
ECONOMIA MONETARIA

Le dinamiche cumulative endogene

Grandi conseguenze da piccoli shock

- ▶ Piccoli shock dovrebbero causare piccoli problemi nell'economia e, ovviamente grandi shock causano grandi problemi,
- ▶ ma a volte, piccoli shock generano grandi problemi.
- ▶ Come spiegare questi eventi?
- ▶ Nelle diapositive seguenti illustreremo brevemente l'ipotesi di instabilità finanziaria di Hyman Minsky (1919-1996) che elabora l'ipotesi a partire dalla metà degli anni '70.

In breve

- ▶ Quando le fasi espansive si protraggono, gli agenti economici assumono atteggiamenti che porteranno l'economia in posizione critica (eccesso di indebitamento).
- ▶ Un piccolo shock, sarà quindi in grado di far cadere l'intero sistema.
- ▶ le cause delle grandi recessioni economiche potrebbero risiedere all'interno dell'economia (sarebbero dunque **endogene**).

La classificazione degli agenti economici

Minsky classifica i soggetti a seconda della loro posizione finanziaria:

- ▶ posizione coperta
- ▶ posizione speculativa
- ▶ posizione ultraspeculativa

La classificazione viene effettuata guardando i flussi di cassa (cash flow)

I flussi di cassa

Il flusso di cassa complessivo si distingue in:

- ▶ cash flow di reddito (utilizzato anche per pagamenti di salari e stipendi, e per l'acquisto di beni intermedi e finali);
- ▶ cash flow di bilancio (pagamenti degli interessi e della quota capitale derivanti dalla struttura del passivo ereditata dal passato)
- ▶ cash flow di portafoglio (flussi derivanti dalle transazioni di attività reali e finanziarie).

Posizione coperta

- ▶ Un agente economico si trova in questa situazione se il cash flow di reddito è superiore a quello di bilancio: ovvero copre impegni sul debito, nel presente e nel futuro,

Posizione speculativa

- ▶ Un agente economico si trova in questa situazione se il cash flow di reddito è inferiore a quello di bilancio: sufficiente a pagare gli interesse, ma non la quota capitale dei debiti.
- ▶ Esempio: una famiglia contrae un mutuo contando di ricorrere a ulteriori prestiti per pagare parte delle rate, oppure di vendere l'immobile a un prezzo più alto di quello di acquisto per estinguere il mutuo residuo alla scadenza.

Posizione ultraspeculativa

- ▶ Un agente economico si trova in questa situazione se il cash flow di reddito è inferiore a quello di bilancio, ma non è sufficiente neanche a pagare gli interessi.
- ▶ È necessario attivare il cash flow di portafoglio (aumentare l'indebitamento) per pagare gli interessi.
- ▶ Insostenibile se l'apprezzamento delle attività è inferiore al maggior indebitamento necessario per acquistarle (la vendita della casa non permette di ripagare il debito capitale residuo).
- ▶ nota anche come posizione Ponzi (Charles Ponzi, nel 1920 riuscì a raccogliere molti fondi pagando gli interessi con la nuova raccolta. Dopo alcuni mesi, la società di Ponzi fallì).

Aumento della fragilità finanziaria

In tempi di prosperità economica,

- ▶ i flussi di reddito sono abbondanti,
- ▶ famiglie ed imprese contraggono debiti in maniera eccessiva,
- ▶ le loro posizioni finanziarie coperte si trasformano in posizioni speculative

Il ruolo del sistema finanziario

- ▶ Se il sistema finanziario è in grado di valutare correttamente i rischi dovrebbe essere in grado di frenare l'aumento della fragilità finanziaria evitando che i soggetti si indebitino eccessivamente.
- ▶ Quando questo non avviene, soprattutto in presenza di innovazioni finanziarie, anche le posizioni finanziarie degli intermediari finanziari diventano speculative.

La “Grande Recessione”

- ▶ L'introduzione di nuovi strumenti per il trasferimento dei rischi ha comportato la maggiore concessione eccessiva di credito anche a soggetti rischiosi.
- ▶ I nuovi strumenti finanziari:
 - ▶ CDS (credit default swap)
 - ▶ ABS (asset-backed security)
 - ▶ CDO (collateralized debt obligation)

Credit Default Swap

- ▶ **CDS (credit default swap)**: banca cede il rischio di default sul credito attraverso l'acquisto di una “polizza assicurativa”. Effettua pagamenti all'istituzione che emette la polizza in cambio del diritto ad ottenere una somma in caso di default. Il flusso di pagamenti è il “prezzo” richiesto dal venditore della polizza e il “prezzo” che l'acquirente è disposto a pagare per cedere il rischio.

