

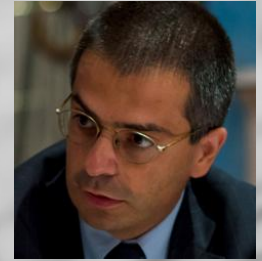


La crisi finanziaria: teorie, misure di politica economica, tendenze

Nicola Pegoraro

Università di Genova – A.A. 2012/2013

Nicola Pegoraro



- **ATTUALI INCARICHI**

- Direttore Intermediazione e Finanza di **Banca Carige Spa**
- Professore a contratto presso **l'Università di Genova** (“Investimenti finanziari in ottica internazionale”, Dipartimento di Economia, Scuola di Scienze Sociali (ex Facoltà di Economia))
- Consigliere e Direttore delle Pubblicazioni di **Assiom Forex-The Financial Markets Association of Italy**
- Occasionalmente ha svolto e svolge attività di formazione per **Iside, Centro di Formazione Carige, Università Cattolica di Milano, Università di Genova**

- **PRECEDENTI ESPERIENZE PROFESSIONALI**

- Dal 2003 al 2009, ha ricoperto l'incarico di Direttore Investimenti di **Carige Asset Management Sgr.**
- Lavora dal 1992 in ambito Credito, Capital Markets ed Investimenti.

Programma e materiale

SU WWW.PORTASOPRANA.IT

PORTASOPRANA.IT

Il Blog di Nicola Pegoraro

Chi sono

- » Breve bio
- » A cosa serve questo blog

Università e Seminari

- » 2010-La crisi finanziaria, glossario, teorie, tendenze
- » 2009-Bank Capital: il debito subordinato e gli ibridi
- » 2008-Gli investimenti finanziari nell'attuale contesto internazionale (la crisi finanziaria)
- » 2008-Gli investimenti finanziari nell'attuale contesto internazionale (indicatori macro e microeconomici)
- » 2007-Gli investimenti finanziari nell'attuale contesto internazionale (paesi emergenti e logiche di investimento)
- » 2006-I derivati e la loro gestione
- » 2003-Il Funding e l'Asset Liability Management delle Banche
- » 2002-Il Funding Bancario
- » 2002-La raccolta delle banche

Sui Media

- » Il concorso Caccia Al Toro
- » Io e Caccia Al Toro
- » TV, Radio, Web, Stampa & Cie



Tutto il materiale pubblicato sul sito
è protetto da licenza

Creative Commons Attribuzione-Non commerciale-No opere derivate 2.5 Italia
License.

Links finanziari e d'informazione

- » Soldonline.it
- » Yahoo Finanza Italia
- » Yahoo Finanza USA
- » BBC News
- » New York Times
- » CNN-Int'l Edition
- » Bloomberg.com
- » The Economist
- » Reuters

Password eventuale: Nicola

08/10/2010

La crisi finanziaria: teorie, tendenze, misure di politica economica
Anno Accademico 2010-2011

A breve, disponibili i lucidi delle lezioni.

Tema: [università e seminari](#) | [Linkami!](#) [commenti](#)

23/03/2010

La crisi finanziaria: glossario, teorie, tendenze
Genova, 22 marzo 2010

Un nuovo intervento!

Per eventuali domande o chiarimenti, utilizzate i commenti qui sotto.

Tema: [università e seminari](#) | [Linkami!](#) | [commenti](#)

18/10/2009

Caccia al Toro 2008-2009

Risultato Finale

Dopo 50 settimane di confronto ecco il risultato finale del **concorso Caccia al Toro**:

-Nicola Pegoraro-Carige AM	+29,35%
-Marino La Forgia-Anthilia Capital Partners	+25,71%
-Eurostoxx	+25,92%
-FTSE Mib	+28,46%
-Italian Runners	+19,29%
-Euro Runners	+6,35%
-Montecarlo	+99,76%

Avendo vinto il contest, Carige AM ha diritto a partecipare anche alla prossima edizione (sarà la quinta per la società). Per me, invece, l'esperienza termina alla quarta, poiché ho cambiato lavoro. Auguri al mitico amico e collega Marco Capurro, che mi sostituirà!

Tema: [caccia al toro](#) | [Linkami!](#) | [commenti](#)

**POTETE FARE
DOMANDE !**

Programma & Finalità

- 1. Dare un inquadramento teorico ai fenomeni che hanno portato alla recente crisi finanziaria, con l'ausilio dei contributi di tre economisti: Minski, Roubini e Taleb.**
- 2. Tratteggiare alcune linee di tendenza recenti: risposte macro e micro-economiche, innovazioni normative**

The background of the slide is a blurred image of a financial chart, likely a candlestick chart, with a grid. A solid blue border frames the entire slide. The title text is overlaid on the left side of the chart.

La crisi: teorie, spiegazioni, approcci

- Concetto di crisi economica e di crisi finanziaria: differenze
- Glossario
- La crisi finanziaria del 2007-esplosione della bolla del credito
- La teoria dell'instabilità intrinseca dei sistemi finanziari secondo Hyman Minsky
- La tesi della “Great Moderation” del sistema economico internazionale
- Nassim Taleb e Nouriel Roubini



Concetto di crisi economica e di crisi finanziaria

Differenze:

- Indicatori rilevanti PIL, Inflazione, Disoccupazione
- Stabilità sistema bancario e finanziario

Concetto di crisi economica e di crisi finanziaria

Glossario:

- Recessione
- Depressione
- Bank run/Bank Panic
- Crisi valutaria
- Contagio
- Crisi sistemica
- Moral Hazard – Bailout

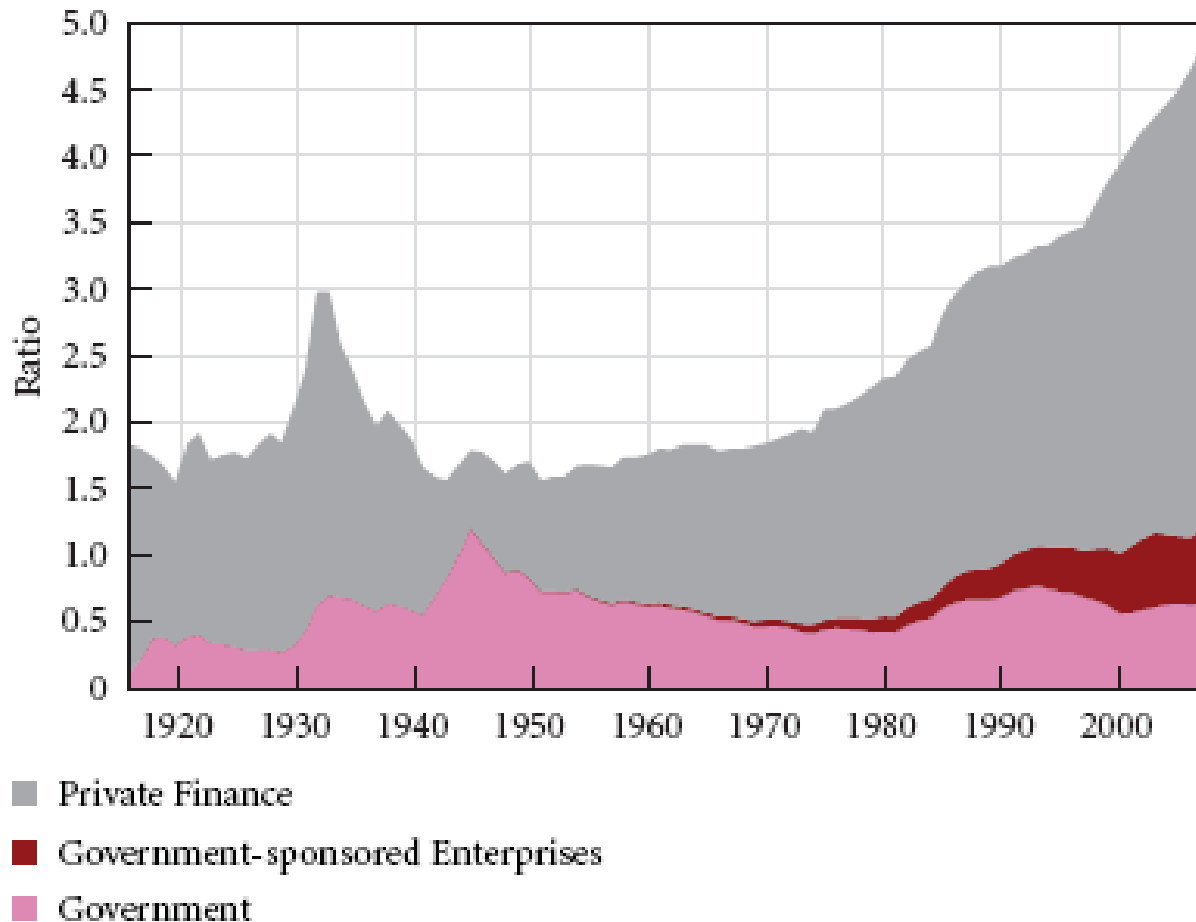
} Problemi trascurati dalla scuola neoclassica “ortodossa”

