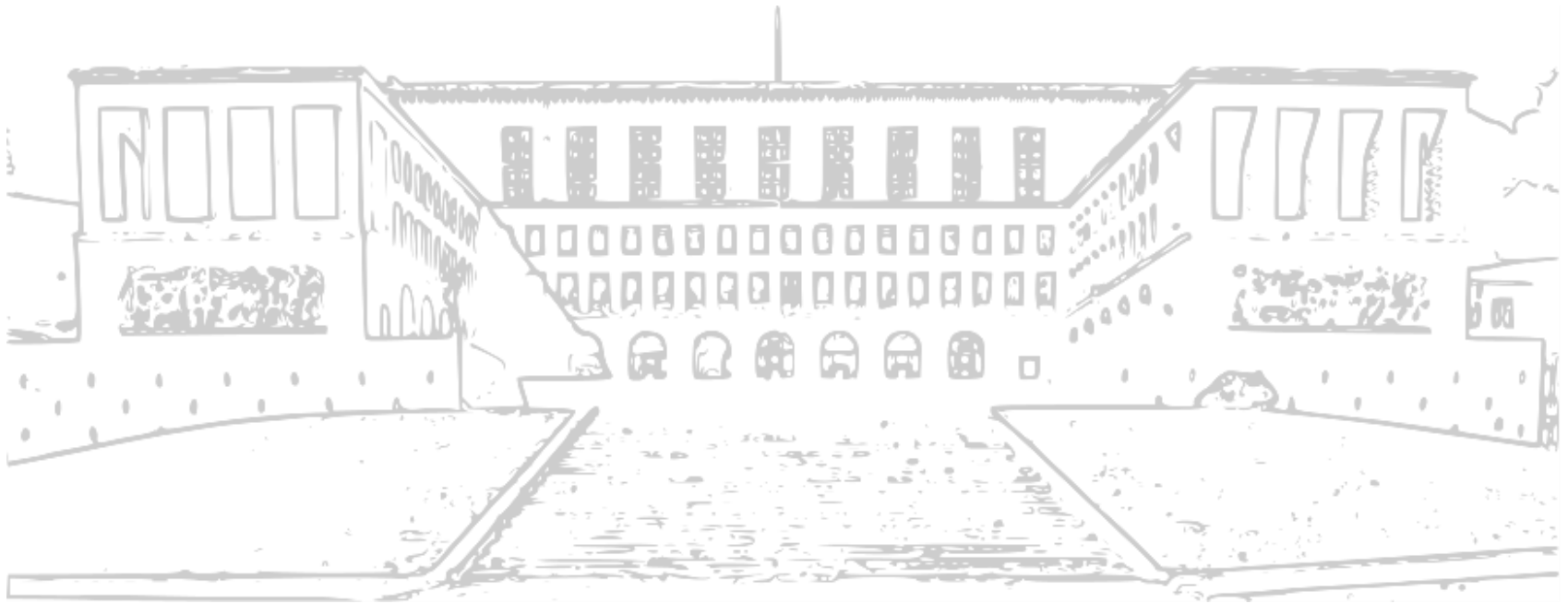


LE CRISI FINANZIARIE

A.A. 2018/2019

Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it

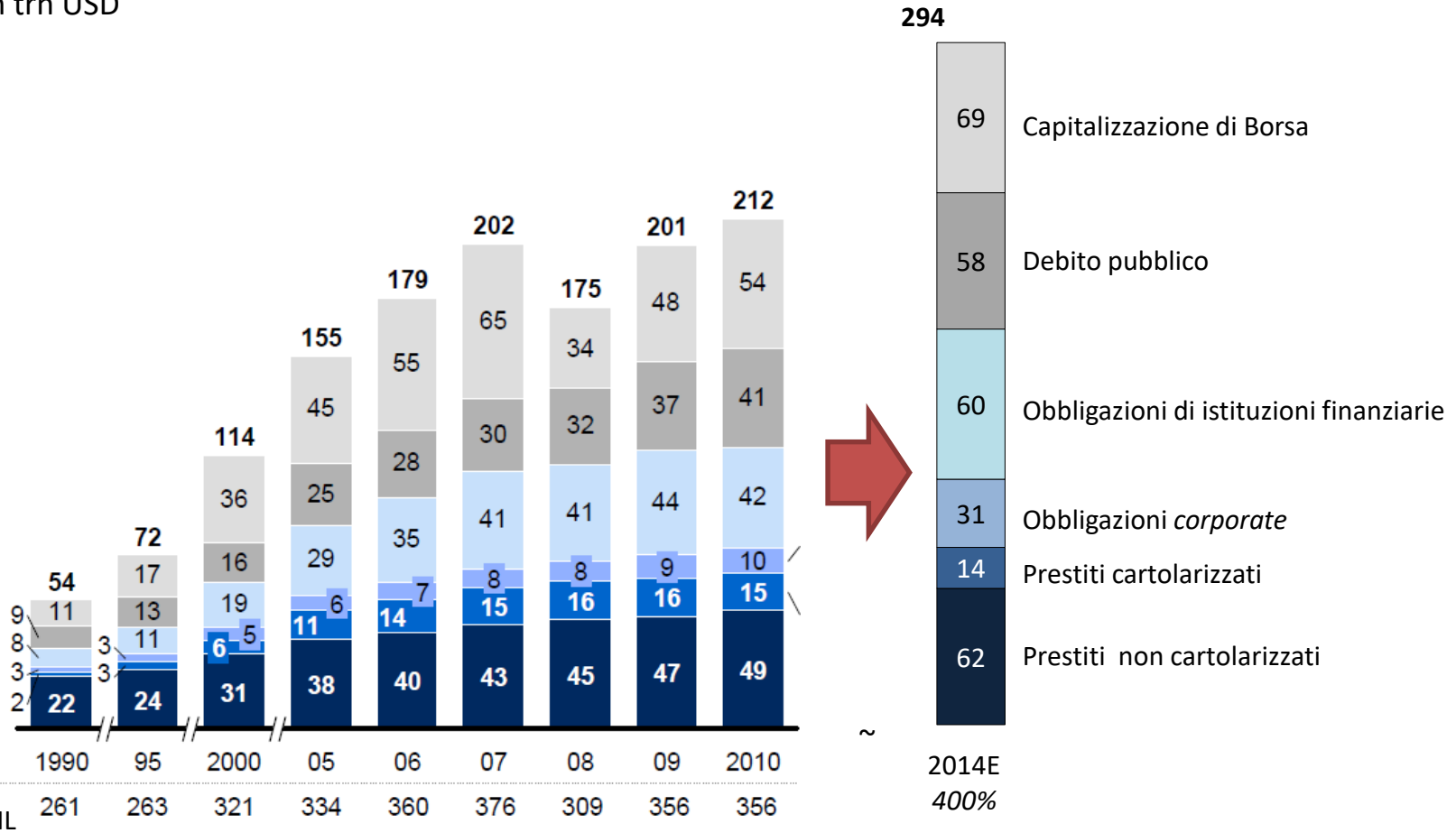


AGENDA

- Perché esistono le crisi finanziarie?
- Si possono evitare?
- Esempi:
 - la crisi del '29
 - la crisi del 2007-2009
 - le crisi nei mercati emergenti

PERCHÈ ESISTONO LE ISTITUZIONI FINANZIARIE?

Dati in trn USD



PERCHÈ ESISTONO LE ISTITUZIONI FINANZIARIE?

Perché sono così importanti?

