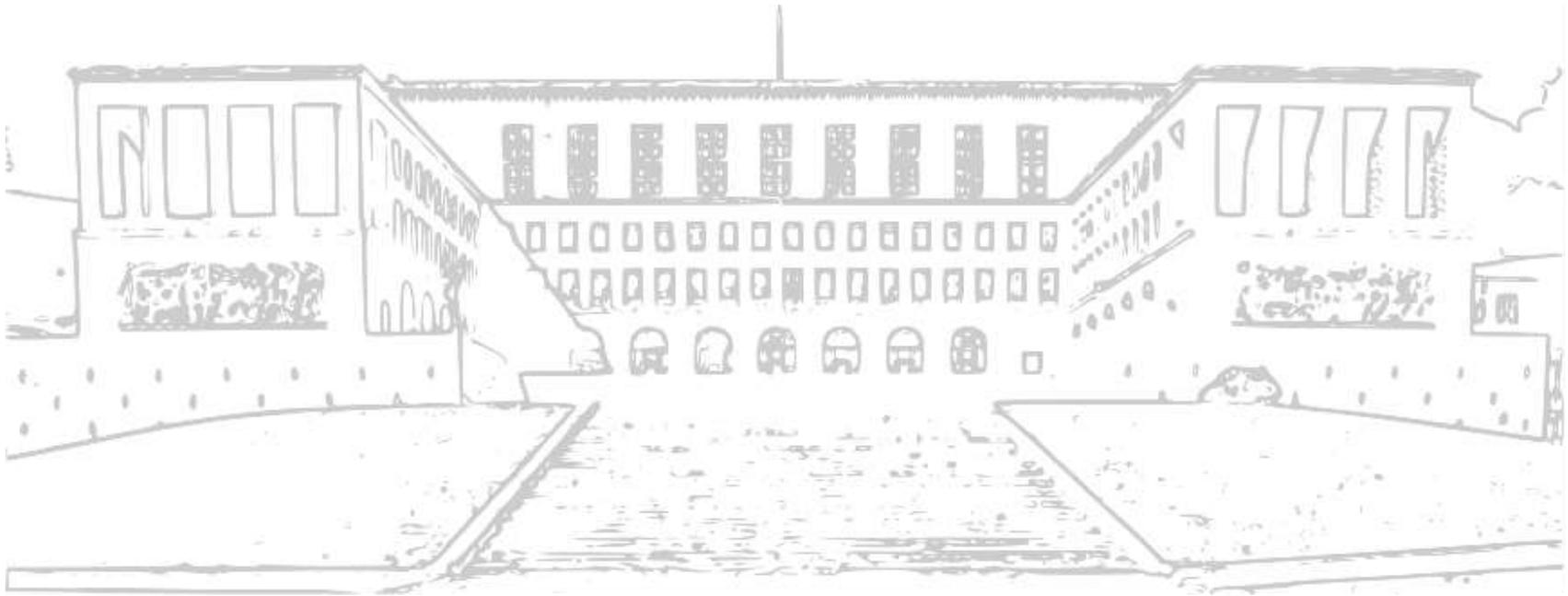


LE CRISI FINANZIARIE

A.A. 2020/2021

Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it

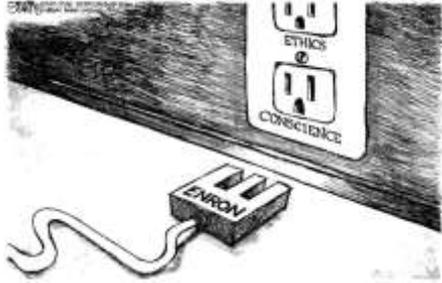


AGENDA

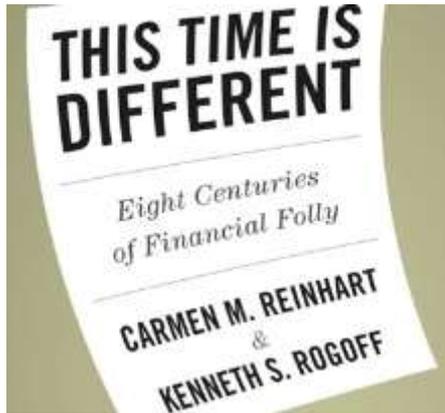


- Perché esistono le crisi finanziarie?
- Si possono evitare?
- Tre esempi:
 - 1929
 - 2007-2009
 - i mercati emergenti

PERCHÈ ESISTONO LE CRISI FINANZIARIE?



PERCHÉ ESISTONO LE CRISI FINANZIARIE?



- Uno **shock** innesca una rapida correzione 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

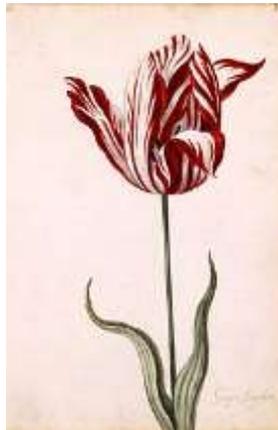
La storia si ripete?

"Throughout history, rich and poor countries alike have been lending, borrowing, crashing - and recovering - their way through an extraordinary range of financial crises. Each time, the experts have chimed, 'this time is different', claiming that the old rules of valuation no longer apply and that the new situation bears little similarity to past disasters."