La crisi finanziaria del 2007

esplosione della bolla del credito

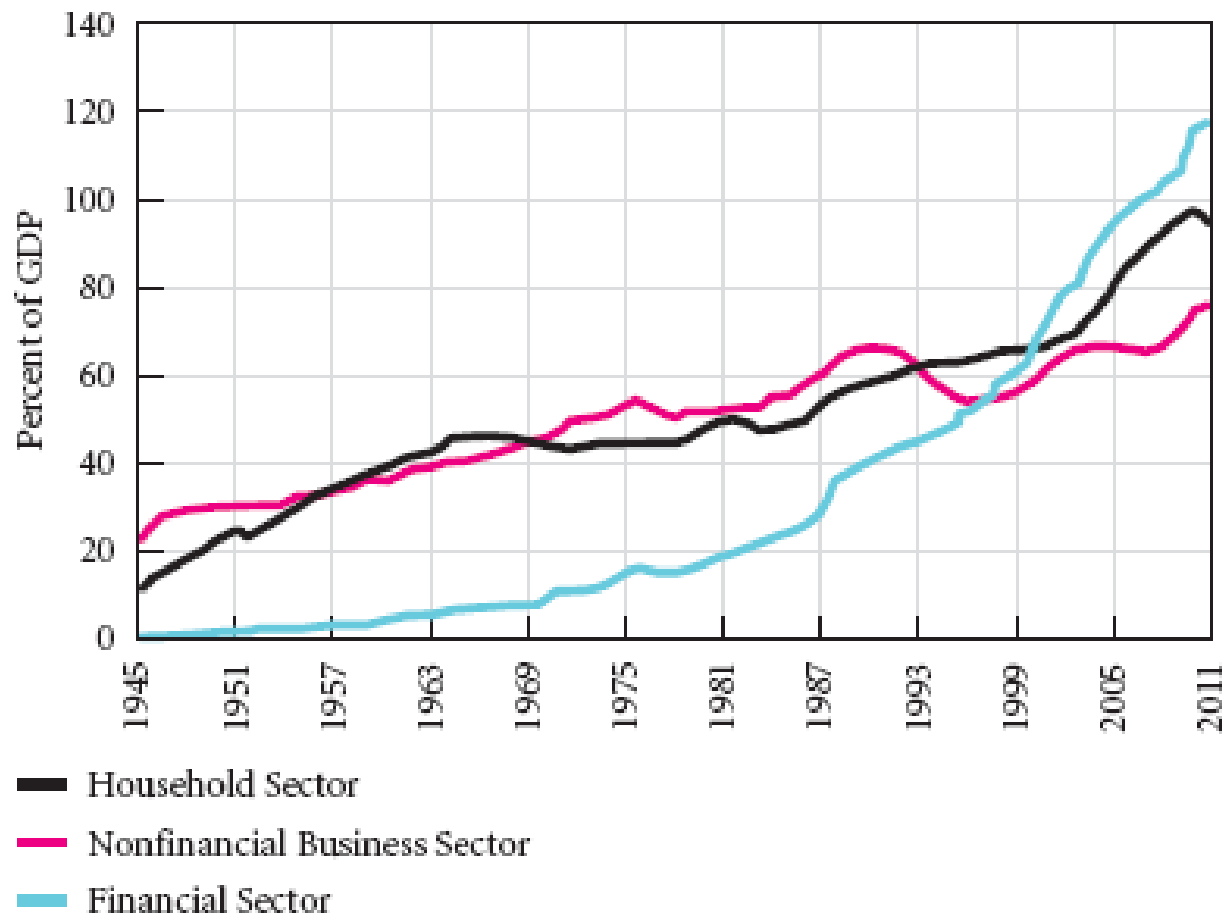
- Credito ipotecario
- Credito alle imprese
- Commodities
- Dot Com
- Moltiplicazione degli intermediari (Banks+Shadow Banks)
- Uso della leva

Passività finanziarie in proporzione al PIL USA 1915-2011



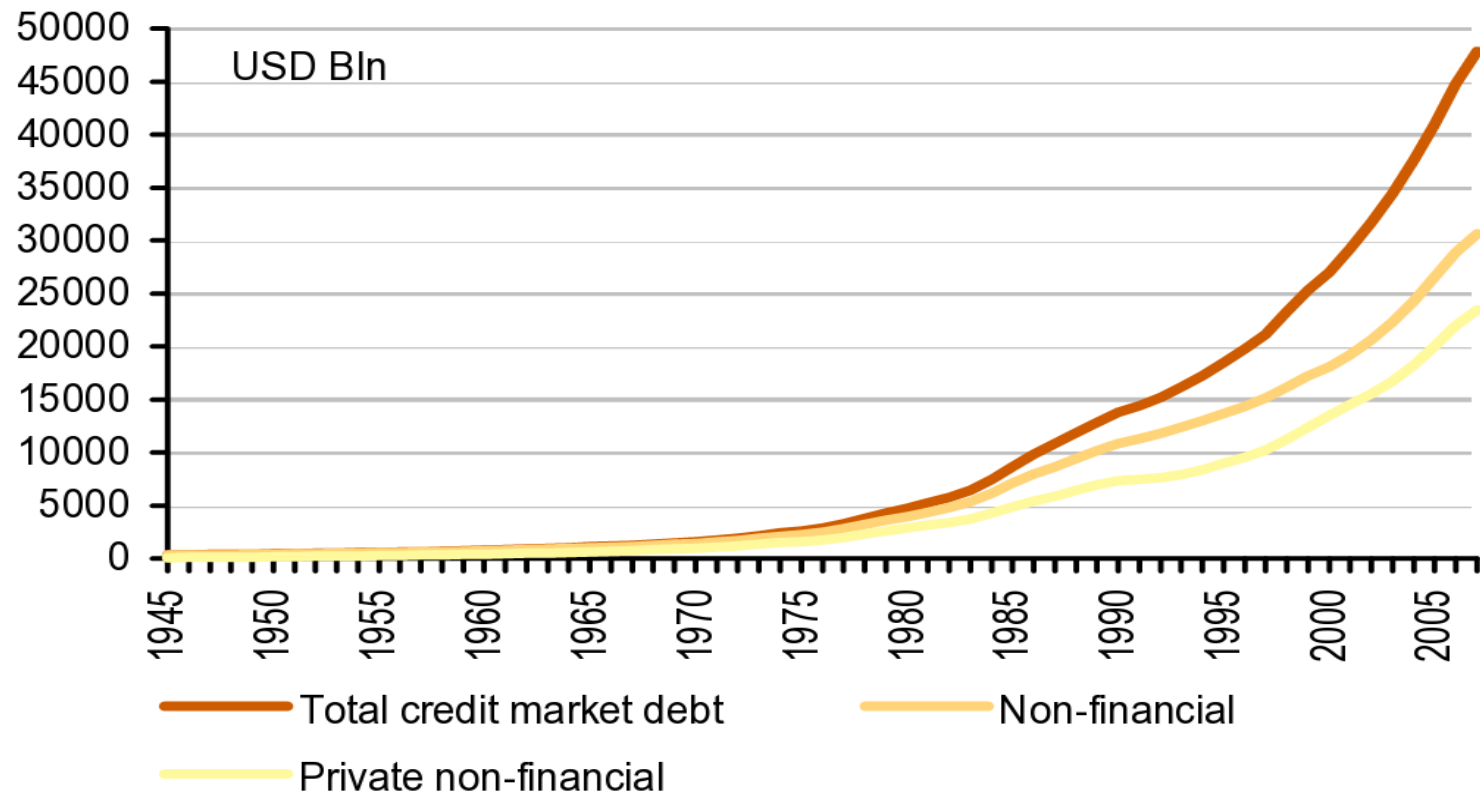
Sources: Bureau of the Census (1975); National Income and Product Accounts Flow of Funds (1945-)