- Negozano informazioni private
- Offrono una garanzia di solvibilità
- Riducono l'asimmetria informativa

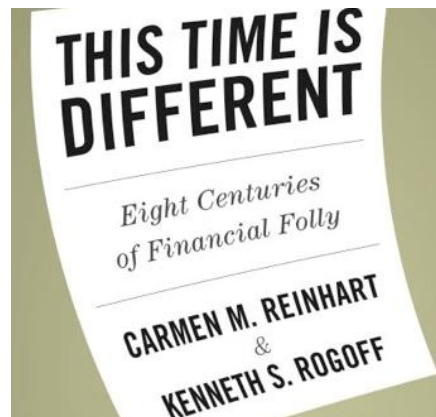
Tuttavia, senza poter escludere conflitti di interesse, frodi, fallimenti, ...



PERCHÉ ESISTONO LE CRISI FINANZIARIE?

- Uno **shock** innesca la caduta di uno **squilibrio** accumulato nel tempo
- Aumentano i problemi di **informazione asimmetrica**
- Le risorse sono allocate in modo inefficiente: **crisi finanziaria**
- **Stretta creditizia e recessione**: bolle, crolli di mercato, corsa agli sportelli, *default* di Paesi

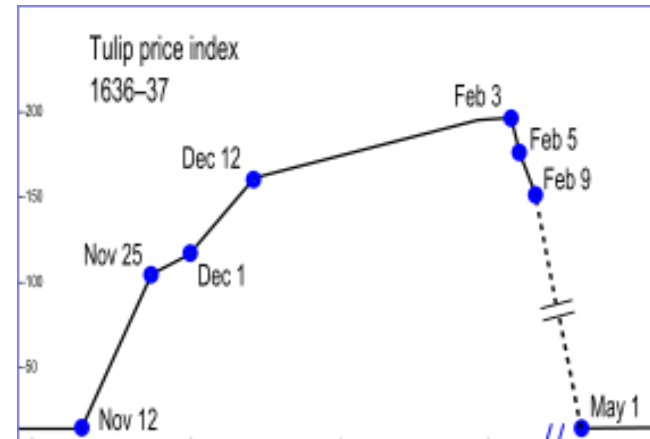
La storia si ripete?



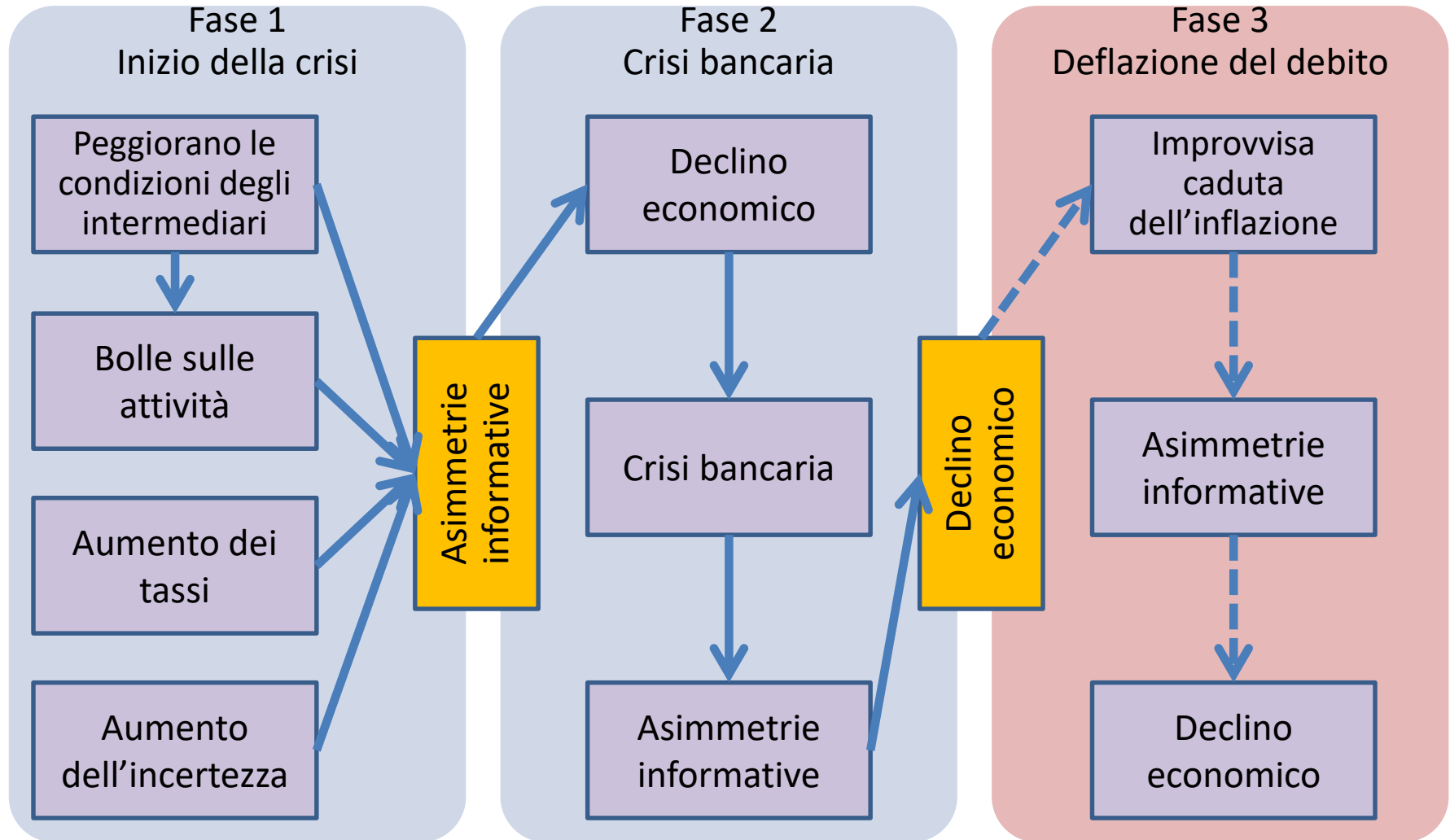
ESEMPIO

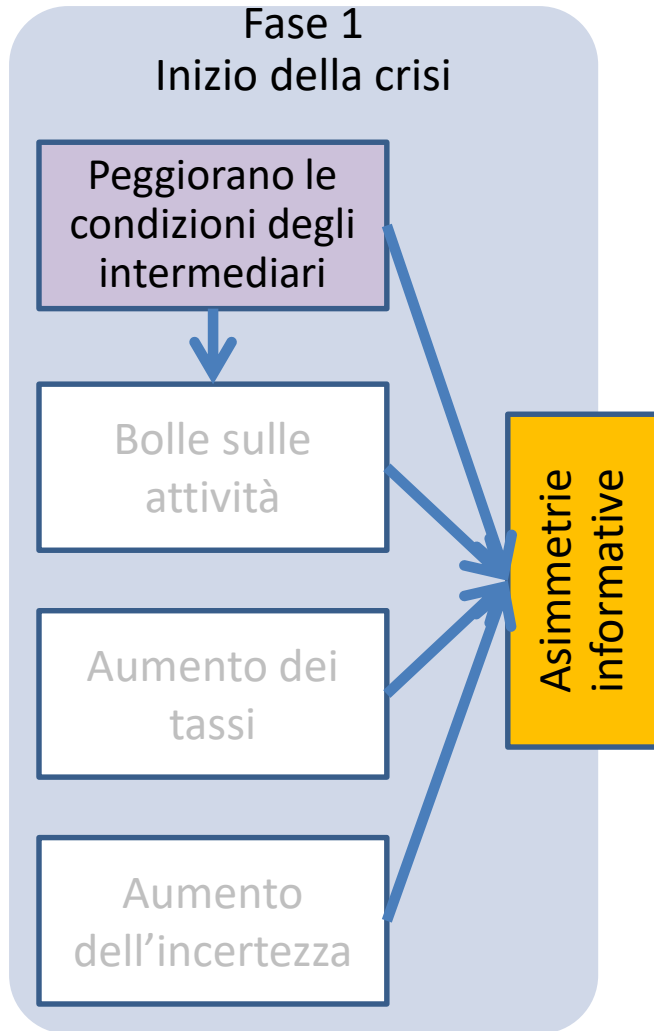
- Immaginate esista un nuovo *asset* di lusso ma che richieda del tempo per essere prodotto
- Al crescere del benessere, aumenta la domanda: uno solo di questi *asset* comincia ad essere scambiato a 20 o 40 volte il reddito medio annuo
- La domanda è così forte che cominciano ad essere acquistati *asset* all'inizio della fase produttiva, o addirittura per i quali è appena pianificata la produzione futura
- Ora, introducete la possibilità di acquistare gli *asset* futuri versando un premio limitato rispetto al controvalore del contratto... cosa può accadere?
- A questo punto, se qualcuno osserva la possibilità futura di crescita della domanda e comincia a maturare dei dubbi... cosa può accadere?
- Cosa accade a chi detiene contratti su acquisti futuri quando il sottostante crolla di prezzo?