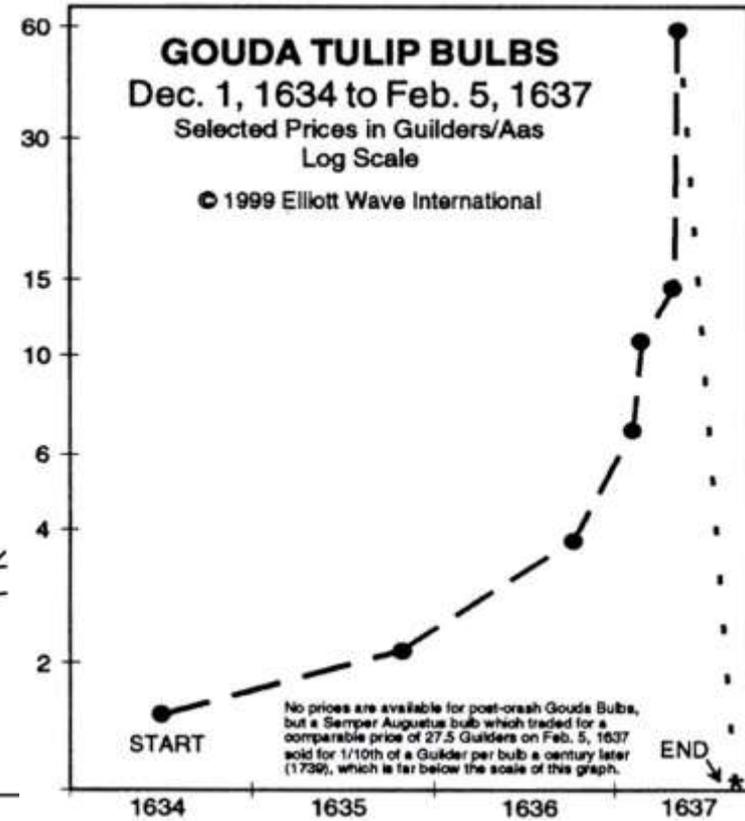
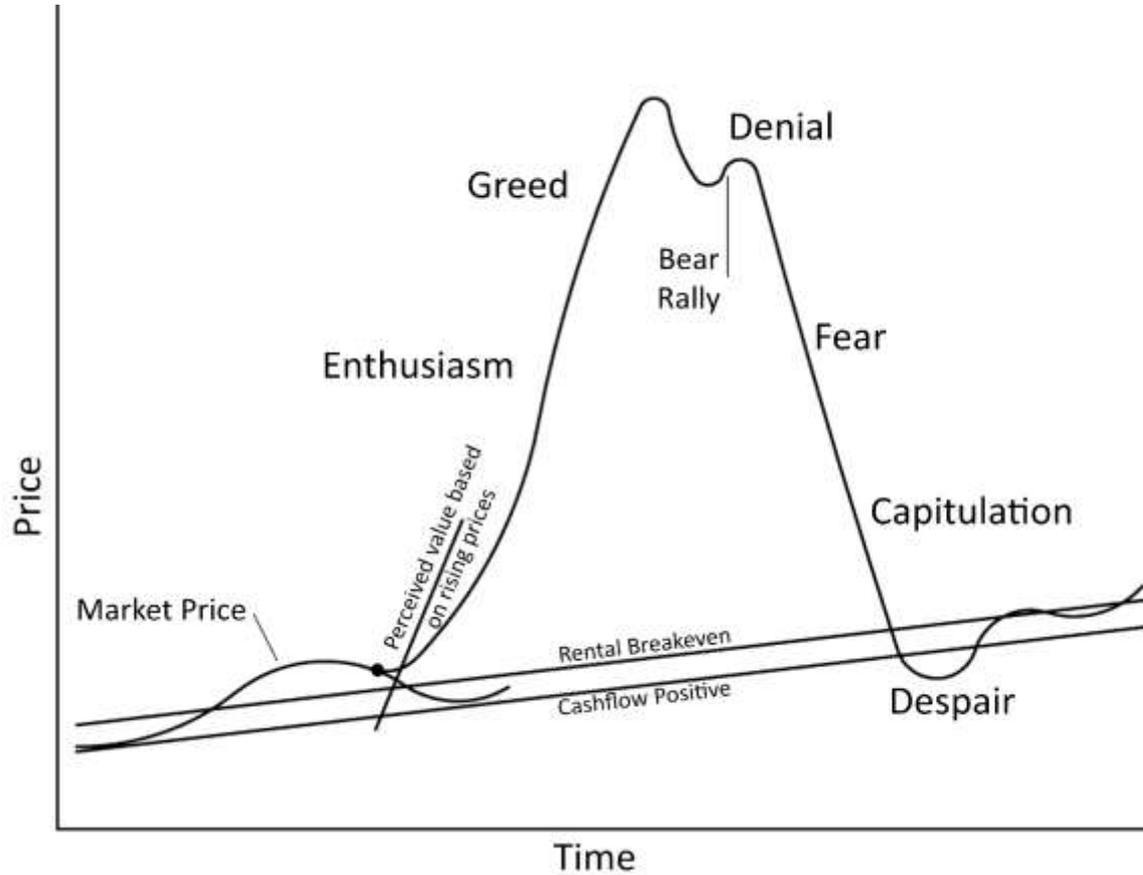
ESEMPIO

- Immaginate esista un nuovo bene di lusso che richiede mesi per essere prodotto
- Cresce il benessere, aumenta la domanda: uno solo di questi beni è scambiato a 20-40 volte il reddito medio annuo
- La domanda è forte: il bene viene acquistato già all'inizio della fase produttiva
- La domanda cresce: si offre la possibilità di acquistare i beni durante la pianificazione produttiva, in cambio di un prezzo limitato rispetto al controvalore del bene...
- Cosa può accadere?
- Qualcuno osserva l'insostenibilità della possibilità futura di crescita della domanda
- I prezzi crollano, gli acquisti «sulla carta» non hanno più valore

