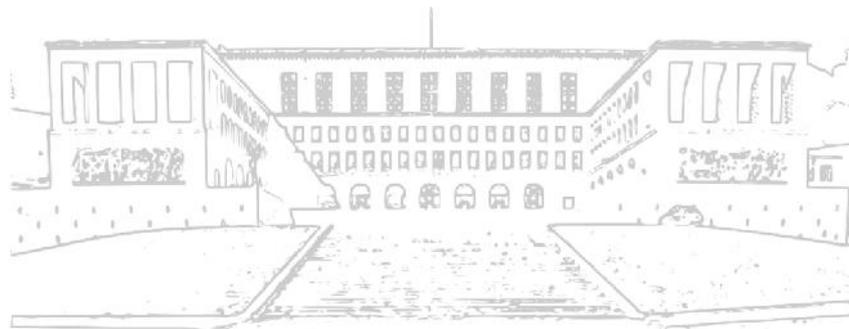


## ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

### LE CRISI FINANZIARIE

A.A. 2016/2017

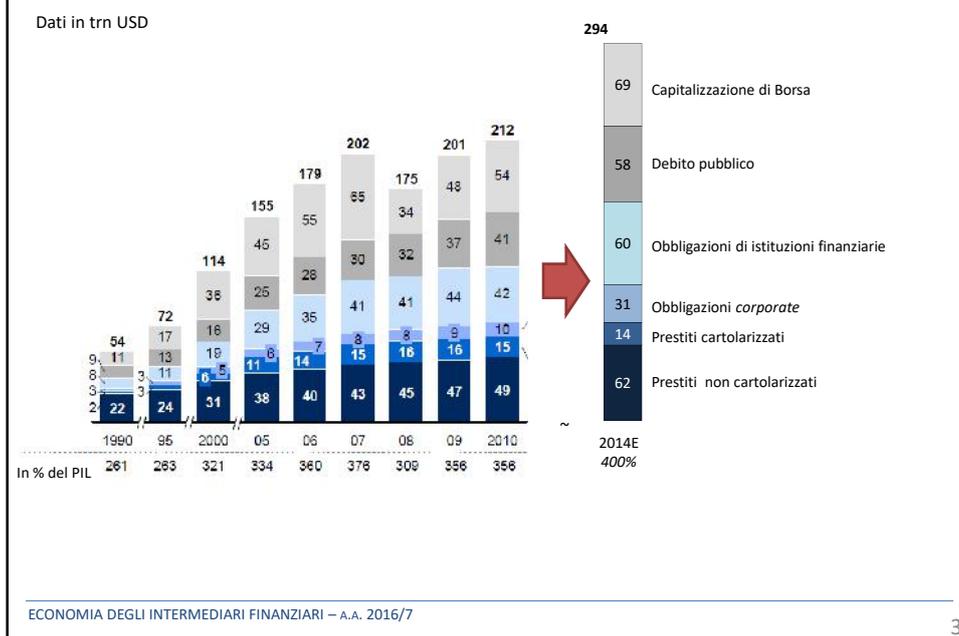
Prof. Alberto Dreassi – [adreassi@units.it](mailto:adreassi@units.it)



### AGENDA

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

## PERCHÈ ESISTONO LE ISTITUZIONI FINANZIARIE?



## PERCHÈ ESISTONO LE ISTITUZIONI FINANZIARIE?

### Costi di transazione

- I costi di accesso ai mercati possono essere elevati, specialmente per operatori più piccoli
- Somme disponibili limitate escludono l'accesso da mercati all'ingrosso e limitano la diversificazione
- Le decisioni finanziarie richiedono competenze ed esperienza
- Soluzioni: **economia di scala, di produzione congiunta, servizi di liquidità**

### Informazione asimmetrica

- Una controparte conosce più dell'altra di una transazione:
  - **selezione avversa,**
  - **moral hazard**
- Soluzioni: **specializzazione (ma free-riding/conflitti di interesse), garanzie, regolamentazione**

## PERCHÉ ESISTONO LE ISTITUZIONI FINANZIARIE?

Perché gli intermediari sono diventati così importanti?