Una storia recente?



PERCORSI DELLE CRISI FINANZIARIE



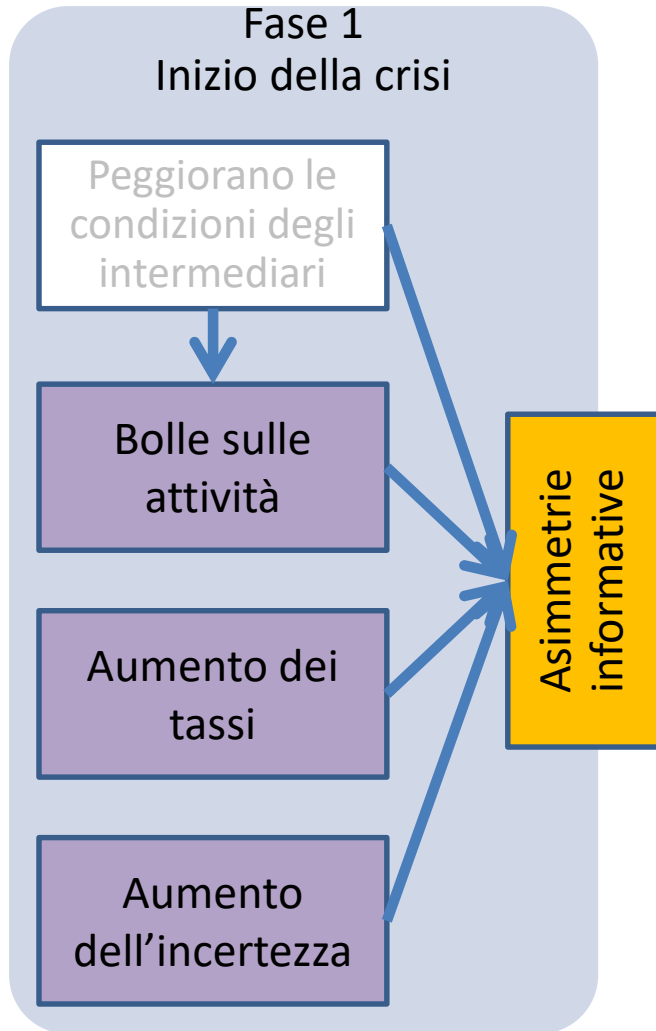


Fase 1 – inizio della crisi

Diversi “inneschi” con conseguenze simili:

- Errata gestione dell’innovazione:
 - **Deregolamentazione, ricorso eccessivo al credito:** minore monitoraggio
 - Aumento del *moral hazard* per effetto dei **sistemi di garanzia**
 - Cadute di valore di attività, valore netto delle banche ridotto: stretta creditizia (***deleveraging***), incertezza, uscite non anticipate, ... crolla il mercato del credito
 - **Mancanza di sostituti** agli intermediari, perdita di accessibilità ai fondi delle imprese, mancanza di investimenti, minore crescita (cont.)

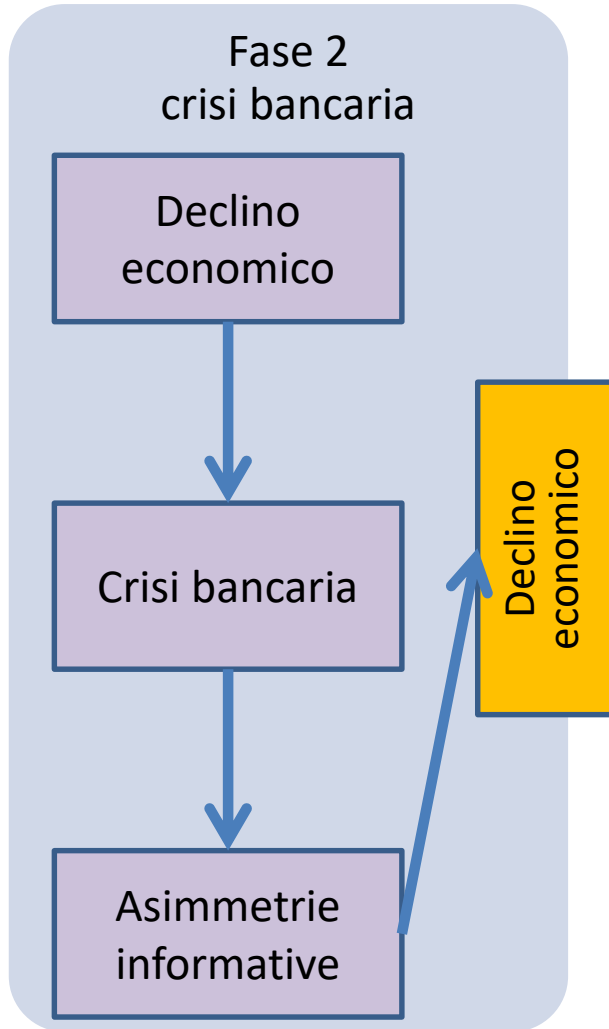
PERCORSI DELLE CRISI FINANZIARIE



(cont.)

- **Bolle:**
 - Spesso alimentate dal credito “facile”
 - Il valore delle imprese coinvolte si riduce
 - Stretta creditizia
- **Aumento dei tassi:** prevalenza di prenditori più rischiosi, declino economico da incremento delle passività, stretta creditizia
- **Aumento generalizzato dell'incertezza:**
 - **Aspettative future in peggioramento** (es. fallimenti, salari, vendite, ...)
 - Maggiore asimmetria informativa e stretta creditizia

PERCORSI DELLE CRISI FINANZIARIE



Fase 2 – crisi bancaria

Peggioramento delle prospettive economiche:

- Incertezza sulla solvibilità bancaria: **corsa agli sportelli e *default***
- Meno intermediari, maggiori asimmetrie
- Stretta creditizia e declino economico

Solitamente a questo punto:

- I governi “salvano” le istituzioni in difficoltà e inaspriscono le regole
- L’incertezza si riduce
- Miglioramento delle aspettative e recupero dei mercati
- Riduzione delle asimmetrie e crescita

Talvolta l’intervento è tardivo e si innesca la Fase 3

PERCORSI DELLE CRISI FINANZIARIE

Fase3 deflazione del debito

Improvvisa
caduta
dell'inflazione



Asimmetrie
informative



Declino
economico

Fase 3 – deflazione del debito

- Improvvisa marcata caduta dei prezzi per produttori e consumatori: peggioramento delle aspettative
- Maggiori difficoltà per i debitori: in termini reali le passività aumentano e le attività si riducono
- Stretta creditizia: la rischiosità è eccessiva rispetto alle condizioni di remunerazione (tassi reali) e alle possibili perdite
- Declino economico: il mercato del credito “si inceppa”
- Lunga fase economica depressiva