Passività finanziarie private in proporzione al PIL USA 1945-2011



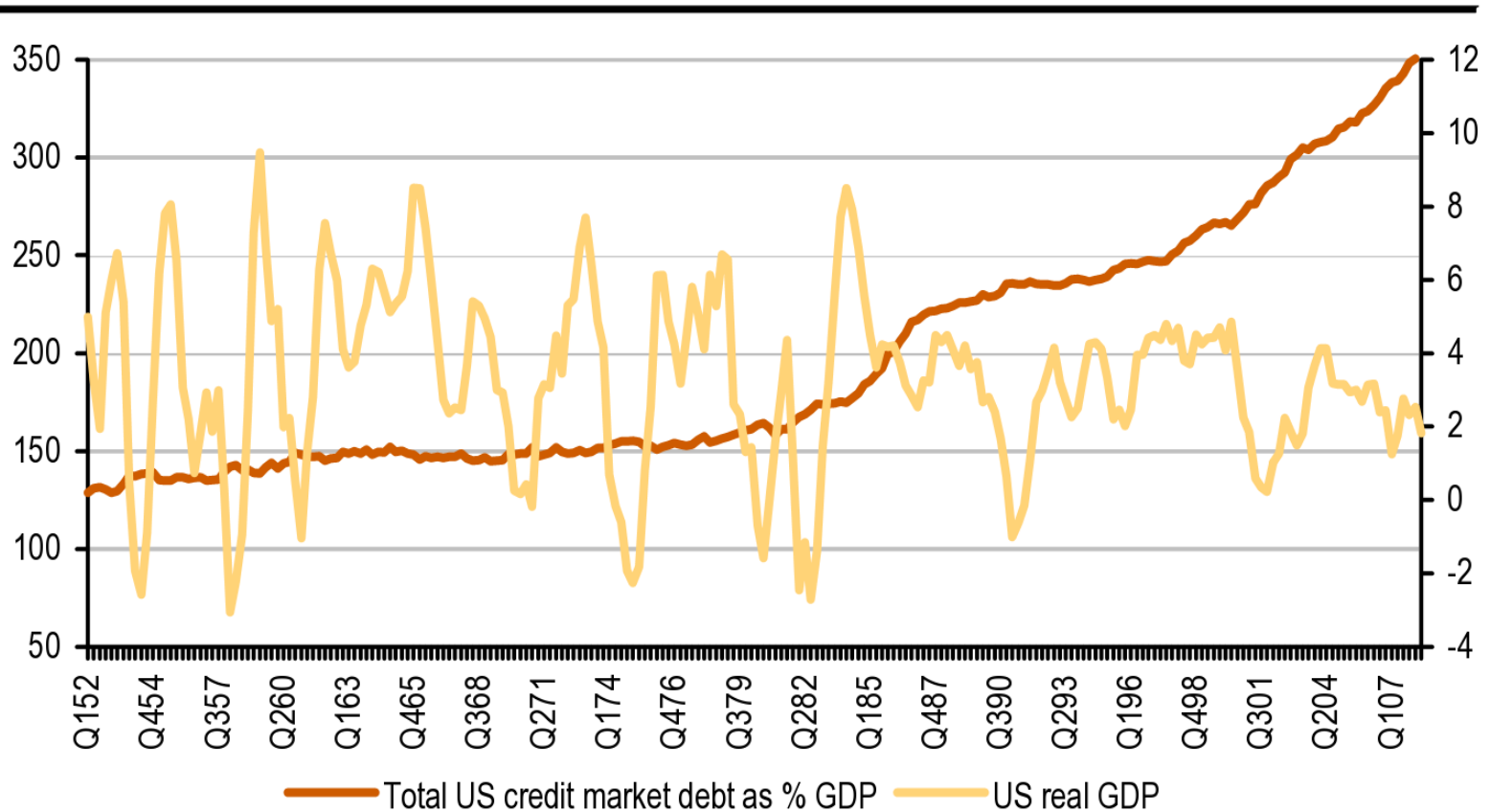
Source: National Income and Product Accounts Flow of Funds

US credit market debt outstanding



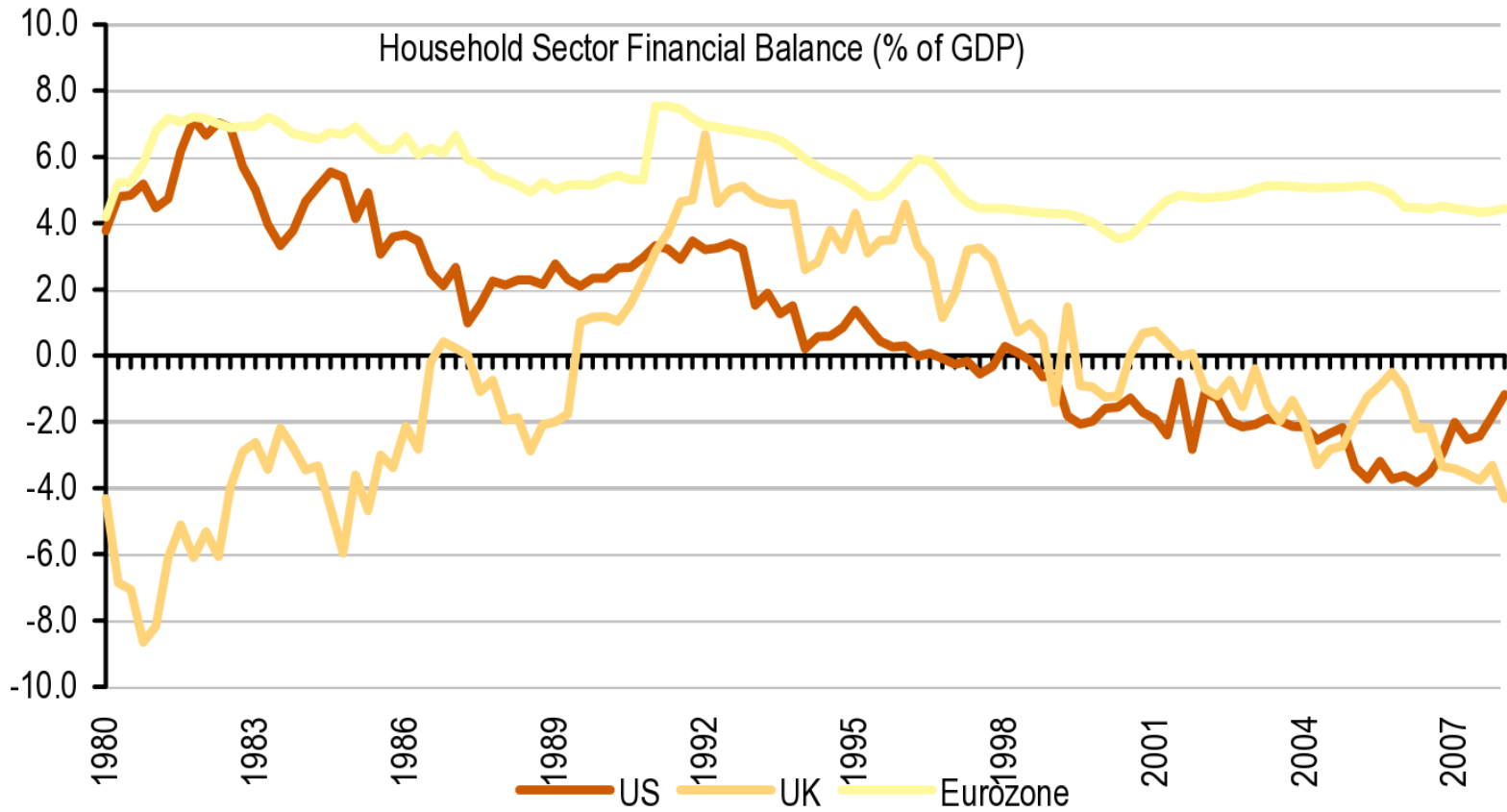
Source: Haver/UBS

US credit as % GDP – all time high: so what?