- Acquistano e vendono informazioni private al di fuori dei mercati
- Offrono una garanzia di solvibilità a prestatori e prenditori
- Maggiore l'asimmetria informativa, maggiore il bisogno di tali soggetti

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



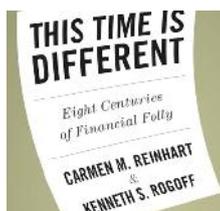
ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7

5

## PERCHÉ ESISTONO LE CRISI FINANZIARIE?

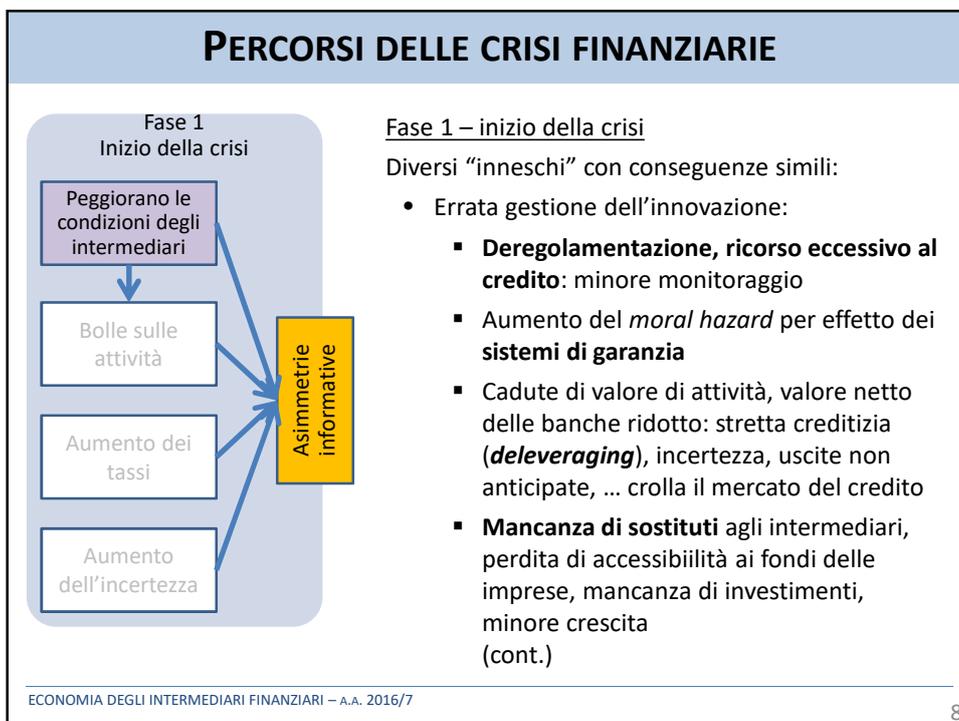
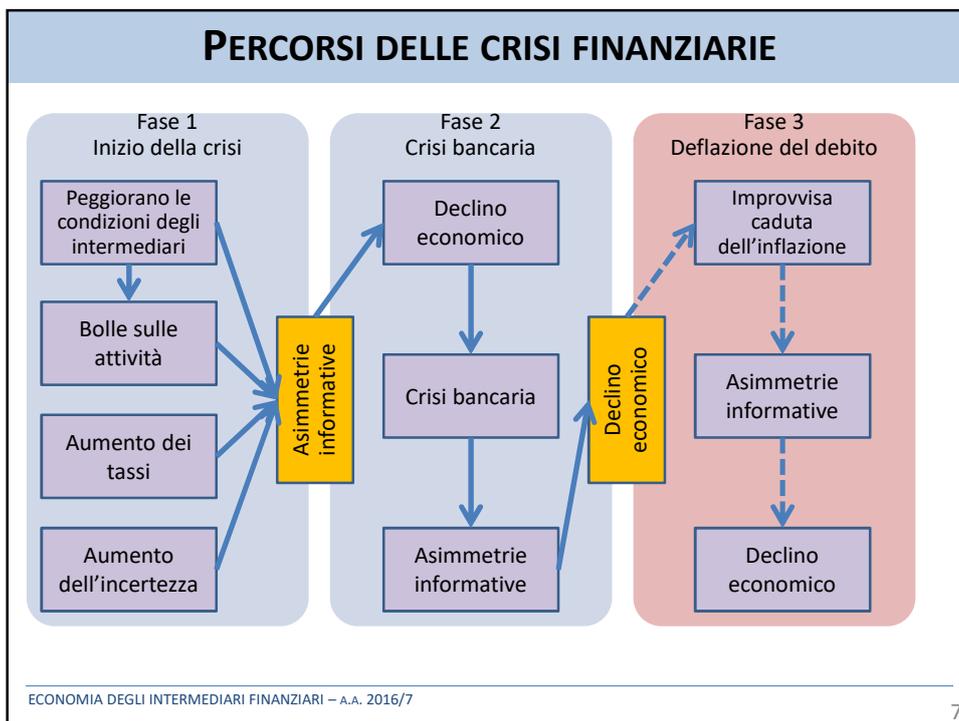
- Uno *shock* innesca la caduta di uno squilibrio accumulato nel tempo
- Aumentano i problemi di informazione asimmetrica
- Il capitale è allocato in modo inefficiente: crisi finanziaria
- Stretta creditizia e peggioramento della recessione: dalle bolle ai crolli di mercato, la corsa agli sportelli o l'insolvenza di Paesi
- Varie spiegazioni e soluzioni proposte... nel frattempo le crisi continuano