LA GRANDE DEPRESSIONE: ASPETTI CHIAVE

La recessione più lunga (1929-39), ampia (“globale”) e profonda (milioni di disoccupati, fallimento di metà del sistema bancario):

- crisi agraria: siccità, prezzi in caduta, fallimenti bancari
- **crollò del mercato azionario (1929)**: minori consumi, accumulo merci invendute, prezzi azionari in crescita al di sopra degli utili (Giovedì/martedì nero: vendite di massa di titoli)
- **credito “facile”**: molti investitori si indebitano per acquistare titoli alimentando una crescita di oltre +100% in meno di 2a (in rovina anche per l’aumento dei tassi)
- **spirale**: meno investimenti e fallimenti, disoccupazione o riduzione dei salari, meno consumi
- **ruolo monetario**: *gold standard* (regime a cambi fissi), contagio
- MA il mercato azionario dimezza le perdite in un anno

LA GRANDE DEPRESSIONE: ASPETTI CHIAVE

- **1930-31:** 5mln disoccupati solo negli USA, produzione -50%
- **fallimenti bancari e corsa agli sportelli:** migliaia entro il 1933, mentre i disoccupati sono 15 milioni (20%)
- **Hoover:** prestiti alle banche, sperando che giungendo alle imprese stimolino investimenti e occupazione (ma lo stesso Tesoro è privo di fondi)
- **Roosevelt (“New Deal”):**
 - riforme di stabilizzazione bancaria, industriale, agraria (es. assicurazione dei depositi e regole sulla Borsa)
 - spesa pubblica in infrastrutture, assicurazione della disoccupazione e *welfare* dal 1935
 - forte ripresa dal 1933 (+9% PIL reale), nuova recessione nel 1937 per l’aumento del requisito di riserva bancaria
 - nel frattempo l’Europa si prepara alla **IIGM...**

LA CRISI DEL 2007-2009

Una ricetta per il perfetto disastro finanziario:

1. **Bassi tassi** facilitano il credito, **alti tassi** promuovono rischi eccessivi: la tempistica è determinante
2. **Bolla immobiliare** (picco nel 2004):
 - Alimentata da e alimenta il **credito facile** e l'entrata di capitali stranieri
 - **Innovazione finanziaria**: MBS, CDO, CDS e altri prodotti in cerca di liquidità artificiale e per il coinvolgimento del mercato dei capitali
 - Revisione dei modelli di business: **originate-to-distribute**
3. **Deregulation** e **standard del credito meno stringenti**, riduzione della trasparenza e fragilità del “**sistema bancario ombra**”
4. **Scoppio** della bolla: interruzione dei flussi di capitali, perdite, aste/sfratti
5. **Banche colpite** da ogni lato: come investitori, creditori di imprese e famiglie
6. **Interventi della BC** (facilitare il credito e l'accesso ad esso) e dei **governi** (salvataggi e spesa pubblica) trasferiscono il problema sul **debito pubblico**
7. Le prospettive non migliorano: **deleveraging**

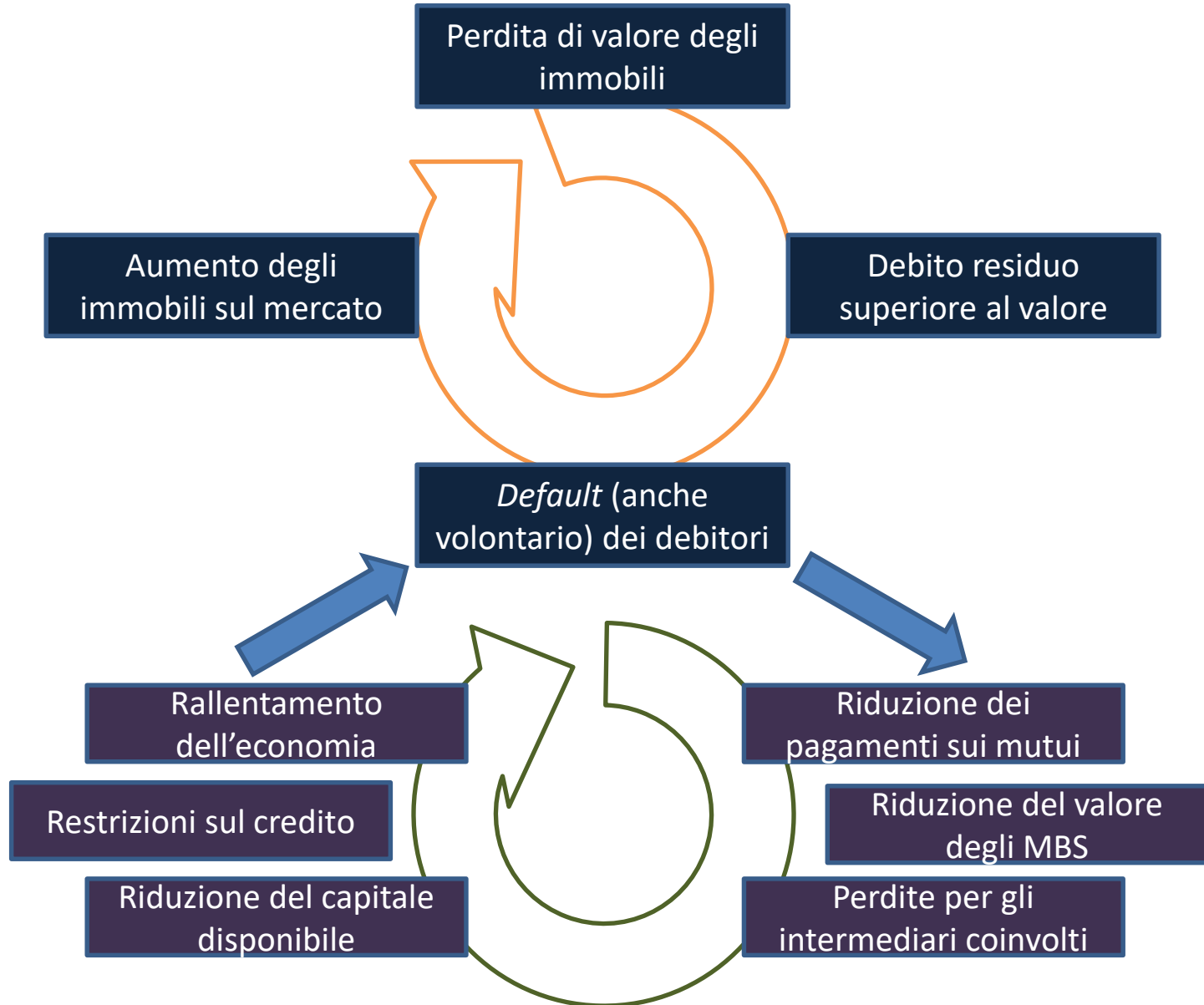
LA CRISI DEL 2007-2009

Principali accusati

Mutui *subprime*:

- Molti prestatori, pochi buoni prenditori, elevata competizione, saturazione del mercato: utili solo riducendo gli standard di sottoscrizione
- Ricartolarizzazioni, maggiori tassi, *tranching* aggressivo, garanzie degli *originator*
- Ma, piccola quota (10-20% max) di un mercato di «soli» 12 trn USD (*subprime*, ALT-A, NINJA)
- Sottoscrittori pubblici (Fannie Mae/Freddie Mac): conflitto di interessi
- Bolla immobiliare: rifinanziamento a tassi inferiori all'apprezzamento atteso
- Incentivo a proporre *rating* accondiscendenti: conflitto di interessi
- O-T-D: problemi di agenzia e di asimmetria informativa
- Bassa trasparenza all'allungarsi della catena
- ... ma era già successo, pur con dimensioni diverse, a fine Anni '90