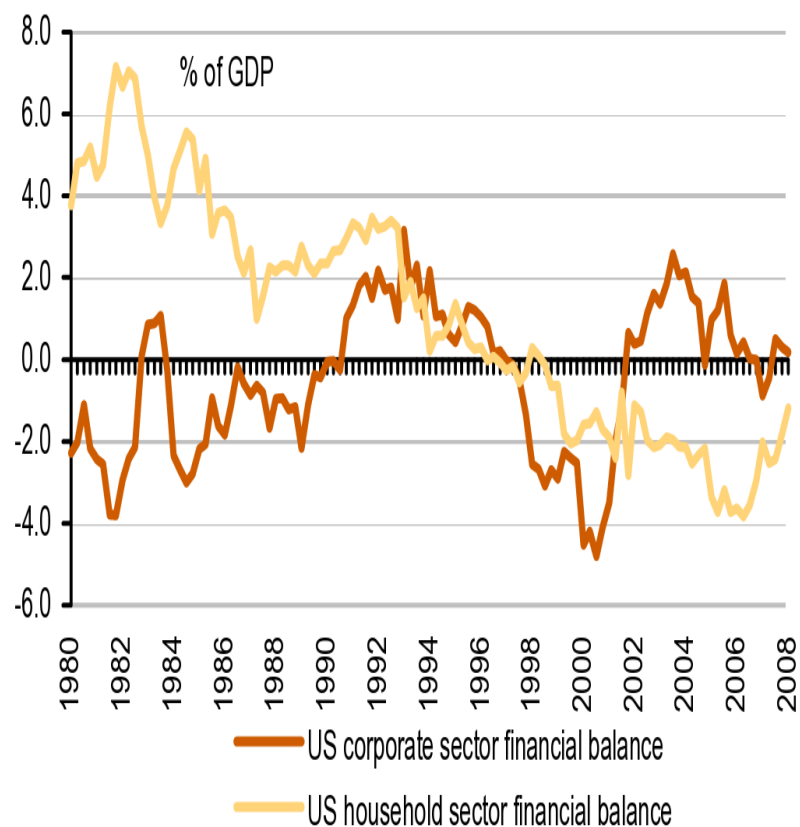
Source: Haver/UBS

Household financial balance turning in the US, not in the UK



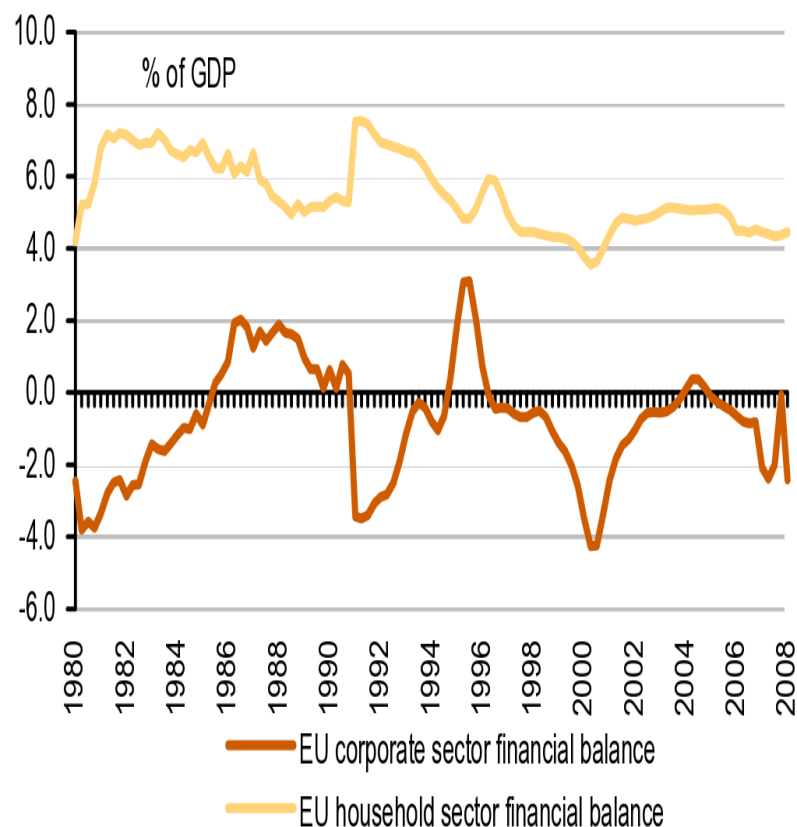
Source: UBS/OEF

US corporate balance sheets solid; not so households

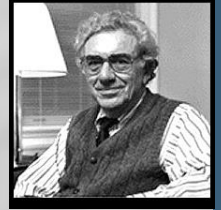


Source: OEF/UBS

EU sector balance sheets in reasonable shape



Source: OEF/UBS



Hyman Minsky (1919 –1996)

- Enfasi sul funzionamento del sistema finanziario, sul ciclo di investimento
- Debt Deflation (Irving Fisher)
- Logica del profitto, fenomeno del debito
- Profitti Futuri $\approx$ Investimenti pubblici e privati
- Logica dei “Bankers” Vs Logica dei “Businessmen”

Hyman Minsky

Sulla base del livello dei profitti reali (non quelli attesi) e sul grado di leva, si individuano 3 possibili cicli di investimento:

- Equilibrato (“Hedge”)
- Speculativo
- Ponzi



Il sistema, lasciato a se stesso, tende ad evolvere verso lo stadio più aggressivo

Hyman Minsky

Interessante analisi del fenomeno della securitizzazione, vista come stimolo alla leva e modo per bypassare i limiti normativi

Debtor → Paper Creator → Investment Bank → Shadow Bank

*which can be
securitized, will be
securitized*

Hyman Minsky

3 Conclusioni

1. Diversi approcci all'investimento e diversi sistemi finanziari hanno diversi gradi di fragilità/instabilità
2. Fasi prolungate di prosperità/stabilità spostano aspettative e percezione del rischio, pertanto generano situazioni più rischiose
3. Instabilità endogena, non esogena, al sistema finanziario

1991-*"The Financial Instability Hypothesis"*
1987, pubblicato nel 2008, "Securitization"

Great Moderation (2002-2007)

Negli anni 80 e 90, politiche restrittive del credito e lotta all'inflazione hanno generato minore volatilità del Pil



maggiore stabilità

2002 Stock/watson
2004 Bernanke

Minsky Vs Great Moderation: Analisi degli anni 80 e 90

Minsky

Restrizione al credito
Problemi per le banche
Securitizzazione
Originate & Distribute
Nascita del sistema finanziario
ombra
Money Market Capitalism



Aumento dei rischi di liquidità e di
sostenibilità

Great Moderation

Lotta all'inflazione
Deregulation
Aumento di efficienza



Sistema più stabile

Nouriel Roubini: bolle / instabilità / contagio



- Critica agli economisti troppo formalisti e orientati alla matematica
- Mercati emergenti e mercati sviluppati, sotto stress, possono mostrare gli stessi problemi (contagio)
- Accento sul sistema finanziario ombra
- Circolo vizioso di perdite, contrazione del capitale, contrazione del credito, liquidazioni forzate e svendite massicce di asset
- *Le dinamiche del mercato finanziario attraverso la ricostruzione degli eventi fatta da Nouriel Rubini (deleveraging), 2008, ["Le 12 tappe della crisi"](#)*

Nassim Taleb: incertezza



- Forte critica agli economisti (macroeconomia e financial economics ortodossa)
- Il mondo è dominato dall'incertezza
- Accento sulla psicologia (Kahneman-Tversky, Schiller, Thaler)
- Problema dell'induzione (Hume, Popper, ...)
- Empirismo vs Razionalismo