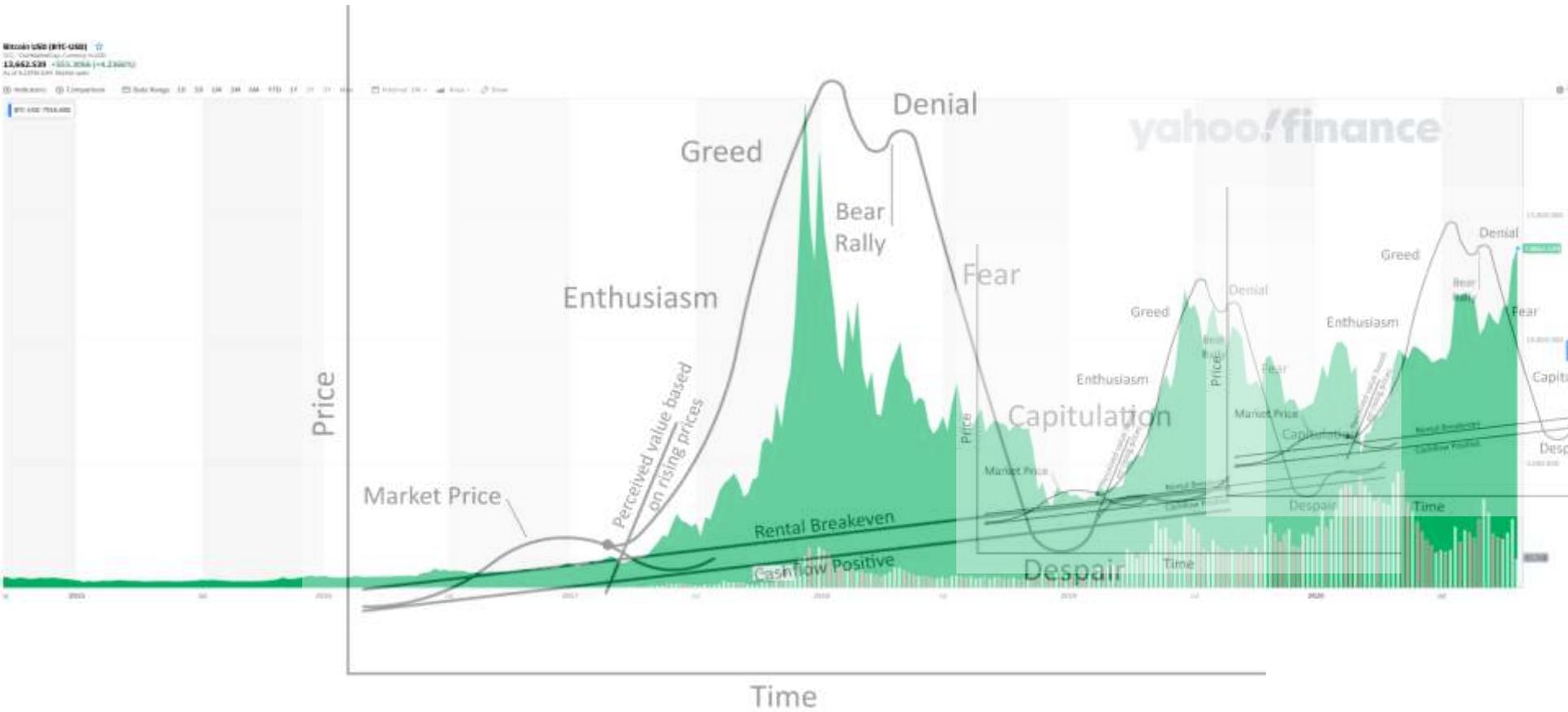
Una storia recente?