LA CRISI DEL 2007-2009



LA CRISI DEL 2007-2009

Credito facile e *predatory lending*:

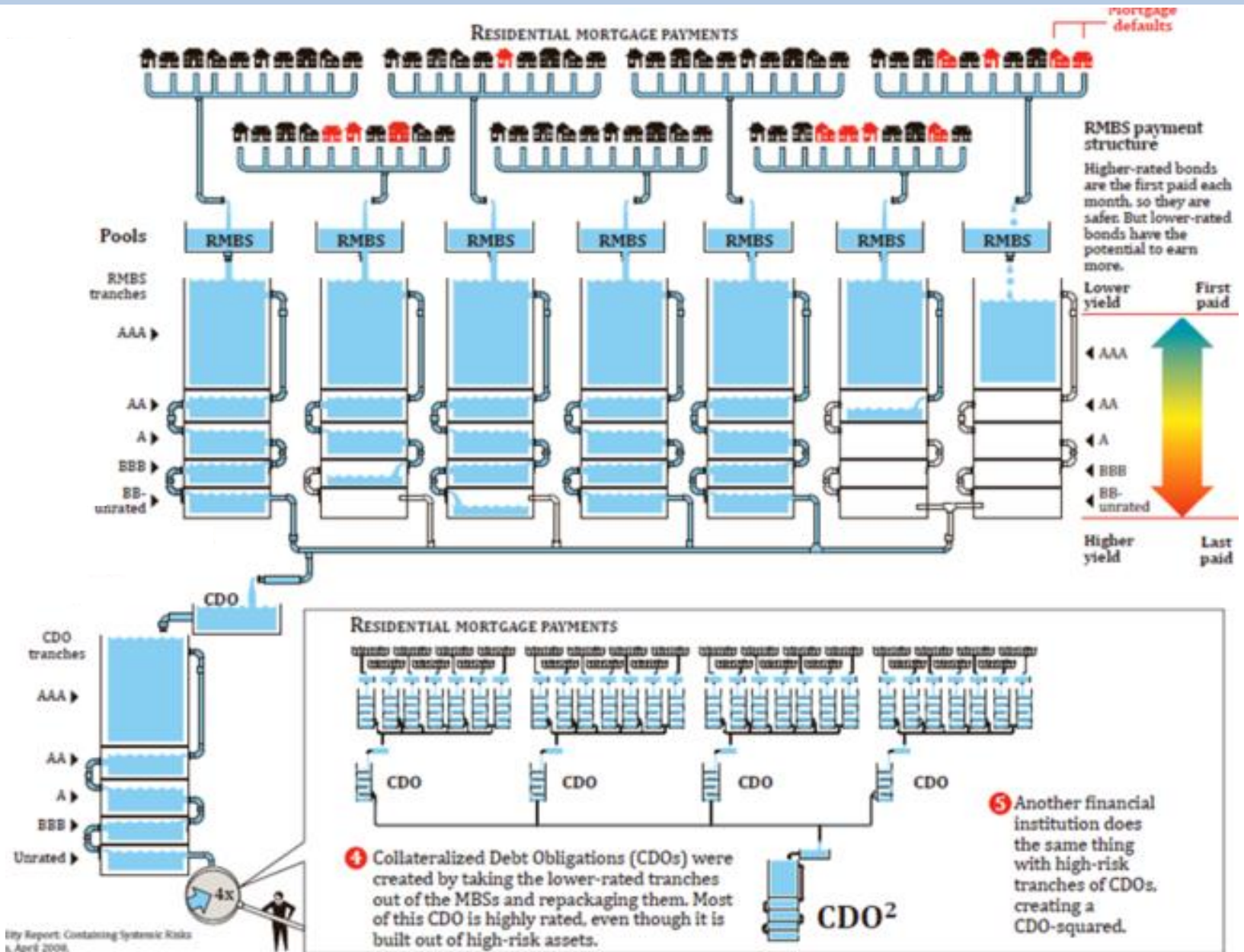
- Tassi bassi dopo gli eventi del 2001: incentivo all'indebitamento
- Deficit di parte corrente USA con grandi afflussi di fondi esteri (emergenti, petrolio): ulteriore abbassamento dei tassi
- I tassi aumentano rapidamente al surriscaldarsi del ciclo economico disincentivando gli eccessi ma in ritardo: nel frattempo si abbassano gli standard di sottoscrizione
- Rischi/costi maggiori di quanto comunicato (es. mutui con rate iniziali di soli interessi al di sotto del costo del denaro), falsificazione di documenti per aumentare i volumi
- Conflitti di interessi:
 - Nell'offrire *rating* e assistenza alle emissioni
 - Nell'originare e amministrare i nuovi strumenti finanziari

LA CRISI DEL 2007-2009

Innovazione finanziaria

- Nuovi strumenti complessi generano problemi di trasparenza: ARM, MBS, CDO, CDS, ... crescita esponenziale in tempi brevi
- Cartolarizzazioni che diffondono invece di trasferire i rischi
- Innovazioni per aggirare la regolamentazione
- Rischi sottostimati o sconosciuti non prezzati negli strumenti
- Bolla delle *commodity*: politiche monetarie accomodanti fanno spostare rapidamente masse di denaro dalla bolla immobiliare in fase calante attraverso svariati veicoli di investimento

LA CRISI DEL 2007-2009



LA CRISI DEL 2007-2009

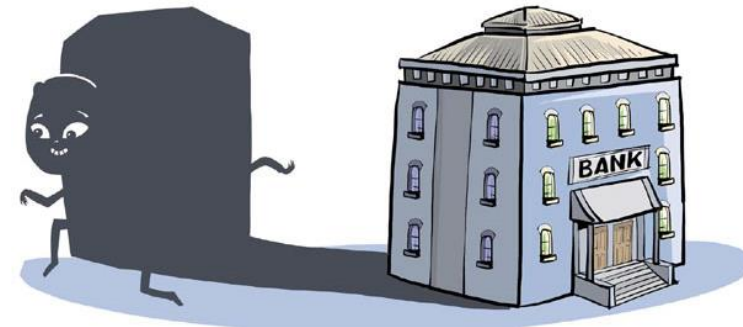
Deregulation e leveraging:

- Vicinanza fra attività di banche commerciali e d'investimento
- Incrementi dell'assicurazione dei depositi: *moral hazard*
- Scarsa trasparenza dei derivati
- Leva finanziaria fuori bilancio
- Sovraindebitamento di imprese e famiglie



Sistema bancario ombra

- Imprese non regolamentate che sottoscrivono prodotti quasi-bancari e divengono centrali nell'offerta di credito
- Fragilità maggiore in seguito al riscatto dei fondi in mancanza di nuove espansioni del mercato delle cartolarizzazioni



LA CRISI DEL 2007-2009: QUALCHE DATA

- **2007**
 - AGO: panico in seguito alle difficoltà di prezzamento di MBS/CDO
 - SET: Northern Rock (UK) in crisi di liquidità dalle cartolarizzazioni
- **2008**
 - GEN: maggior caduta di valore immobiliare USA in 25 anni
 - MAR: Bear Stearns acquistata da JP Morgan per evitare il fallimento
 - **MAG: Tesoro USA annuncia “il peggio è passato”**
 - SET: salvataggio di Freddie Mac / Fannie Mae, fallimento LehmanBrothers, salvataggio di HBOS tramite Lloyds TSB, Goldman Sachs e JP Morgan trasformate in *holding*, fallimento di Washington Mutual e Wachovia (US), recessione irlandese con promessa – non mantenuta – di salvare l’intero sistema bancario
 - OTT: governo USA progetta riacquisto di strumenti “tossici”, collasso delle maggiori banche islandesi e “congelamento” degli investimenti UK, taglio congiunto di 8 BC dei tassi (tra cui BoE, BCE, FED), salvataggio di varie banche UK (RBoS, Lloyds TBS, HBOS)
 - **NOV: disoccupazione USA +240k in 1m, programma di iniezione di liquidità nelle banche USA, G20: Gordon Brown annuncia “abbiamo salvato il mondo”**