Il Cigno Nero non è un evento isolato e rarissimo. E' la norma

La felicità del
tacchino

I profitti di Indymac

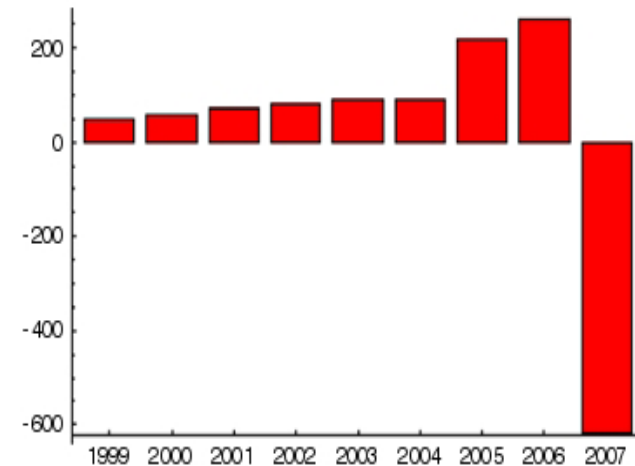
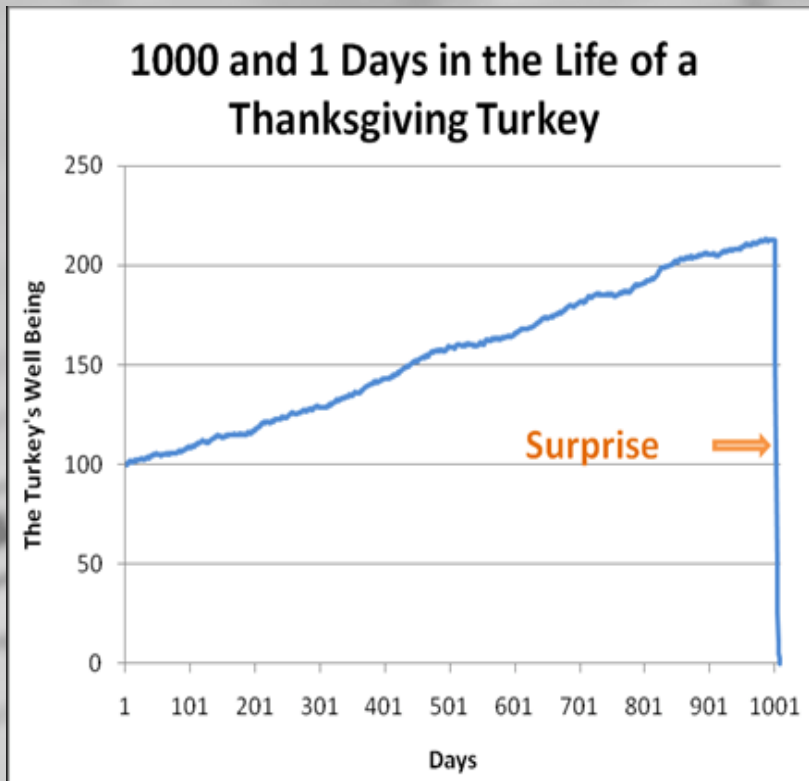


Fig. 1. Indy Mac's annual income (in millions) between 1998 and 2007. We can see fat tails at work. Tragic errors come from underestimating potential losses, with the best known cases being FNMA, Freddie Mac, Bear Stearns, Northern Rock, and Lehman Brothers, in addition to numerous hedge funds.

Temi fondamentali

- Assimmetria dei profitti
- Distribuzione gaussiana (a campana) vs ?
- Tail risk
- Critica al VAR
- Il problema degli incentivi (ancora Indymac): utili presi a prestito dal futuro
- Diversificazione? Entanglement

Temi fondamentali

- Sotto-valutazione dei rischi e tendenza all'ottimizzazione
- Differenza tra probabilità di un accadimento e pay-out
- Non linearità degli eventi economici
- Razionalità e intuizione
- 2 Sistemi: lento e veloce (Kanehman)
- Siamo sicuri che uno sia superiore all'altro

Nassim Taleb: bibliografia

In Italiano



Giocati dal caso. Il ruolo della fortuna nella finanza e nella vita
2008, 237 p., Il Saggiatore



Il cigno nero. Come l'improbabile governa la nostra vita
2009, 379 p., Il Saggiatore



Robustezza e fragilità. Che fare? Il Cigno nero tre anni dopo.
2010, 148 p., Il Saggiatore

In Inglese

<http://www.fooledbyrandomness.com/>

Contiene molto materiale accademico

II PARTE

Risposte del Sistema

- DI BREVE TERMINE
- RIFORME STRUTTURALI: BASILEA III, RISANAMENTO DEFICIT PUBBLICI-INTEGRAZIONE POLITICA ECONOMICA DELL'UE

The background of the slide is a blurred, grayscale image of a financial chart. It features a grid of horizontal and vertical lines. A solid line with circular markers and a dotted line both trend upwards from left to right. The chart is partially obscured by a dark blue vertical bar on the left and a dark blue horizontal bar at the bottom.

Misure di breve termine

Misure di breve termine

- Sostegno agli intermediari creditizi e al sistema finanziario
- Allargamento del credito
- Effetto: aumento del deficit pubblico
- Aumento regulation: in attesa di Basilea III, Solvency III e legislazione sul sistema finanziario ombra

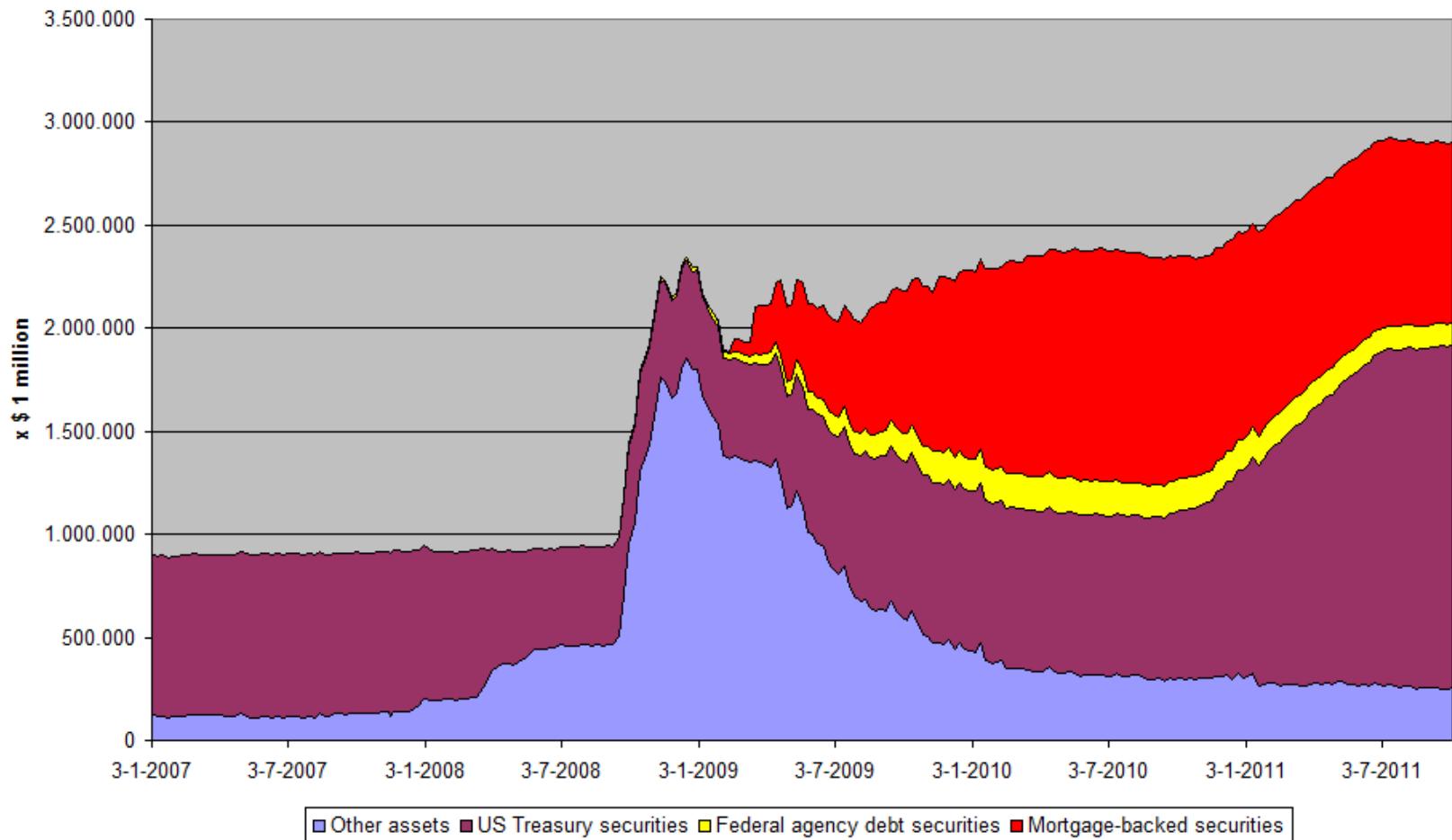
USA

Le misure straordinarie e temporanee di intervento messe in atto negli Usa

- Tesoro: [Capital Purchase Program](#) (CPP), [EESA](#), [Troubled Assets Relief Program](#), interventi ad hoc su aziende di interesse pubblico, interventi (e non interventi) su società private, [Hope for Home-owners Program](#), misure contabili e fiscali
- FDIC: [Temporary Liquidity Guarantee Program](#), garanzie sui depositi
- Federal Reserve: [Term ABS Loan Facility](#), interventi su MBS e Commercial Paper ([Commercial Paper Funding Facility](#))

In particolare il ruolo della Federal reserve è aumentato a dismisura in linea con il suo attivo di bilancio: inoltre la discrezionalità delle sue azioni rappresenta un potenziale vulnus alla trasparenza ed all'indipendenza del governo USA.