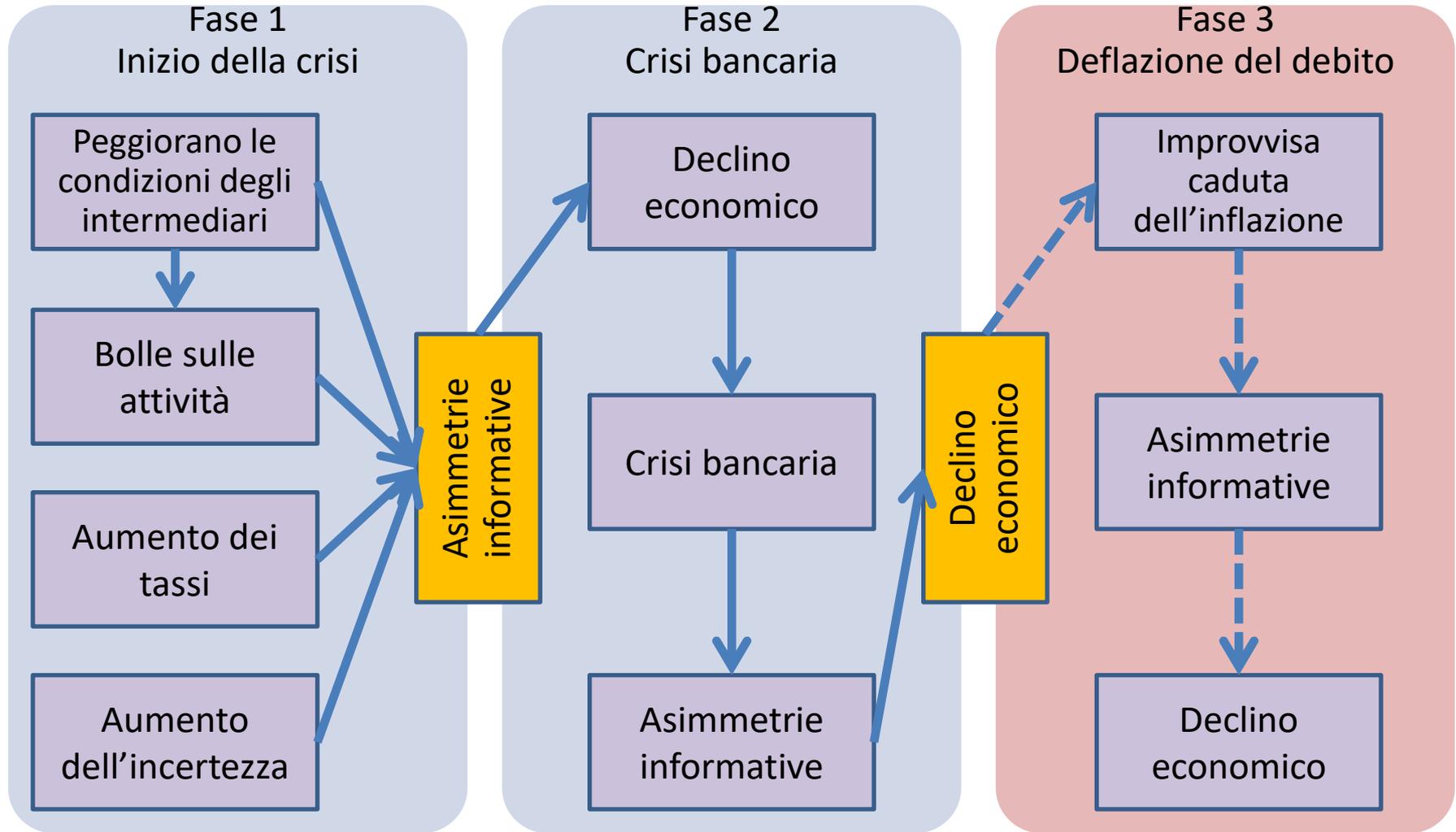
ESEMPIO



ESEMPIO



PERCORSI DELLE CRISI FINANZIARIE



LA GRANDE DEPRESSIONE: ASPETTI CHIAVE

La recessione più lunga (1929-39), ampia (“globale”) e profonda (MLN di disoccupati, 50% banche fallite):

- crisi agraria & fallimenti bancari
- **crollò del mercato azionario (1929)**: minori consumi, accumulo invenduti, azioni in crescita «folle», vendite di massa
- **credito “facile”**: molti si indebitano per acquistare titoli alimentando la crescita: in rovina anche per l’aumento dei tassi
- **spirale**: meno investimenti, fallimenti, disoccupazione e riduzione dei salari, meno consumi
- **ruolo monetario**: *gold standard* (cambi fissi), contagio
- **MA** le azioni dimezzano le perdite in un anno



LA GRANDE DEPRESSIONE: ASPETTI CHIAVE



LA GRANDE DEPRESSIONE: ASPETTI CHIAVE



- **1930-31:** 5mln disoccupati USA, produzione -50%
- **fallimenti bancari e corsa agli sportelli:** migliaia entro il 1933, i disoccupati sono 15 milioni (20%)
- **Hoover:** prestiti alle banche, Tesoro senza fondi
- **Roosevelt (“New Deal”):**
 - riforme: 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 (aumento del requisito di riserva bancaria)
- **IIGM...**

LA CRISI DEL 2007-2009

Una ricetta per il perfetto disastro:

1. **Bassi tassi** facilitano il credito, **alti tassi** promuovono rischi eccessivi
2. **Bolla immobiliare** (picco nel 2004):
 - **Credito facile** e capitali esteri
 - **Innovazione finanziaria**: MBS, CDO, CDS e altri prodotti in cerca di liquidità artificiale
 - 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. **Bolla**: interruzione dei flussi di capitali, perdite, aste/sfratti
5. **Banche colpite** come investitori, creditori di imprese e famiglie
6. **Interventi della BC** (facilitare il credito) e dei **governi** (salvataggi e spesa pubblica) trasferiscono il problema sul **debito pubblico**
7. Le prospettive non migliorano: **deleveraging**



A maggio 2008 il Tesoro americano annunciava: «il peggio è passato»