LA CRISI DEL 2007-2009: QUALCHE DATA

- **2009**
 - APR: G20 propone programma di stimolo mondiale (5trnUSD)
 - OTT: elezioni in Grecia ed evidenza dello scandalo contabile
- **2010**
 - APR: *rating* greco ridotto a “spazzatura”
 - MAG: primo salvataggio della Grecia
 - NOV: salvataggio dell'Irlanda
- **2011**
 - MAG: salvataggio del Portogallo
 - LUG: secondo salvataggio della Grecia
 - AGO: *downgrade* del debito USA
- **2012**
 - FEB: nuovo pacchetto di “*austerity*” per la Grecia
 - MAR: record della disoccupazione europea
 - GIU: record del debito spagnolo
 - **LUG: “*whatever it takes*”**

LA CRISI DEL 2007-2009: BREVE RESOCONTO

Principali conseguenze:

- **Bolla immobiliare:** standard di sottoscrizione deboli, caduta dei valori immobiliari e *default* dei prenditori con debiti superiori
- **Deterioramento delle istituzioni finanziarie:** svalutazione degli attivi collegati ai mutui, minore valore netto, *deleveraging*, stretta creditizia, asimmetrie informative
- **Corsa al sistema bancario ombra:** incremento dei requisiti di garanzia nei prestiti portano ad una spirale della liquidità (più garanzie, più *default*, svalutazioni, più garanzie, ...)
- **La bolla si estende ai titoli esterni al settore finanziario:** minor credito, maggiore incertezza, più asimmetria informativa, maggiori premi per il rischio, minori investimenti, minore crescita
- **Iniezioni di liquidità insufficienti e contagio a livello globale**
- **I fallimenti coinvolgono grandi istituzioni** (Bear Stearns, Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, ...) e indeboliscono il paradigma TBTF
- Fine del paradigma delle **banche di investimento**
- **Recessione, disoccupazione**

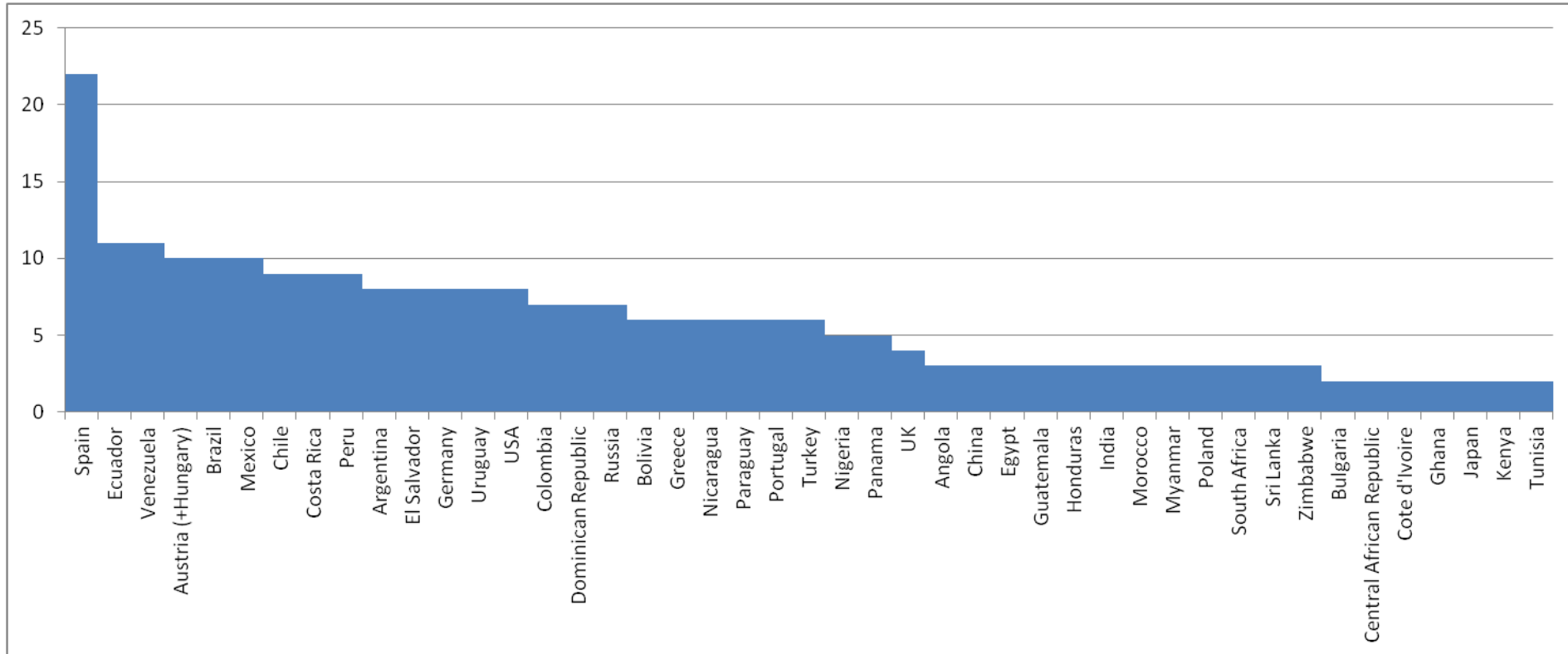
LE CRISI NEI MERCATI EMERGENTI

Passaggi simili ma con alcune fragilità ulteriori:

- **Regolamentazione/vigilanza più deboli** e incentivi dalla globalizzazione a **prestiti più rischiosi**, con prevedibili conseguenze
- **Deficit fiscali** pubblici e obbligo al sistema bancario di **acquisto del debito pubblico**, indebolendone i bilanci
- **Minori garanzie disponibili**, aumento delle asimmetrie informative
- **Impatti dalle politiche monetarie estere** a causa della maggiore dipendenza dai capitali esteri
- **Instabilità dei sistemi politici**
- Solitamente, **crisi valutaria** a seguito della speculazione internazionale e incremento dell'**inflazione**
- Per attrarre capitali, **aumento dei tassi** con impatti negativi sui soggetti ad elevata leva finanziaria (banche, ma non solo)
- **Fallimenti** dei debitori e delle banche
- Se non c'è recupero di crescita, **fallimenti di Paesi** o richieste di ristrutturazioni (Argentina, Indonesia, ...)