U.S. Federal Reserve balance sheet total



Regno Unito

La politica economica del Regno Unito

- -ricapitalizzazione delle banche
- -garanzie pubbliche
- quadro molto trasparente e lineare

ITALIA

I provvedimenti in Italia

- I tremonti bond
- Limitati interventi in favore dei mutuatari (cap al costo)

[decreto ministeriale 29/2008](#)

ALTRI PAESI DELL'EUROZONA

Francia, Germania, Spagna, Portogallo, Paesi Bassi hanno sostenuto il proprio sistema bancario con garanzie sulle emissioni esistenti, nuove emissioni garantite dallo stato, sostegno diretto azionario ad alcuni intermediari in difficoltà (Paesi Bassi, Germania)

EUROZONA

Come negli USA la Fed, la Banca Centrale Europea è stata proattiva soprattutto attraverso due facilitazioni:

- finanziamento collateralizzato settimanale, trimestrale ed annuale per importi illimitati
- programma di acquisto dei covered bond (60 + 40 mld)

Anche la BCE/Eurosistema ha enormemente aumentato il proprio totale di bilancio

	Totale di bilancio (in mld Eur)
Maggio 2007	1176
Maggio 2008	1400
Maggio 2009	1799
Maggio 2010	1983
Maggio 2011	1900
Settembre 2011	2288
Settembre 2012	3049



Innovazioni Normative

INTERVENTI STRUTTURALI

- **BASILEA III (BANCHE)-1/2013**
- **SOLVENCY II (ASSICURAZIONI) – 10/2012**
- **RIFORMA E LIMITAZIONI DEL MERCATO DEI DERIVATI -EMIR**
- **MISURE SU SHADOW BANKING SYSTEM ?**
- **RISANAMENTO DEFICIT PUBBLICI-
INTEGRAZIONE POLITICA ED ECONOMICA
DELL'UE ?**

La struttura di bilancio delle banche europee nel mezzo della crisi



Dati aggregati di un pool di primarie banche europee

Fonte: JPMorgan "European Credit Research" del 9 settembre 2008

Capitale di vigilanza (5%)

Obbligazioni LT2 (1%)

Obbligazioni Tier 1 e UT2 (1%)

Azioni (3%)

BASILEA III – CRD 4

Finalità

rafforzare la regolamentazione bancaria, aumentare i mezzi propri, diminuire la rischiosità degli intermediari, tagliare gli incentivi al rischio, evitare nuove crisi sistemiche, limitare futuri interventi pubblici

Mezzi

1. Aumento della quantità e della qualità del patrimonio di vigilanza
2. Interventi sulla liquidità e limiti alla leva finanziaria
3. Disincentivi ad eccessive prese di rischio e ad entanglement del sistema
4. Trattamento separato dei gruppi transnazionali e delle banche di interesse sistemico

Capitale regolamentare pre CRD 2 e pre Basilea III

Tier 3

← Presidio contro i rischi di mercato

Lower Tier 2

Passività subordinate

Upper Tier 2

Titoli ibridi di capitale

Capitale Supplementare

Obbligazioni Tier 1

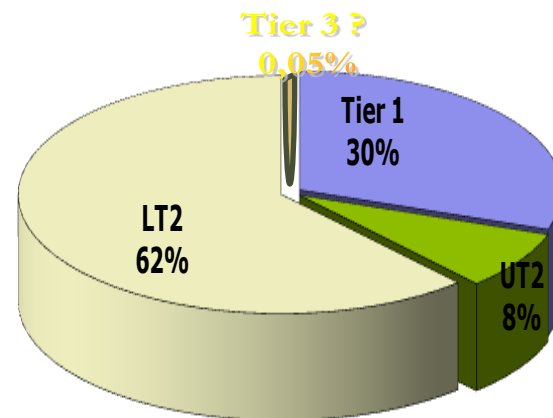
Titoli innovativi e non innovativi di capitale

Common Equity

Azioni ordinarie e risparmio

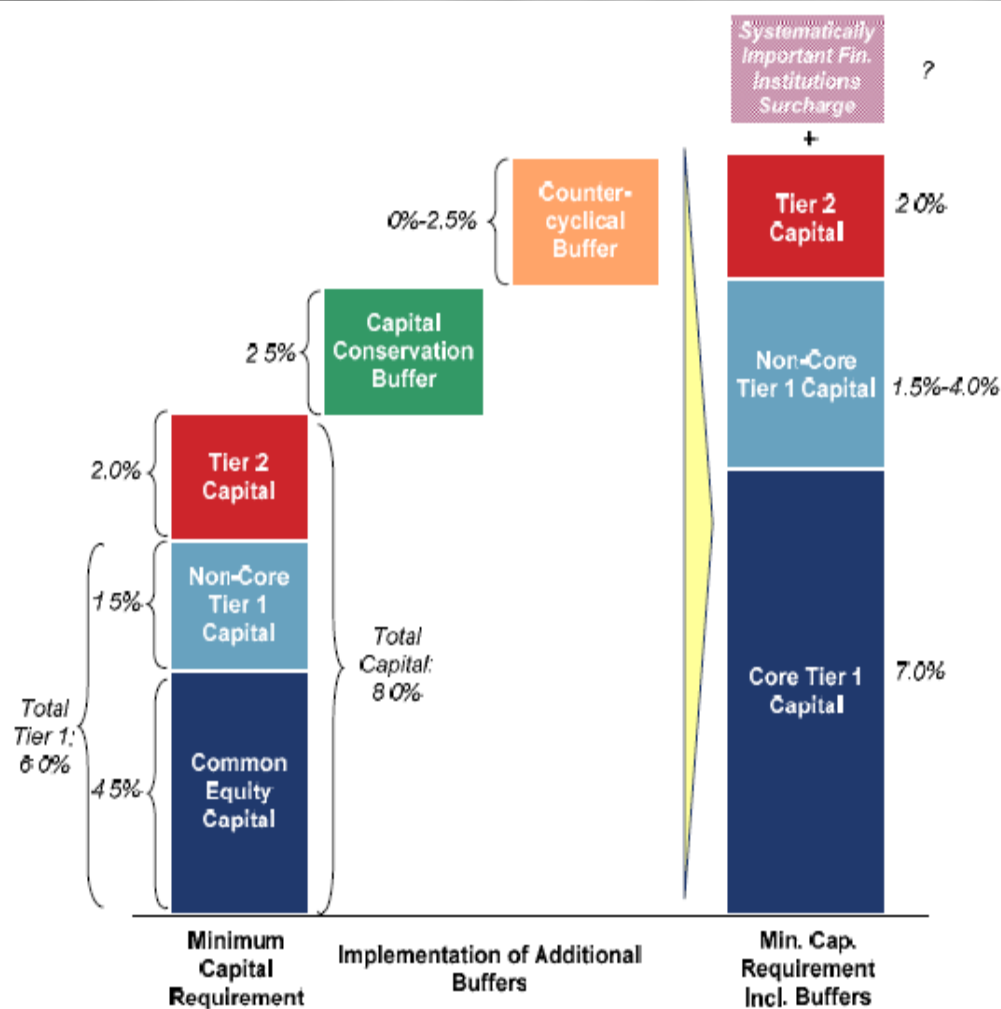
Capitale di primo livello

Subordinati denominati in Euro
nominali in essere (Dati Dealogic)