LA CRISI DEL 2007-2009

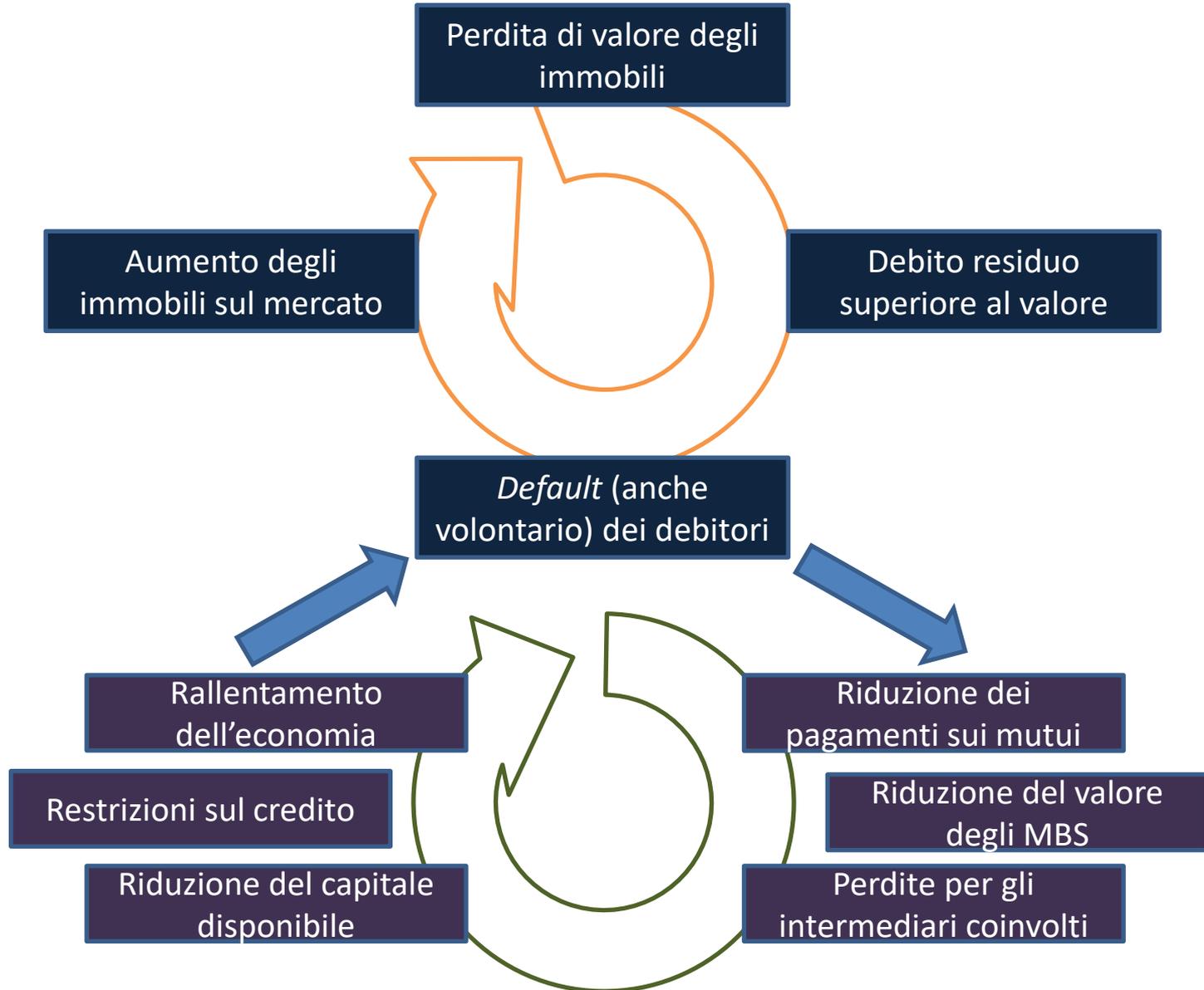
Principali accusati

Mutui *subprime*:

- Molti prestatori, pochi buoni prenditori: competizione, incentivo ad abbassare gli standard di sottoscrizione
- Ricartolarizzazioni, maggiori tassi, *tranching* aggressivo, garanzie degli *originator*
- 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
- OTD: problemi di agenzia e di asimmetria informativa
- Bassa trasparenza all'allungarsi della catena del rischio
- ... ma era già successo (con dimensioni diverse) a fine Anni '90



LA CRISI DEL 2007-2009



LA CRISI DEL 2007-2009

Credito facile e *predatory lending*:

- Tassi bassi post 2001:
incentivo all'indebitamento
- Deficit «gemelli» USA con grandi
flussi da emergenti/petrolio: riduzione tassi
- I tassi aumentano rapidamente con la crescita
disincentivando gli eccessi ma in ritardo:
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



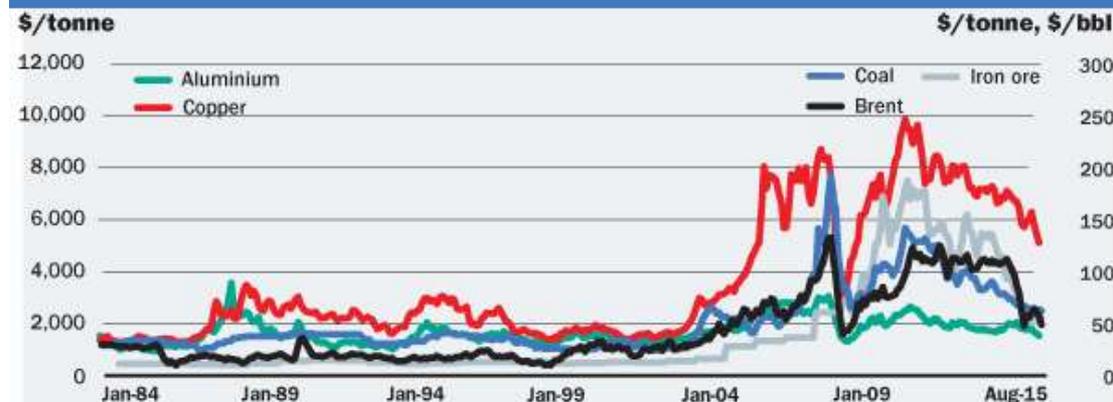
LA CRISI DEL 2007-2009

Innovazione finanziaria

- Nuovi strumenti complessi e opachi: 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
- Bolla delle *commodity*: politiche monetarie accomodanti spostano rapidamente denaro dalla bolla immobiliare

