oscuro degli sviluppi fondamentali del mercato del credito
2. Non sono stati in grado di valutare l'effetto della crisi sull'economia

Parzialmente vero ma con eccezioni importanti anche sul timing:

Reato di omissione per il quale si invoca una multa, anche salata. Ma una volta verificatasi sono stati molto rapidi a catch up…come dimostra la seguente diapositiva

Tre ragazzi **Fadi Hassan, Paolo Lucchino** e **Salvatore Morelli** con un master in Economia a LSE hanno rapidamente assemblato una delle migliori spiegazioni della crisi.

Ecco il link

http://www.quattrogatti.info

Richieste alla Giuria:2

Terzo gruppo di accuse: alla scienza

1. L'economia si basa su ipotesi insensate e irrealistiche etc.

- In tutte le scienze sociali c'è molta eterogenità di vedute e di metodologie; non esiste una metodologia "giusta" ma metodologie che si confrontano.
- In economia non c'è dominio ideologico anche se vi sono opinioni prevalenti e diversità di vedute profonde

Non c'è reato: ma un richiamo agli economisti perché assicurino la concorrenza delle idee all'interno della loro disciplina è opportuno

Conclusione

Domanda alla giuria:

- “Pensate che il Corriere della Sera farebbe meglio ad affidare a Sartori i commenti economici piuttosto che lasciarli a Giavazzi?”
- Se più del 30% dei giurati risponde si:
  - O Giavazzi - nella percezione dei lettori - ha fatto molto peggio di Sartori commentando l’economia
  - O la mia difesa degli economisti non è stata sufficiente a fargli cambiare opinione
- In entrambi i casi ne emergerebbe una utile indicazione per Gaggi da passare al direttore del Corriere per i successivi adempimenti