Rischio e rendimento

Requisito patrimoniale dinamico



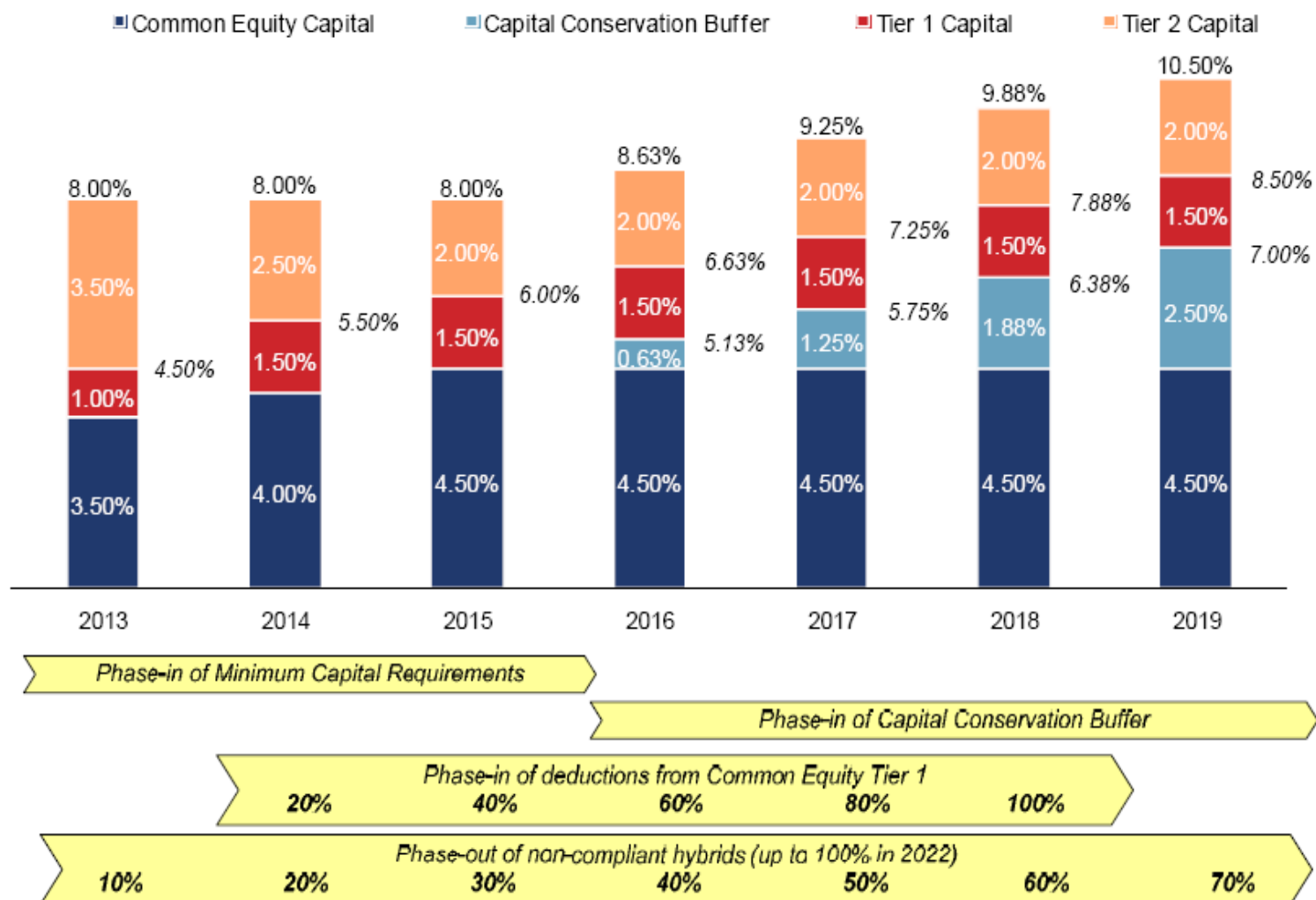
Fonte: Goldman Sachs

Al di là dei minimi regolamentari, la normativa prevede:

- Un Buffer di sicurezza, da fare crescere nella fase 2013-2019
- Buffer anticiclico, da tarare in funzione delle dinamiche economiche di ogni area o paese (cresce in fasi di sviluppo e scende in fasi di recessione/crisi)
- un requisito aggiuntivo per le banche di importanza sistemica

↑
MINSKI ?

Adeguamento progressivo



Fonte: Goldman Sachs

Capitale regolamentare Post CRD 2 e Basilea III

Pre

Tier 3

Lower Tier 2

Passività subordinate

Upper Tier 2

Titoli ibridi di capitale

Obbligazioni Tier 1

*Titoli innovativi e non
innov. di capitale*

Common Equity

*Azioni ordinarie e
risparmio*

Post

Tier 2

gone concern

Non Core Capital

Core Capital

Azioni ordinarie

Post CRD 2 e Basilea III

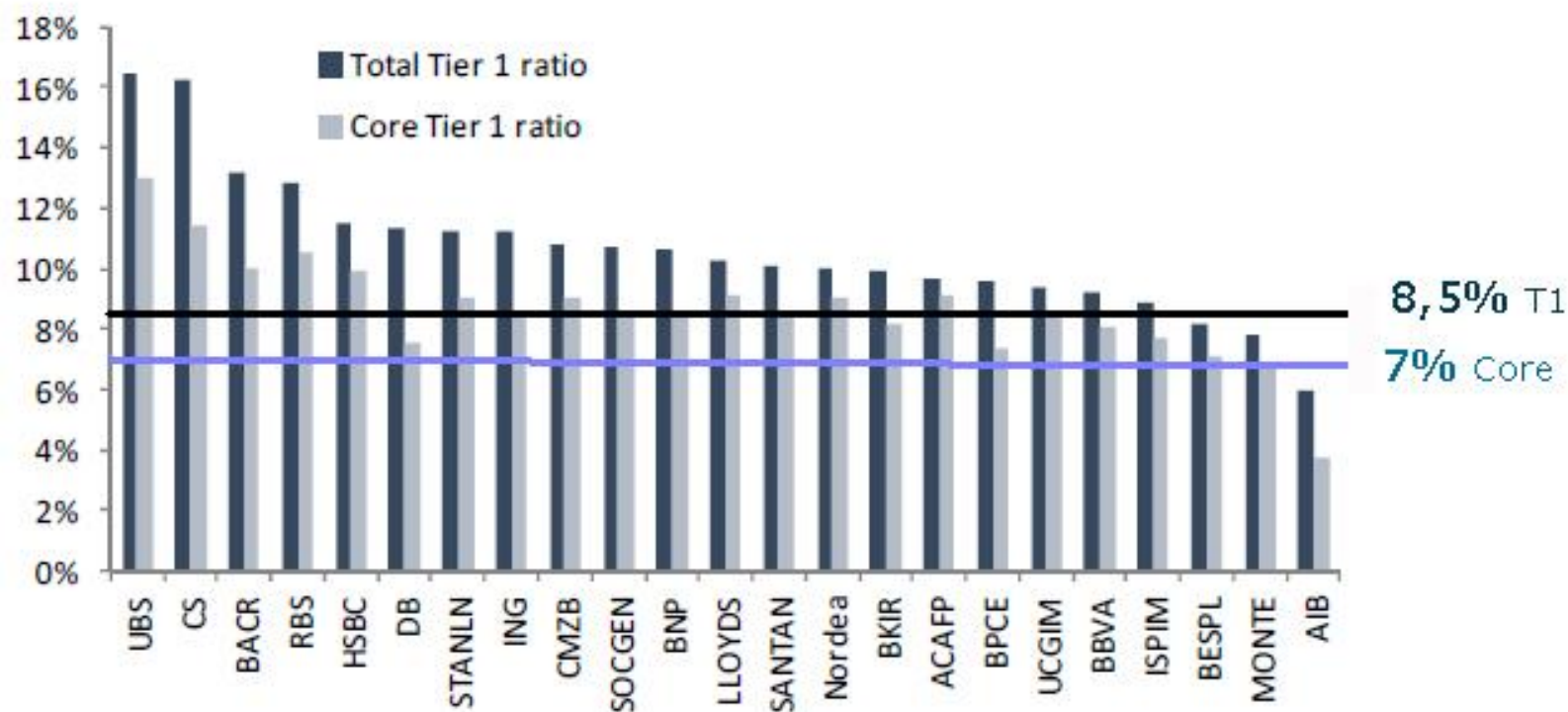
CRD 2
grandfath. 30 anni
Operativa dal 30.12.2010

Basilea III
grandfath. limitato
Operativa dal 2013 ?