ESEMPI

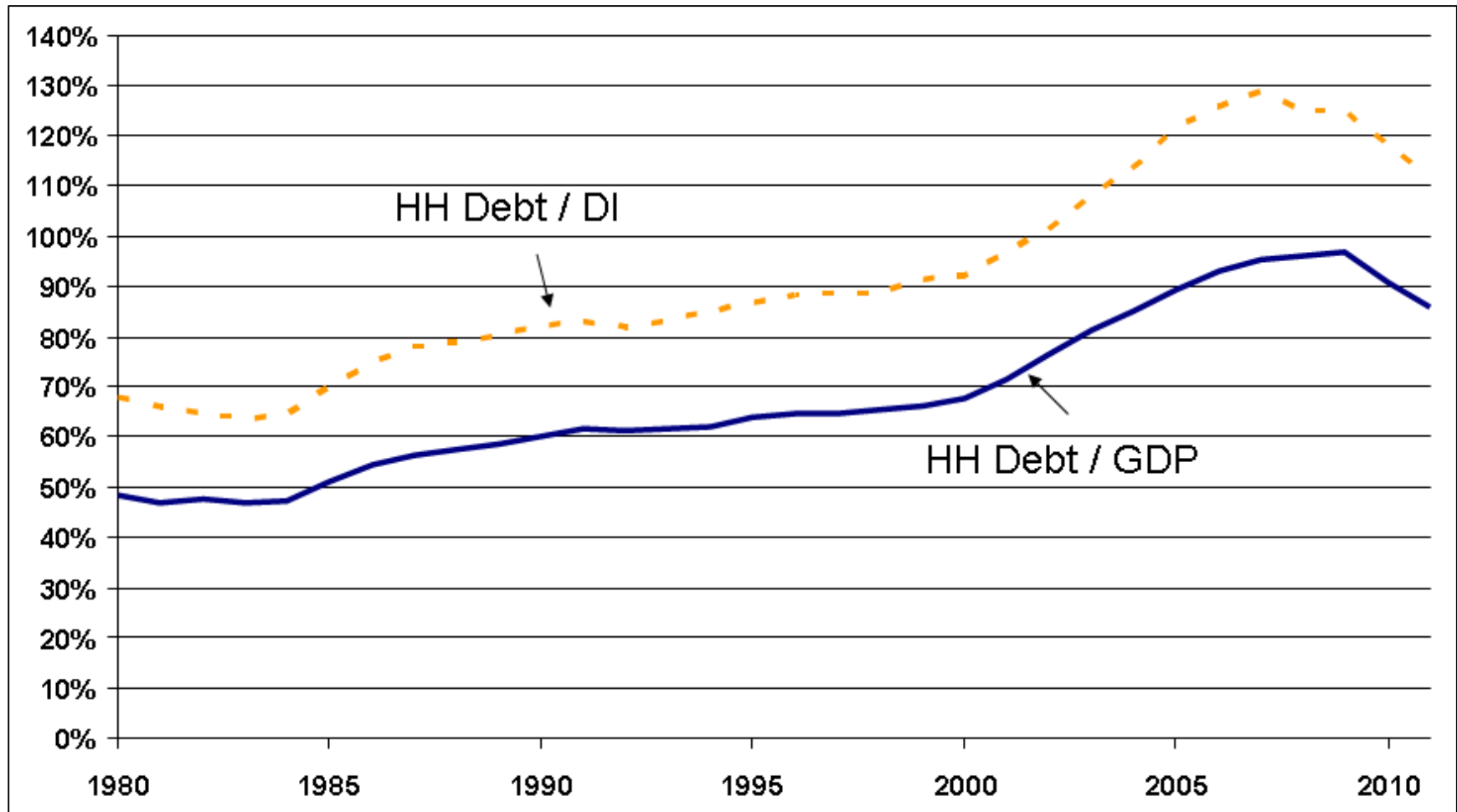
Fallimenti di Paesi dal 1500 (gran parte da metà dell'800)



Altri 37 Paesi hanno avuto almeno un caso (es. FRA, SWE, DEN, CRO)

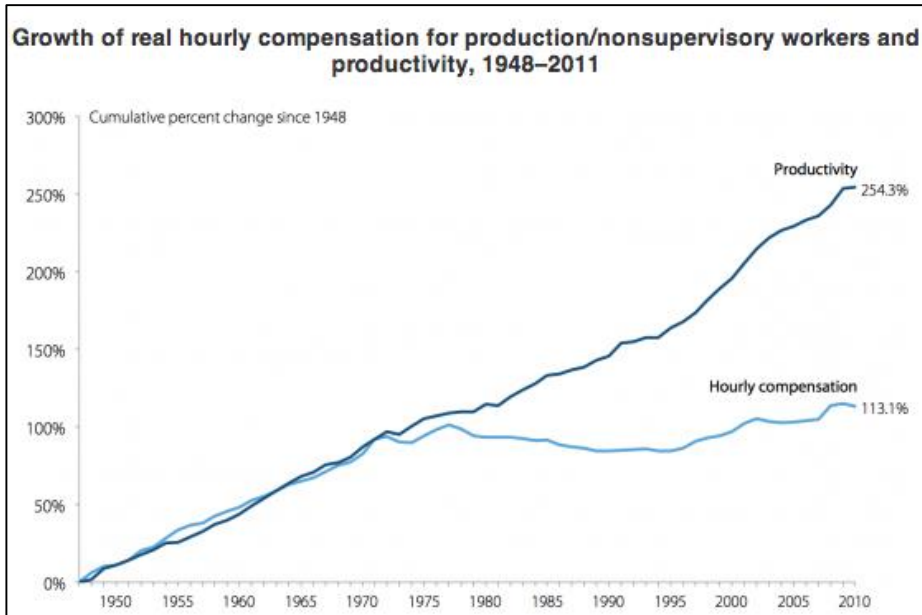
ESEMPI

Bolle alimentate al di sopra dei fondamentali: debiti delle famiglie rispetto al reddito disponibile e al PIL



ESEMPI

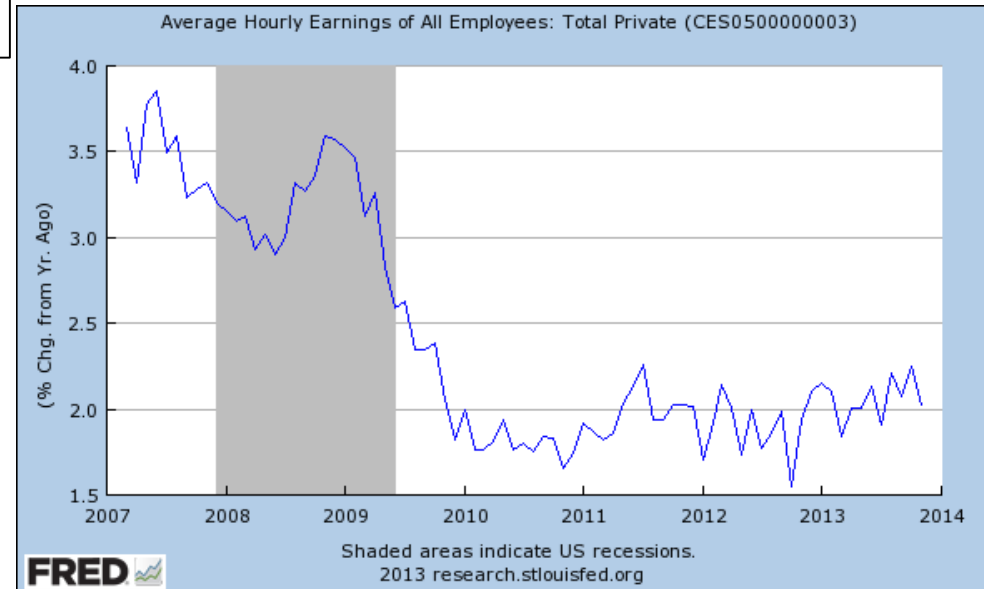
Altri punti di vista



Salari svincolati dalla produttività: il mio consumo è il tuo reddito...