La storia si ripete?

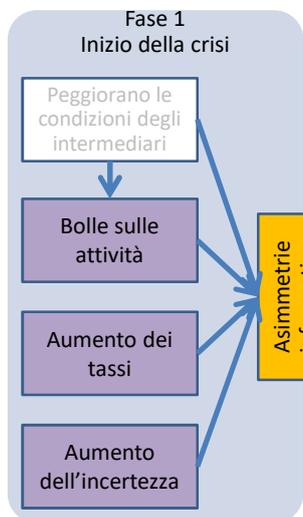


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7

6



## PERCORSI DELLE CRISI FINANZIARIE



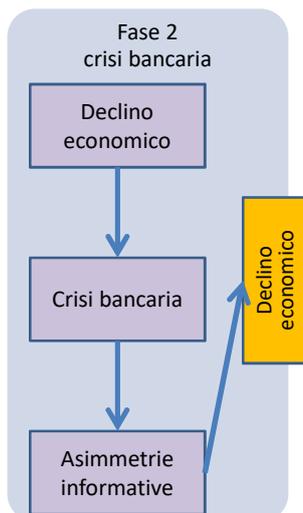
(cont.)

- **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

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7

9

## 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:

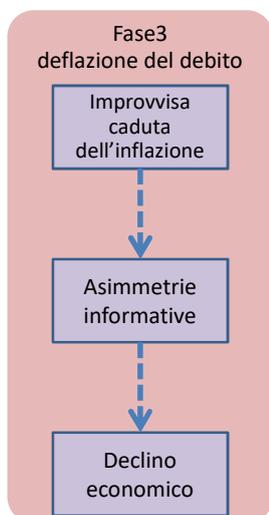
- I governi “salvano” le istituzioni in difficoltà e inaspriscono le regole
- L'incertezza si riduce
- Miglioramento delle aspettative e recupero dei mercati
- Riduzione delle asimmetrie e crescita

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

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7

10

## PERCORSI DELLE CRISI FINANZIARIE



### 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
- tuttavia, 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...**

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7

13

## 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**

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7

14

## LA CRISI DEL 2007-2009

### Principali accusati

#### Mutui *subprime*:

- Molti prestatori, pochi buoni prenditori, elevata competizione: utili solo riducendo gli standard di sottoscrizione -> + rischio
- Ma, piccola quota (20% max) di un piccolo mercato
- Sottoscrittori pubblici (Fannie Mae/Freddie Mac): conflitto di obiettivi fra accesso all'abitazione e redditività
- Bolla immobiliare: rifinanziamento a tassi inferiori sull'apprezzamento atteso
- Richiesta di ritorni maggiori e "sicuri": incentivo a proporre volumi sempre maggiori e rating comunque elevati, *predatory lending*
- O-T-D: problemi di agenzia e di asimmetria informativa