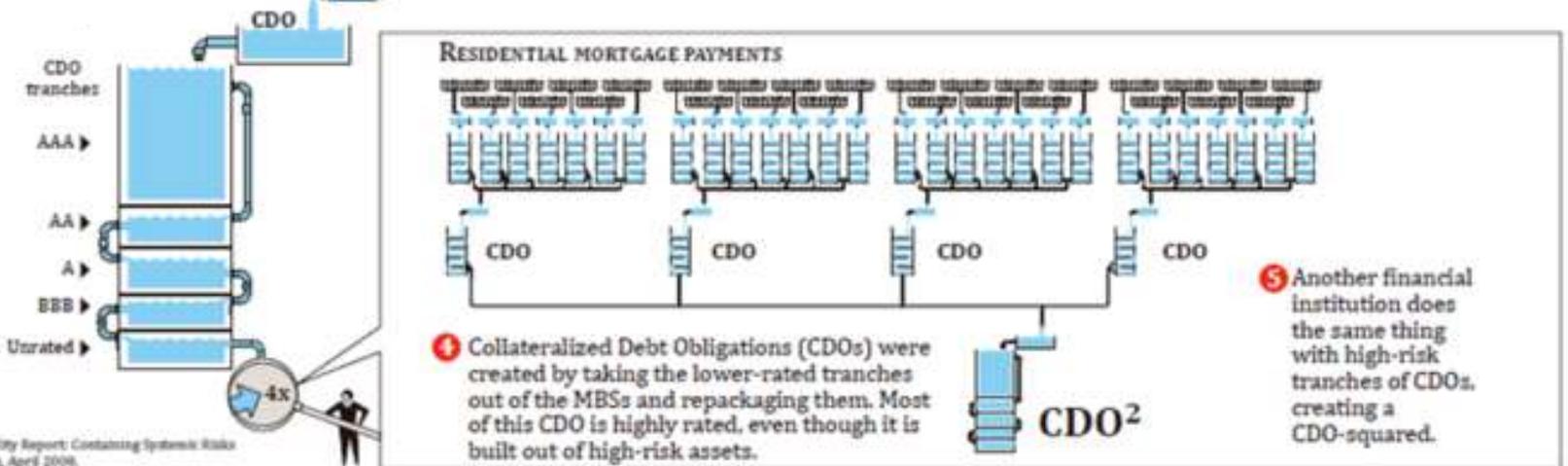
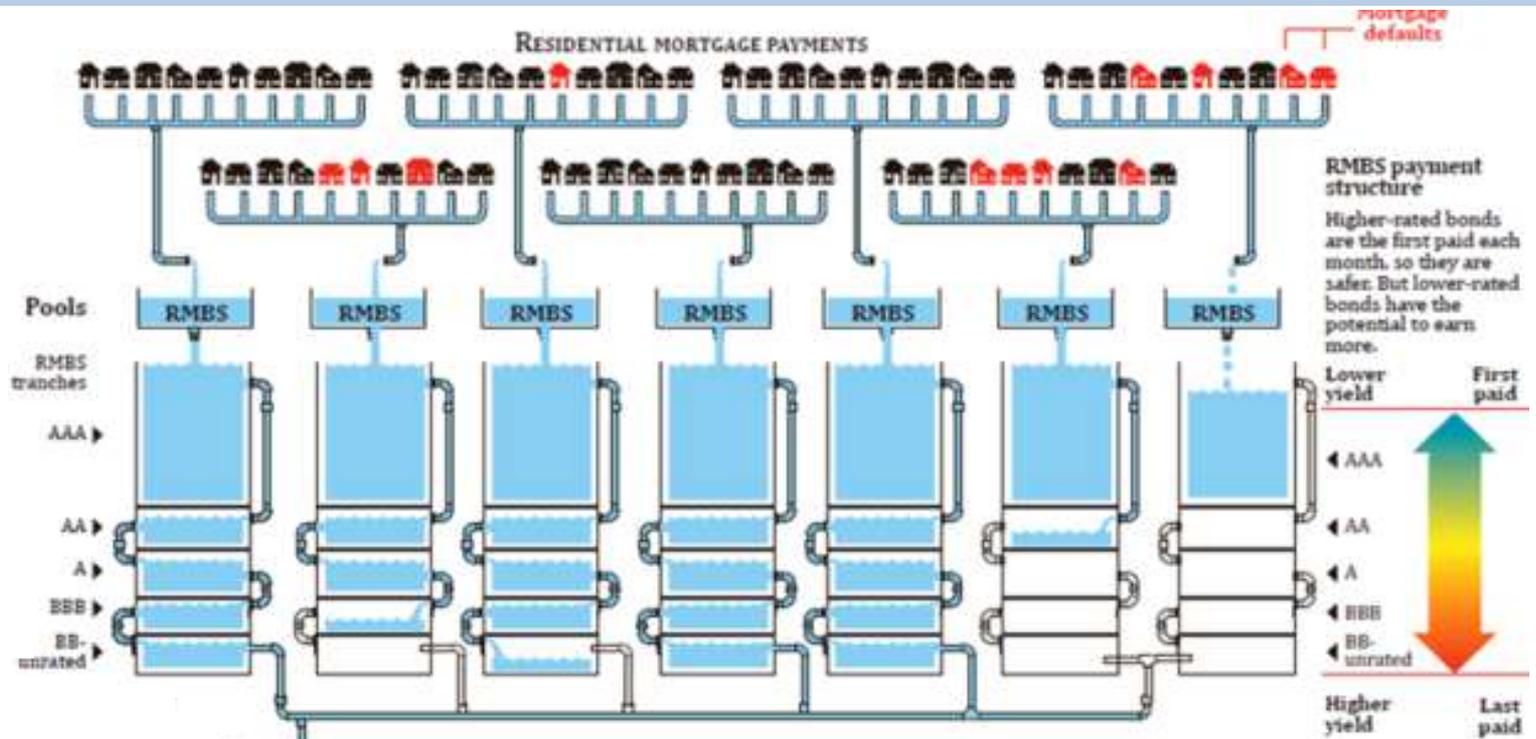


