

LAUDATIO PRONUNCIATA IN OCCASIONE DEL CONFERIMENTO DELLA LAUREA AD HONOREM A JEAN TIROLE

Roma, 18 maggio 2012

Giancarlo Spagnolo

Come per Tommaso, anche per me scrivere una *Laudatio* per Jean Tirole e' un piacere oltre che un onore. Anche io sono stato un soldatino entusiasta nell'esercito della rivoluzione legata all'applicazione della teoria dei giochi all'analisi dei mercati oligopolistici e dei contratti, esercito di cui Jean e' stato probabilmente il 'lider maximo'. E' un piacere anche perche' mi riconosco un po', nel mio piccolo, nella sua varieta' di interessi e attenzione ai problemi reali.

La sua grande curiosita' intellettuale lo ha spinto a lavorare nei campi piu' disparati, nonostante si dica che specializzarsi sia vantaggioso per la produttivita' nella ricerca scientifica. Jean dimostra che questo vale solo a certi livelli, certamente non al suo. Per nominare solo alcuni dei campi in cui Jean ha ottenuto risultati fondamentali, oltre a quelli descritti da Tommaso, ci sono l'economia delle organizzazioni (pubbliche e private), della corruzione, degli incentivi reputazionali, degli standards innovativi, dei contratti incompleti e dell'ambiente. Piu' di recente Jean ha anche prodotto diversi importanti contributi all'economia comportamentale. Per non parlare dei tanti contributi all'analisi dei mercati finanziari e della loro regolamentazione che discuteremo piu' avanti.

La grande attenzione ai problemi reali ha portato Jean a cercare sempre di offrire una soluzione 'pratica' per i problemi analizzati, come gia' Tommaso ci ha spiegato nel caso delle telecomunicazioni. In questo senso, a differenza di alcuni dei suoi pur eccezionali co-autori americani, piu' simili a matematici, Jean puo' essere visto come un Grande Maestro della scuola ingegneristica francese nata con l'illuminismo: un Ingegnere Economico che usa le sue incredibili capacita' logiche e matematiche per cambiare il mondo in meglio. Anche se, come con la cioccolata di cui va pazzo, ogni tanto non resiste al piacere di scrivere un paper un po' piu' astratto, ad esempio sul problema di agenzia con il principale informato, sulla congettura di Coase, o sui contratti dinamici e la loro rinegoziazione, che poi quasi sempre diventa un punto di riferimento per la letteratura successiva.

Prima di passare a parlare dei contributi di Jean Tirole legati ai mercati finanziari, vorrei ancora sottolineare la sua grande indipendenza intellettuale, il suo genuino interesse nei problemi che analizza, anche se magari non proprio di moda al momento. Un esempio che alcuni in questa sala ricorderanno rende l'idea. Tre anni fa, alla fine della piu' grave crisi finanziaria dagli anni trenta, Jean Tirole fu chiamato a dare la prestigiosa lezione Costa a Roma. Sapendo che Jean aveva lavorato e stava ancora lavorando intensamente sulle crisi finanziarie, molti di noi si

aspettavano una lezione su quel tema. Jean, invece, scelse “The Economics of Global Warming”.

E' evidente che il problema del global warming, nel lungo periodo, e' enormemente piu' importante di qualsiasi problema finanziario - crediti e prestiti non si respirano poi tanto bene. Ma nel breve periodo, appena dopo una simile crisi, la sua scelta di parlare di problemi ambientali alla Confindustria riunita - e le facce sorprese di alcuni spettatori che forse non avevano letto bene il programma - mi fa ancora sorridere. E Soprattutto, mi ricorda la sua grande indipendenza intellettuale, la sua liberta' da mode e pressioni, cosi' importante in un momento in cui diversi esimi colleghi d'oltreoceano ne hanno mostrata assai poca.

Passiamo ora a discutere, a grandissime linee visti i tempi a disposizione, i contributi di Jean Tirole allo studio di materie finanziarie.

Il primo insieme di contributi, anticipato da Tommaso, riguarda il funzionamento e la regolamentazione del mercato delle carte di credito. Problemi di rete analoghi a quelli tipici delle telecomunicazioni si sommano qui ad una tendenza congenita delle Banche a cooperare, nel bene e nel male. I suoi lavori con Rochet rimangono i riferimenti principali per la comprensione del funzionamento di questi complessi mercati a due lati, ad esempio riguardo al ruolo giocato dalla tariffa di interconnessione (o interchange fee), che risulta essere una determinante della struttura dei prezzi, non tanto del loro livello. E restano le referenze di base per la regolamentazione di questi mercati, come per le numerose azioni antitrust che li hanno riguardati negli ultimi anni.

Un secondo gruppo di contributi riguarda l'esistenza di “bolle razionali”, e piu' in generale di equilibri con speculazione in presenza di aspettative razionali. E' il caso di notare che il primo articolo di Jean su questo argomento e' stato pubblicato su Econometrica gia' nel 1982, poco dopo la fine del suo PhD, mentre l'ultimo, assieme ad Emanuel Fahri, e' recentissimo ed ancora in via di pubblicazione. Questo mostra come non si tratti solo di lavori estemporanei, causati da interesse momentaneo o da mode, ma del frutto di un interesse approfondito e di lungo respiro.