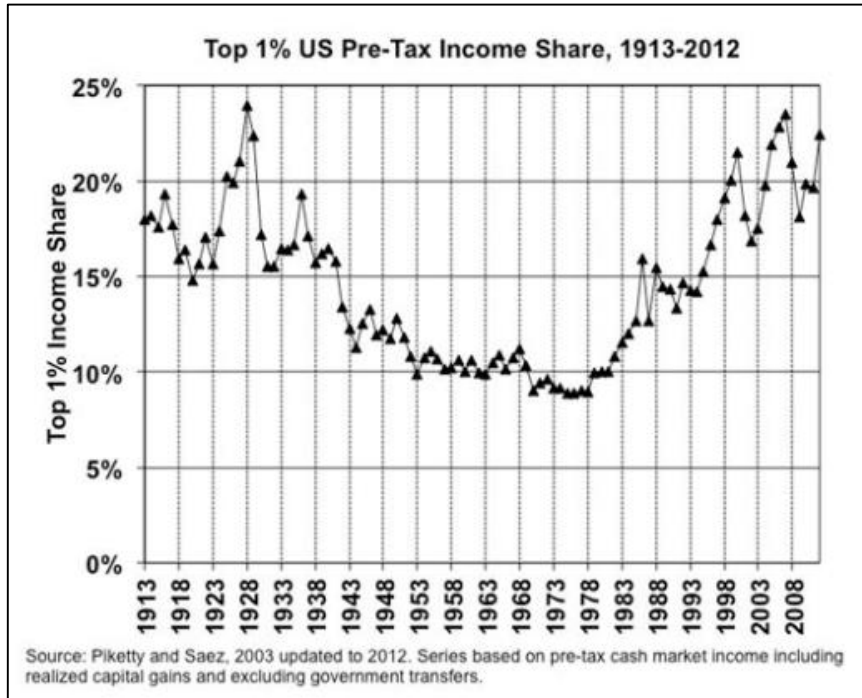


... ma in seguito ad una crisi, i salari diminuiscono ulteriormente.

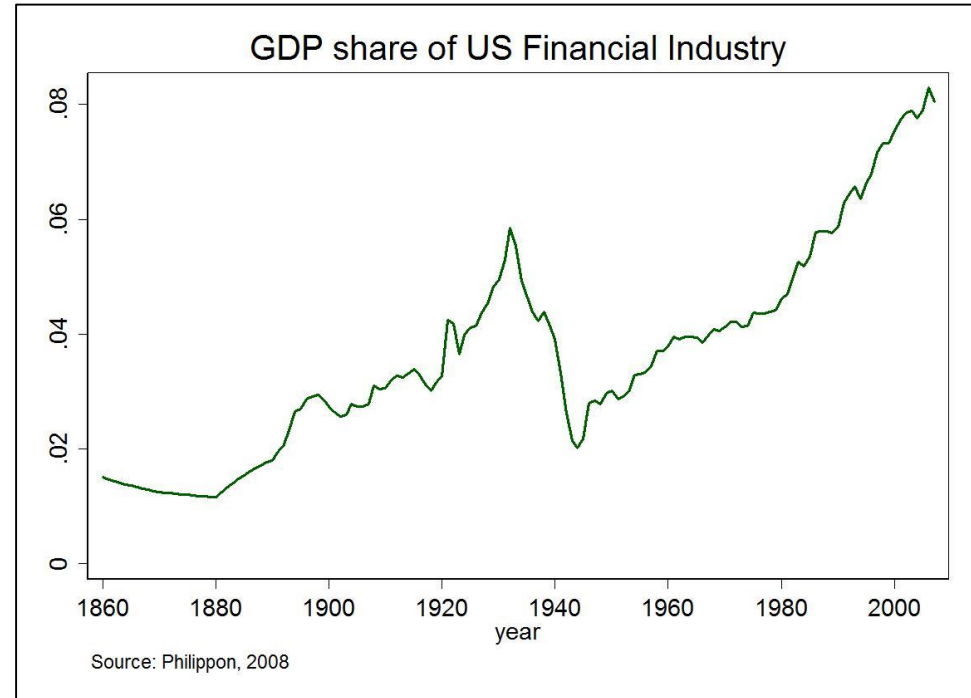


ESEMPI

Altri punti di vista



La disuguaglianza è importante?



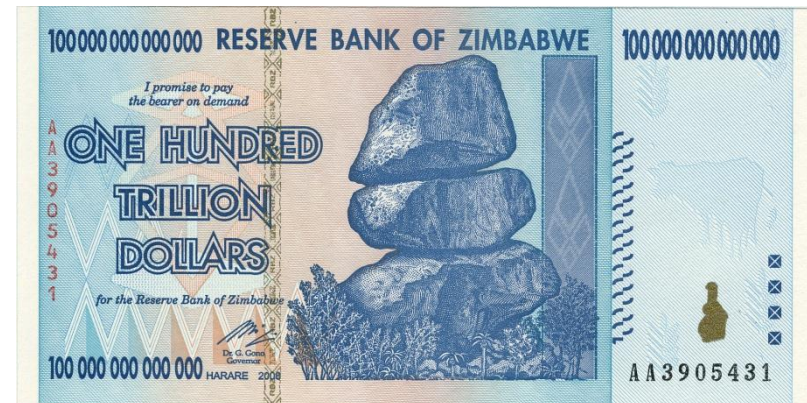
Troppa "finanza"?

ESEMPI

Il caso dello Zimbabwe:

- 1980: indipendenza e forte crescita
- Riforme disastrose degli Anni 90 (anche con FMI/BM): debole protezione della proprietà e investimenti sull'imprenditorialità
- Elevata corruzione, guerre del Congo, frodi nella misura dei costi associati, repressione violenta delle opposizioni
- Frequente ricorso alla stampa di ZWS: calo della fiducia
- Anni 2000: collasso economico (disoccupazione: 80%)
- Iperinflazione: 7-20% nel 1980-1990, 20%-60% nel 1991-2000, 100-1,200% nel 2001-2006, ... fino al 80,000,000,000% *mensile* del 2008 (nonostante dal 2007 l'inflazione è divenuta "illegale" ...): aggiustamento dei prezzi svariate volte *al giorno*
- Utilizzo di valute estere, anche in presenza di espliciti divieti (sviluppo del mercato nero)
- Abbandono nel 2009 dell ZWD, completamente del passaggio all'USD nel 2015

Nel 1980, 0.68 ZBD per USD...



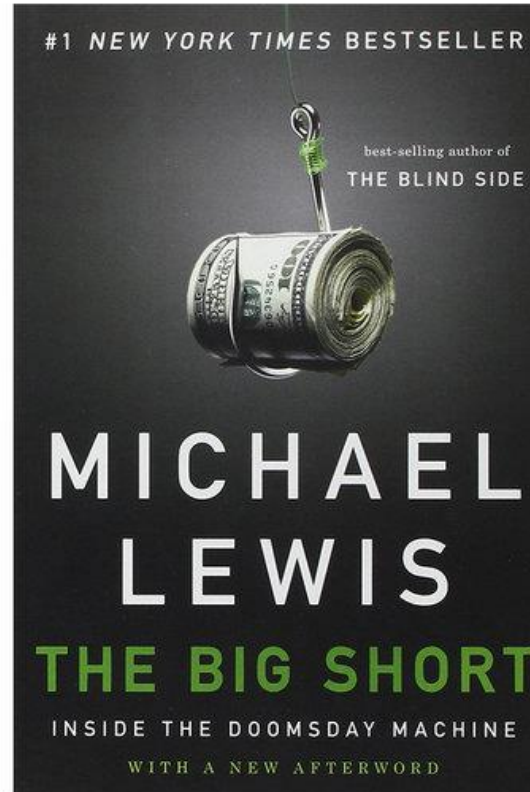
Nel 2009, 10^{32} ZBD per USD...

(atomi di un corpo umano: 10^{28})

ESEMPI

"No one can see a bubble. That's what makes it a bubble."

"It ain't what you don't know that gets you into trouble. It's what you know for sure that just ain't so"



"People hate to think about bad things happening so they always underestimate their likelihood."

"I have a feeling, in a few years people are going to be doing what they always do when the economy tanks. They will be blaming immigrants and poor people."