Tier 2	Nessun cambiamento	Unificazione del T2; accento su gone concern; loss absorption ?; no incentivi al rimborso; durata minima 5 anni	2%
Non Core Capital	Titoli innovativi Max 15% del T1 Titoli non innovativi + Az. Risp./Priv. Max 35% Titoli convertibili in azioni Max 50%	peso marginale rispetto a core, possibilità di call ma no incentivi, cedole discrez.; no scadenza; conversione in azioni o cancellazione	1,5%
Core Capital Azioni ordinarie	Az risp./priv non comutate, az. banche coop sì	Sostegno governativo grandfath. fino al 2018; dal 2019 solo az. ord.	7%

CAPITALIZZAZIONE DEI PRINCIPALI GRUPPI BANCARI EUROPEI

CORE CAPITAL E TIER 1 COMPLESSIVO

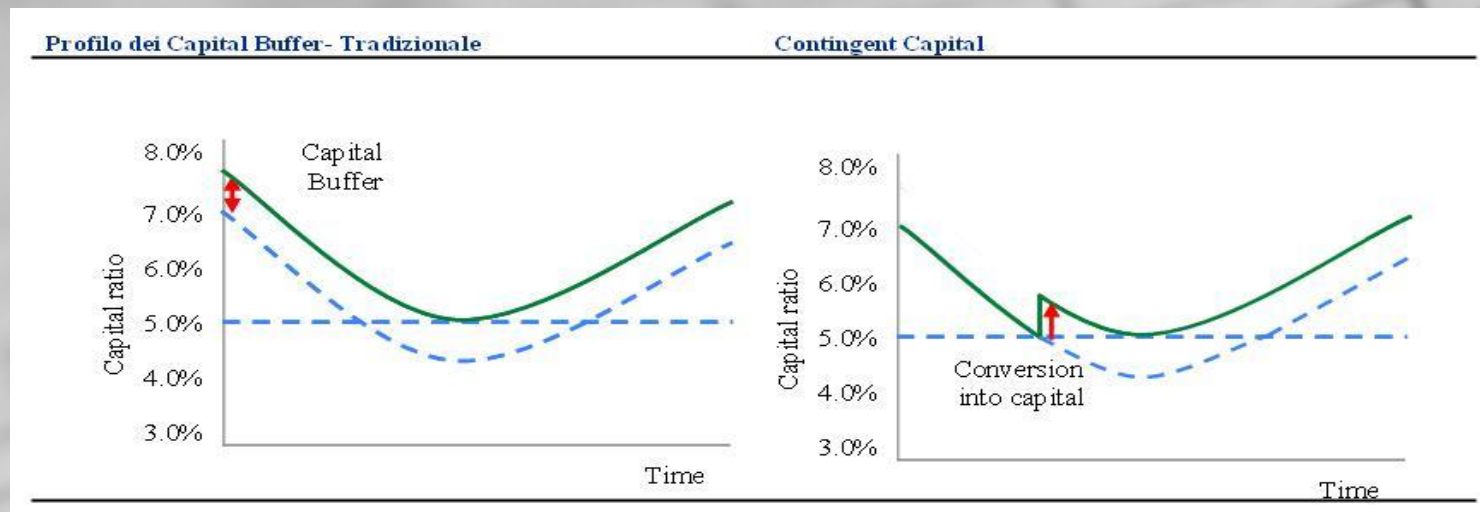


FONTE: GOLDMAN SACHS E REPORT SOCIETARI, SETTEMBRE 2010

Contingent Capital

Grande incertezza,

Il concetto di Contingent Capital si applica a strumenti che, in condizioni normali, costituiscono titoli a reddito fisso (senior bonds, Tier 2 etc.) e che vengono convertiti in core capital in condizioni di stress. Lo strumento non entra a far parte del core capital dell'emittente all'origine e pertanto le sue caratteristiche iniziali dovrebbero essere ininfluenti al fine della sua classificazione. Cio' detto, ci pare di intendere che i regulators stanno discutendo se lo strumento "ospite" in operazioni di Contingent Capital debba, comunque, avere natura di capitale subordinato.



L'obiettivo e' la creazione di capitale laddove necessario all'emittente. Questo puo' essere ottenuto attraverso differenti meccanismi: la conversione (in toto o in parte) del titolo in azioni ordinarie dell'emittente (come nel caso di Lloyds), ovvero il write-down del titolo stesso al fine di generare un utile (l'opzione seguita da Rabobank). In entrambi i casi la conversione e' attivata da un trigger legato al livello di core capital dell'emittente e tipicamente posto a livelli superiori al minimo regolamentare richiesto.

Da *Il Contingent Capital: logiche di funzionamento e casistica*

Di Prasad Gollakota, Eva Porz, Andrea Montanari, Egidio Imbrogno su Lettera Assiom Forex 2/2010

Interventi sulla liquidità

LIQUIDITY COVERAGE RATIO: identifica l'ammontare di asset disponibili e prontamente liquidabili che una istituzione creditizia detiene per far fronte ai propri esborsi netti di liquidità in uno scenario acuto di stress identificato dalle seguenti condizioni: significativo *downgrade* del proprio *credit rating* attribuito dalle agenzie internazionali, ritiro parziale degli ammontari depositati dalla clientela, incapacità di accedere a fonti di *funding* non collateralizzato, incremento degli *haircuts* sulle attività utilizzate a fronte di *funding* garantito (repo market), incremento negli ammontari dovuti in termini di *margin calls* e sostanziale utilizzo delle linee “*committed*” a fronte di *on o off balance sheet exposure*.

$$\text{LCR} = \frac{\text{High Quality Liquid Assets}}{\text{Net Cash Outflows over a 30-day period}} \geq 100\%$$

Stock of High Quality Liquid Assets

Cash	100%
Sovereign & Public Sector Securities	100%
Qualifying Central Bank Receivables	100%
Sovereign Debt in domestic currency	100%
Corporate Bonds (Financials excluded)	80% (AA or higher) 60% (A- to AA-)
Covered Bonds (not issued by the bank itself)	80% (AA or higher) 60% (A- to AA-)

Net Cash Outflows ⁽¹⁾

Retail Deposits	7.5% to 15%
Unsecured Wholesale Funding:	
- Small Business	7.5% to 15%
- Non-Financial Corp. (no operational relationship)	75%
- Non-Financial Corp., Sovereign and Public Sector (with operational relationship)	25%
- Other	100%
Secured Funding (illiquid assets)	100%
Undrawn Commitments:	
- Retail clients	10%
- Non-Fin. Corp, credit facilities	10%
- Non-Fin. Corp, liquidity facilities	100%
- Other	100%
Planned outflows related to renewal of commercial loans	t.b.d. by each bank

Da Rischio di liquidità: sviluppi e nuove indicazioni fornite dal Comitato di Basilea

di Marco Bertotti e Mirco Brisighelli
su Lettera Assiom Forex 3/2010

Limiti alla leva finanziaria

NET STABLE FUNDING RATIO: rappresenta le fonti di provvista stabili per un periodo di un anno misurate secondo regole definite che devono coprire interamente l'esposizione verso il rischio di liquidità dalle attività e poste fuori bilancio.

$$\text{NSFR} = \frac{\text{Available Stable Funding}^{(1)}}{\text{Required Stable Funding}^{(2)}} \geq 100\%$$

Available amount of stable funding

T1 & T2 capital	100%
Other Preferred shares and capital instruments in excess of T2 limit with maturity > 1 yr	100%
Other liabilities with effective maturity > 1 yr	100%
"Stable" retail and small business client deposits, <1yr	85%
"Less Stable" retail and small business client deposits, <1yr	70%
Unsecured wholesale funding (non-financial corp or maturity <1yr)	50%
Other liabilities	0%

Required amount of stable funding

Cash, short term unsecured actively-traded instruments	0%
Securities with exactly offsetting reverse repo	0%
Securities with maturity <1yr	0%
Non renewable loans to financials < 1 yr	0%
Marketable securities from sovereign / public sector rated AA or higher with mat >1yr	5%
Undrawn amount of committed credit and liquidity facilities	10%
Unencumbered non financial senior corp or covered bonds rated at least AA with mat > 1yr	20%
- Gold - Unencumbered listed equity securities - Unencumbered non financial senior corp or covered bonds rated at least A- with mat > 1yr - Loans to non-financials < 1yr	50%
Retail loans with mat < 1yr	85%
Other	100%

- NSFR: defined under the hypothesis of 1 year stress scenario in order to assess the "real" amount of stable funding available and required

⁽¹⁾ Defined as those types and amounts of equity and liability financing expected to be reliable sources of funds over a one-year time horizon under conditions of extended stress, which the institution has in its balance sheet as per specific weight factors

⁽²⁾ Measured using supervisory assumptions on the broad characteristics of the liquidity risk profiles of an institution's assets, off-balance sheet exposures and other selected activities

Da Rischio di liquidità: sviluppi e nuove indicazioni fornite dal Comitato di Basilea

di Marco Bertotti e Mirco Brisighelli
su Lettera Assiom Forex 3/2010