Asset-Backed Security

- ▶ **ABS (asset-backed security)**: distribuire il rischio del debitore attraverso la “cartolarizzazione”; aggregazione di diversi debiti personali (mutui immobiliari) e loro trasformazione in titoli obbligazionari. Banca cede a istituto finanziario un pacchetto di crediti e l’istituto emette una obbligazione di rischiosità pari al rischio medio dei crediti ceduti in garanzia. Il prezzo dei titoli è una valutazione del premio per il rischio che il mercato richiede su di essi.

Collateralized Debt Obligation

- ▶ **CDO (collateralized debt obligation)**: sono strumenti di debito emessi a valere su un portafoglio di attività eterogenee fra loro: obbligazioni, strumenti di debito, titoli in generale. permette di dividere in tranche e “re-impacchettare” le ABS. Il rischio è una media dei rischi dei titoli re-impacchettati. Nonostante il sottostante possa avere un rating anche piuttosto basso (junk bonds), le CDO possiedono in genere un rating di “investment grade”, ossia un rating migliore; ciò è possibile poichè l’elevato numero di strumenti presenti nel pool consente di ottenere un buon grado di diversificazione e quindi una diminuzione del rischio.

Problemi

- ▶ Un tasso di crescita dell'indebitamento maggiore di quello dei rimborsi può segnalare le tendenze negative in atto,
- ▶ ma spesso deve passare del tempo prima che i soggetti comprendano che le aspettative sui prezzi delle attività sono “irrealistiche”: dal 2006, il tasso di crescita dei default sui crediti personali superava negli USA quello del Pil, ma gli investitori cominciano a vendere azioni soltanto nell'agosto del 2007, quando si rende evidente la crisi dei mutui “subprime”.
- ▶ La difficoltà di valutare correttamente il rischio dovuta anche alla complessità delle innovazioni finanziarie genera un'allocazione del credito inefficiente.

Esempio. Un'impresa di assicurazioni si accolla, attraverso CDS, un ammontare ritenuto ottimale di rischio di default dei creditori della banca; non rendendosi conto del contenuto dei "titoli salsiccia", investe i premi acquistando sul mercato CDO che contengono le stesse attività rischiose. L'ammontare di rischio che l'intermediario si assume è maggiore di quello ottimale.

Carenze nella regolamentazione

- ▶ È cruciale la regolamentazione di strumenti e intermediari finanziari.
- ▶ I nuovi strumenti finanziari non sono soggetti ad una regolamentazione puntuale: ritardi nell'approntare una vigilanza macroprudenziale che impedisca un eccessivo gonfiamento della piramide di derivati.
- ▶ la valutazione del rischio è delegata a soggetti privati: società di rating.

- ▶ Esempio. Quando Lehmann Brothers fallisce (autunno del 2008), a causa del crollo di valore degli asset “tossici” che costituivano buona parte del suo attivo, le sue obbligazioni avevano un ottimo rating. Eppure, un segnale della sua scarsa attinenza con la realtà era già giunto nel 2003, quando la banca, insieme ad altre nove società, era stata multata per 80 milioni di dollari dagli organismi di controllo dei mercati USA per i rapporti irregolari che aveva tenuto con gli analisti che dovevano giudicare la sua solidità e affidabilità.

Dinamiche cumulative

La riduzione inattesa dei flussi di cassa di reddito

- ▶ aumenta le difficoltà nel ripagare i debiti,
- ▶ innesca la vendita di titoli per ottenere liquidità,
- ▶ la vendita di titoli ne fa diminuire il valore,
- ▶ le posizioni finanziarie speculative evolvono in posizioni ultraspeculative,
- ▶ anche le banche vedono le loro posizioni di bilancio peggiorare poiché il valore dei loro crediti (attivo di bilancio) si riduce.

La deflazione

- ▶ Il calo della domanda potrebbe spingere le imprese a vendere i loro prodotti ad un prezzo più basso di quello atteso, o alla riduzione dei prezzi (deflazione),
- ▶ il cash flow di reddito si ridurrebbe ulteriormente,
- ▶ la deflazione aumenta il costo reale del debito, andando a peggiorare ulteriormente la posizione dei soggetti indebitati.

Il ruolo della BC

- ▶ Prevenire le crisi
 - ▶ adeguato monitoraggio dello stato di fragilità finanziaria dell'economia.
- ▶ Se non si riesce a prevenire la crisi
 - ▶ cercare di bloccarla fornendo tempestivamente la liquidità necessaria anche attraverso interventi di tipo straordinario;
 - ▶ cercando di evitare la deflazione.
- ▶ Se non si riesce ad evitare la crisi ed essa è particolarmente grave, la BC opera per ricostituire la fiducia nel sistema finanziario e per instaurare aspettative positive nei soggetti economici (principalmente famiglie ed imprese).