## 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

### Deregulation e leveraging:

- Vicinanza fra attività di banche commerciali e d'investimento
- Incrementi dell'assicurazione dei depositi: *moral hazard*
- Mancanza di regole sul sistema bancario ombra
- 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: BREVE RESOCONTO

- **2007**
  - AGO: panico in seguito alle difficoltà di prezzamento di MBS/CDO di alcuni investitori: trn di derivati non censiti dettagliatamente nel sistema finanziario (BNP)
  - SET: Northern Rock (UK) in crisi di liquidità dalle cartolarizzazioni
- **2008**
  - GEN: maggior caduta di valore immobiliare USA in 25 anni
  - FEB: Northern Rock nazionalizzata
  - 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 Whacovia (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: BREVE RESOCONTO

- **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 *“austerità”* per la Grecia
  - MAR: record della disoccupazione europea
  - GIU: record del debito spagnolo
  - LUG: *“whatever it takes”*

## LA CRISI DEL 2007-2009: BREVE RESOCONTO

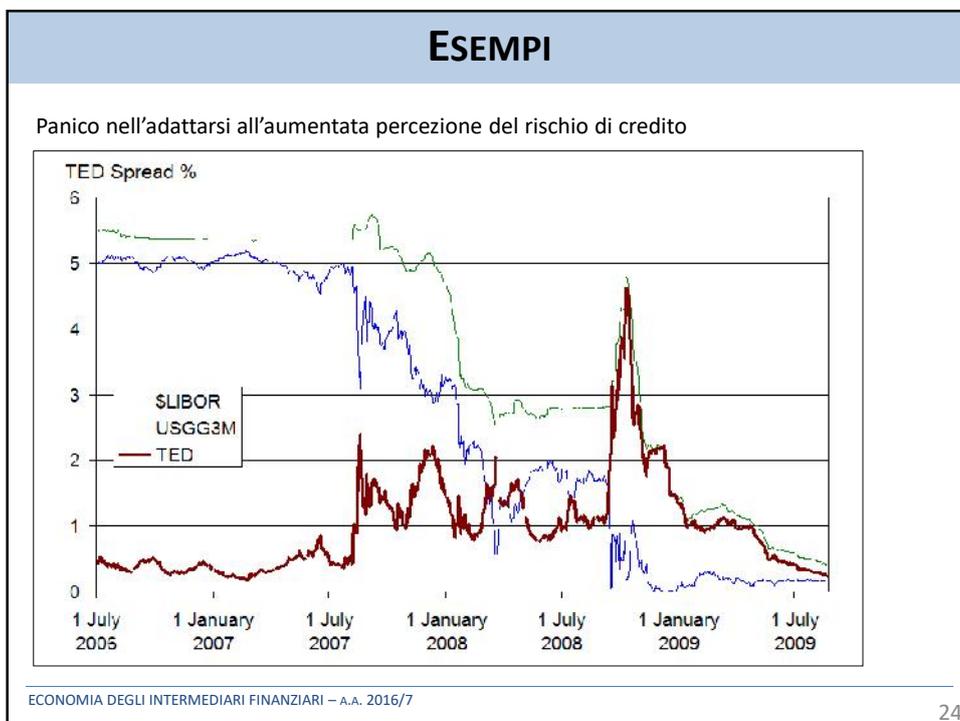
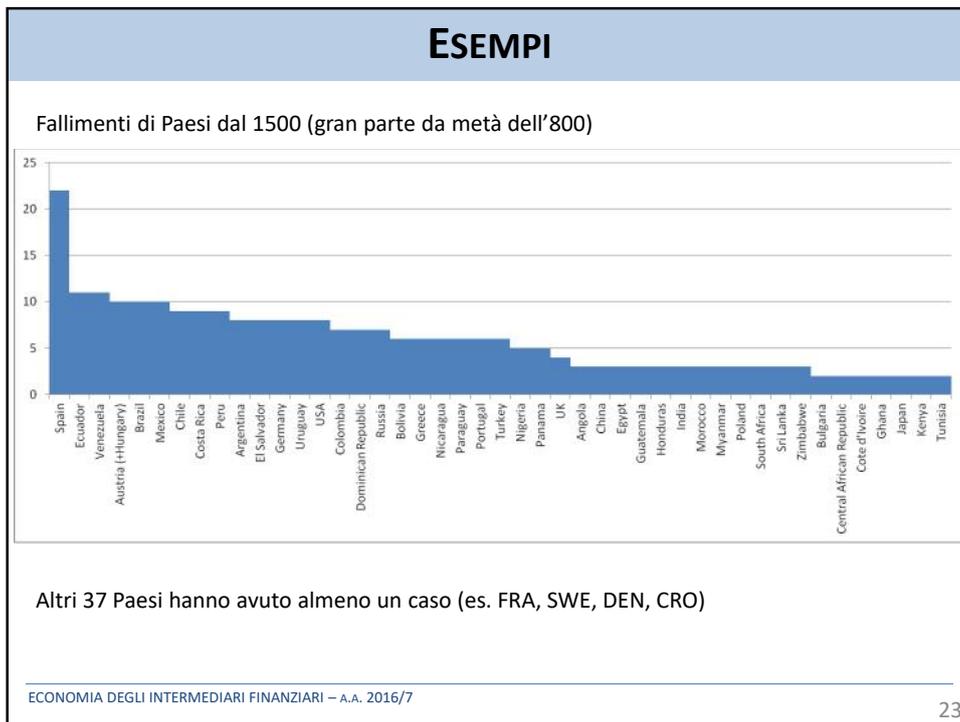
Principali conseguenze:

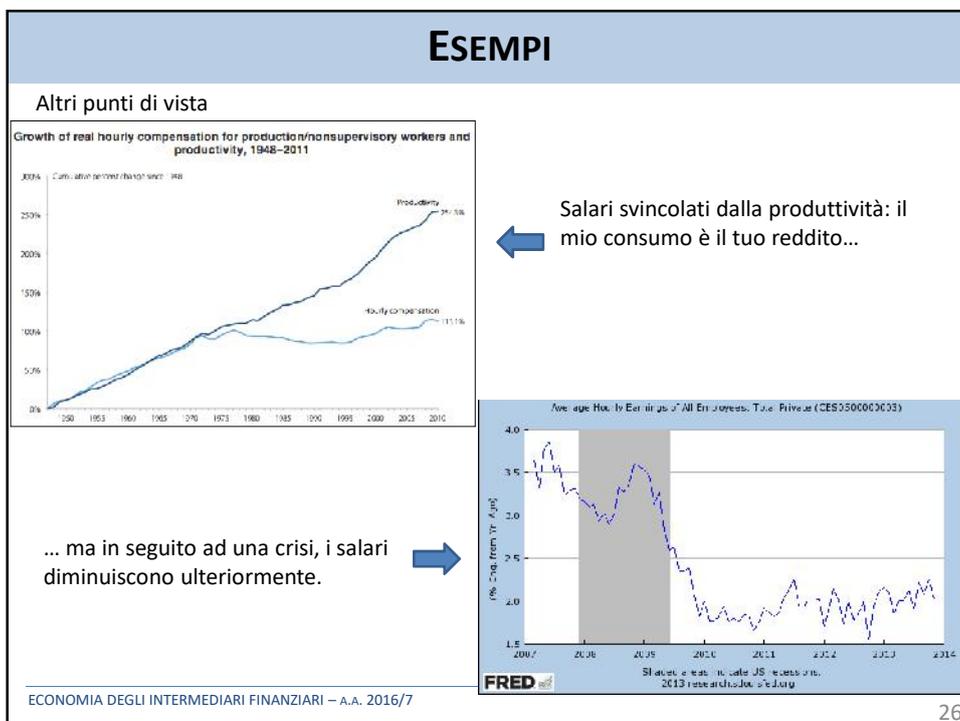
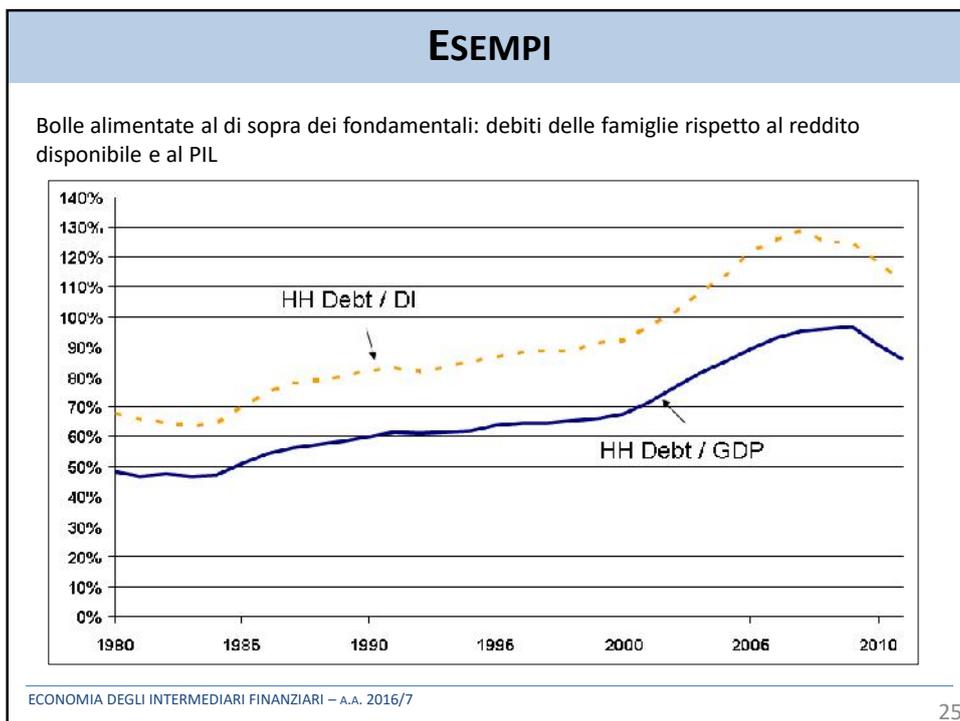
- **Bolla immobiliare:** standard di sottoscrizione deboli, caduta dei valori immobiliari e *default* dei prenditori con debiti superiori
- **Deterioramento delle istituzioni finanziarie:** svalutazione degli attivi collegati ai mutui, minore valore netto, *deleveraging*, stretta creditizia, asimmetrie 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:

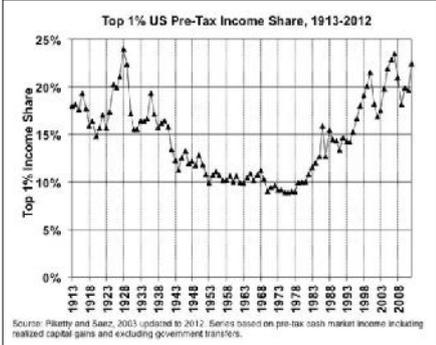
- **Regolamentazione/vigilanza più deboli** e incentivi dalla globalizzazione a **prestiti più rischiosi**, con prevedibili conseguenze
- **Deficit fiscali** pubblici e obbligo al sistema bancario di **acquisto del debito pubblico**, indebolendone i bilanci
- **Minori garanzie disponibili**, aumento 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

Altri punti di vista



Source: Piketty and Saez, 2003 updated to 2012. Series based on pre-tax cash market income including realized capital gains and excluding government transfers.

↑

La disuguaglianza è importante?



Source: FHI ipso, 2009

↑

Troppa "finanza"?

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7 27

## 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, completamento del passaggio all'USD nel 2015

Nel 1980, 0.68 ZBD per USD...



Nel 2009, 10<sup>22</sup> ZBD per USD...  
(atomi di un corpo umano: 10<sup>28</sup>)

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/7 28