COMMODITIES PRICING 1984-2015



SOURCE: International eChem pH report, IndexMundi

LA CRISI DEL 2007-2009



City Report: Containing Systemic Risks
1 April 2008

LA CRISI DEL 2007-2009

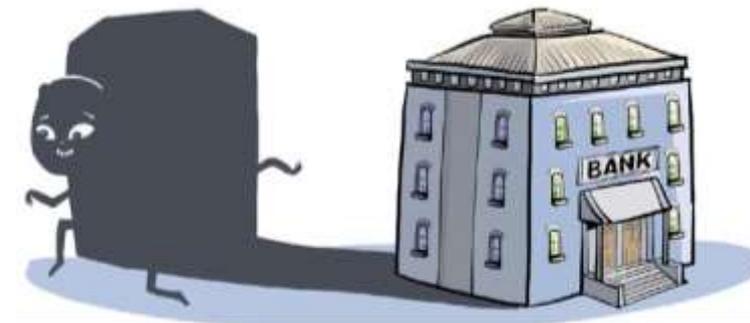
Deregulation e leveraging:

- Vicinanza fra 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

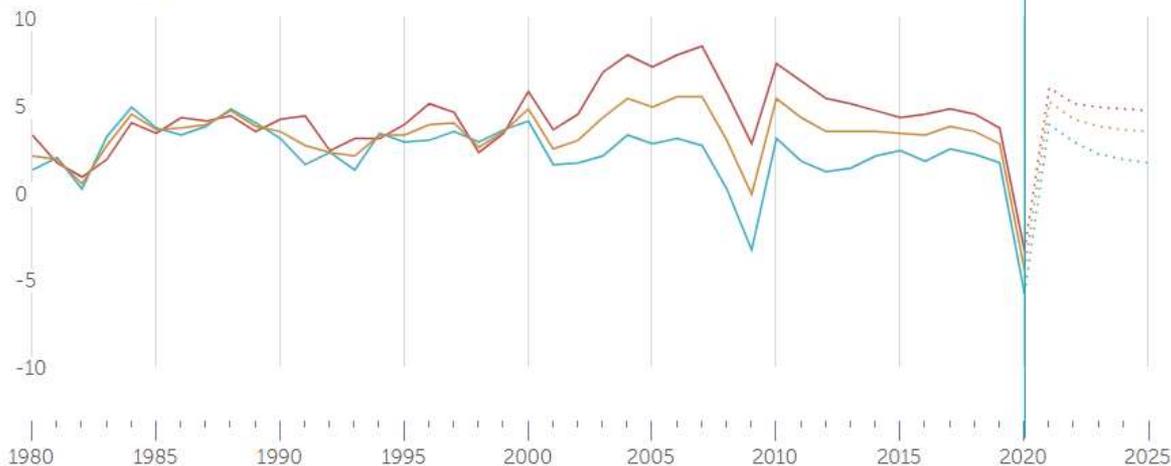


GREAT DEPRESSION 3.0?



TREND (1980-2025)

Annual percent change



SELECTION (2020)

- Emerging market and developing economies +3.3
- Advanced economies +5.8
- World +4.4

LE CRISI NEI MERCATI EMERGENTI

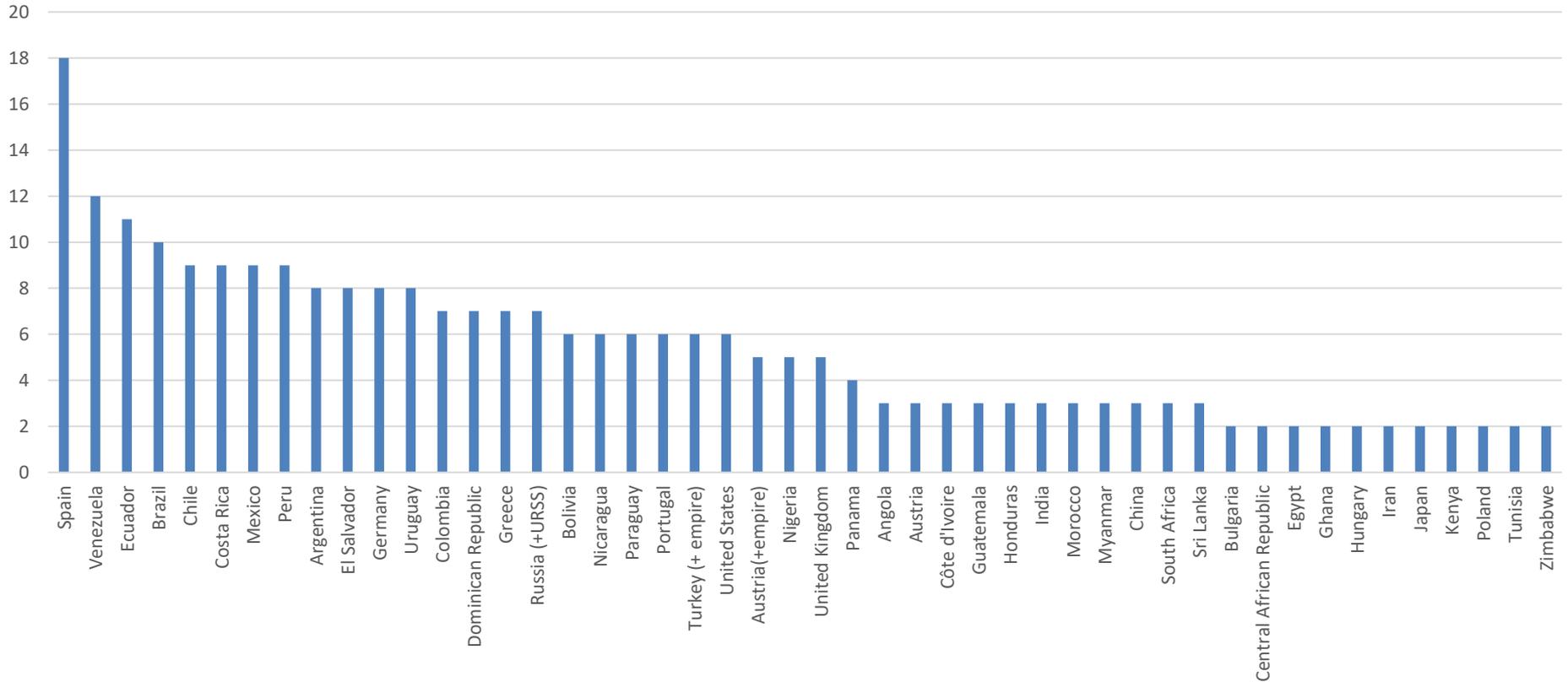
Passaggi simili ma con alcune fragilità ulteriori:

- **Instabilità dei sistemi politici**
- **Regolamentazione/vigilanza più deboli e incentivi a prestiti più rischiosi**
- **Deficit fiscali** pubblici e obbligo al sistema bancario di **acquisto del debito pubblico**
- **Minori garanzie disponibili**, aumento asimmetrie
- **Impatti dalle politiche monetarie estere** a causa della dipendenza dai capitali esteri
- Per attrarre capitali, **aumento dei tassi** con impatti maggiori sui soggetti ad elevata leva finanziaria
- Frequenti **crisi valutarie / iperinflazione**
- **Fallimenti** dei debitori e delle banche, o di **interi Paesi**



ESEMPI

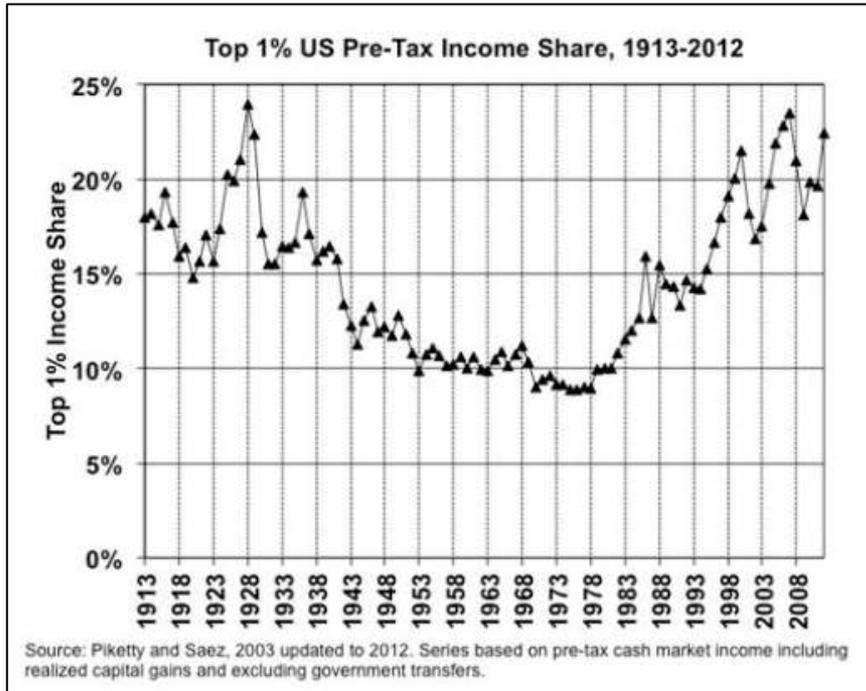
Fallimenti di Paesi dal 1500 (gran parte da metà dell'800)



Altri 40 Paesi hanno avuto almeno un caso (es. FRA, SWE, DEN, CRO)

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): proprietà/imprenditorialità
- Corruzione, guerre del Congo, frodi nella misura dei costi associati, repressione violenta delle opposizioni
- Stampa di ZWS: calo della fiducia
- Anni 2000: collasso (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 fosse "illegale" ...)
- Utilizzo di valute estere, anche in presenza di espliciti divieti (mercato nero)
- Abbandono nel 2009 dell ZWD, completamento del passaggio all'USD nel 2015

Nel 1980, 0.68 ZBD per USD...



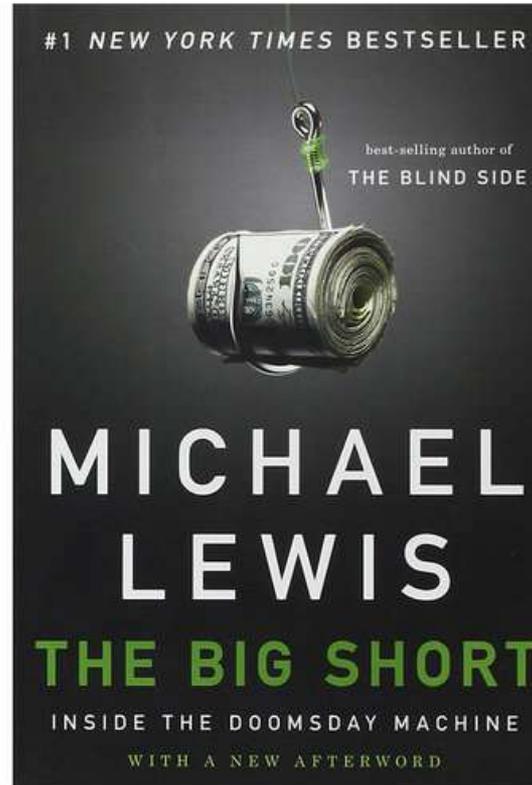
Nel 2009, 10^{32} ZBD per USD...

(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."