Una terza serie di importanti contributi di Jean relativi alla 'prudential regulation' del capitale bancario sono esemplificati dal suo libro con Matthias Dewatripont, “The Prudential Regulation of Banks.” L'enfasi qui' e soprattutto su due temi. Il primo e' il possibile azzardo morale delle singole banche, che tendono a prendere rischi eccessivi investendo i depositi perche' protette - in caso di cattive realizzazioni - dalla responsabilita' limitata e dalla tendenza dei governi a salvare le le grandi banche in difficolta', ed il ruolo dei requisiti di capitale nel prevenire questo problema. Il secondo e' il rischio di contagio tra banche attraverso il mercato dei prestiti interbancari che le interconnette in modo complesso, analizzato soprattutto nei lavori con Rochet.

Alcuni di questi lavori, come l'ormai classico Holmstrom e Tirole (1997), sono stati espressamente motivati dal desiderio di capire crisi finanziarie precedenti a quella del 2007-2009, come quella del Giappone negli anni ottanta e della Scandinavia all'inizio degli anni novanta. Nell'insieme, questi lavori hanno avuto una profonda influenza sugli accordi internazionali di Basilea II e sulla regolamentazione del capitale bancario ad essa collegata.

Un quarto insieme di contributi possono essere raccolti sotto il cappello della Corporate Finance and Governance. Il lavoro con Dewatripont (1994), in cui Jean mostra come la struttura del capitale ottimale di una azienda serva da complemento agli incentivi monetari per disciplinare i manager, e' forse il contributo piu' famoso in quest'ambito. Un esempio forse meno conosciuto e' il suo lavoro con Fudenberg del (1995), in cui ci spiega perche' le aziende tendono a distorcere i loro bilanci imputando all'anno prima o a quello dopo perdite e guadagni in modo da ottenere un flusso di cassa o di dividendi poco variabile, "smooth". Un ulteriore esempio, che fa da ponte con l'ultima linea di ricerca in campo finanziario, forse la piu' importante, e' il lavoro del (1993) con Bengt Holmstrom in cui ci spiega come la quotazione delle azioni di una azienda sul mercato contenga informazioni addizionali rispetto qualsiasi misura di performance amministrativa, e come la concentrazione della proprieta' di una azienda - riducendo il numero di azioni sul mercato - riduce la liquidita' di del titolo e quindi la qualita' della informazione utilizzabile per scopi di governance.

L'elegante apparato teorico che Jean ha sviluppato, in particolare nei lavori con Holmstrom, sono poi serviti a creare quel bellissimo libro, "The Theory of Corporate Finance," che e' subito diventato il manuale di riferimento per i corsi avanzati di corporate finance and governance in tutto il mondo.

Chiudiamo questo elenco, forse un po' noioso ma indispensabile per dare una idea dell'ampiezza dei contributi di Tirole in campo finanziario, parlando di liquidita', e della crisi di liquidita' avvenuta nel 2007-2009.

A partire dagli anni '90, in una serie di lavori - alcuni dei quali ancora con Bengt Holmstrom - Jean ha studiato le diverse fonti di liquidita', definita come l'insieme di strumenti che permettono di trasportare valore da un periodo all'altro, ad esempio per far fronte ad uno shock inatteso. Tra le domande che si e' posto vi e', ad esempio, se il settore privato sia teoricamente in grado di generare tutta la liquidita' necessaria ad un equilibrio efficiente. Un risultato fondamentale del lavoro del 1998 e' che in presenza di uno shock aggregato la liquidita' prodotta dal settore privato non e' mai sufficiente, e' sempre necessario che sia integrata da liquidita' generata dal settore pubblico.

Queste analisi relative a cause ed effetti della mancanza di liquidita', pur essendo apparse gia' dieci o quindici anni prima della crisi, sono risultate cruciali per la comprensione dell'ultima crisi e delle politiche di intervento da approntare in futuro per prevenirle. L'eccellente' articolo di rassegna apparso sul Journal of Economic Literature nel 2011 ed il volume con Holmstrom pubblicato nello stesso anno sistematizzano questi contributi in maniera esemplare, collegandoli direttamente agli eventi del 2007-2009 ed al dibattito che e' seguito su come prevenire un'altra crisi di questo genere.

I due contributi appena pubblicati sull'American Economic Review, rispettivamente sulla politica di intervento ottimale per superare problemi di "rottura del mercato" causati dalla selezione avversa, come durante la crisi; e (con Fahri) sulle complementarità nell'azzardo morale delle banche, cioè i maggiori incentivi che ogniuna banca ha ad essere poco liquida quando anche le altre lo sono (nel qual caso l'intervento pubblico e' piu' probabile) completano l'impressionante elenco.

Non vedo l'ora di ascoltare la lezione di oggi che sara' proprio su come prepararci e prevenire nuove crisi.

Prima di passare la parola a Jean, un breve aneddoto personale - di cui lui non sa nulla - che svela quello che colleghi e co-autori di altissimo livello pensano di lui. Dopo il mio PhD ho tenuto un seminario a Toulouse per una posizione post-dottorato. Parlando con Jean Charles Rochet, co-autore di Jean e grande esperto di microeconomia bancaria, two-sided markets e disegno di meccanismi (ora a Zurigo), ho lodato Toulouse dicendo che e' davvero una facolta' eccezionale. Jean Charles mi ha risposto "Certo che e' eccezionale, c'e' Jean...", indicando con il dito l'ufficio di Jean dall'altra parte del corridoio.

Alla luce di tutto questo, sembra superfluo aggiungere che la Laurea Magistrale Honoris Causa che oggi gli conferiamo e' pienamente giustificata, al punto da sembrare quasi un atto dovuto.

E' ora un grandissimo onore per me lasciare la parola a Jean Tirole per la sua Lezione Magistrale.