

La crisi iniziata nel 2007

In questa lezione:

- Analizziamo lo scoppio della crisi finanziaria.
- Studiamo l'effetto della crisi finanziaria sull'economia reale.

L'origine della Crisi

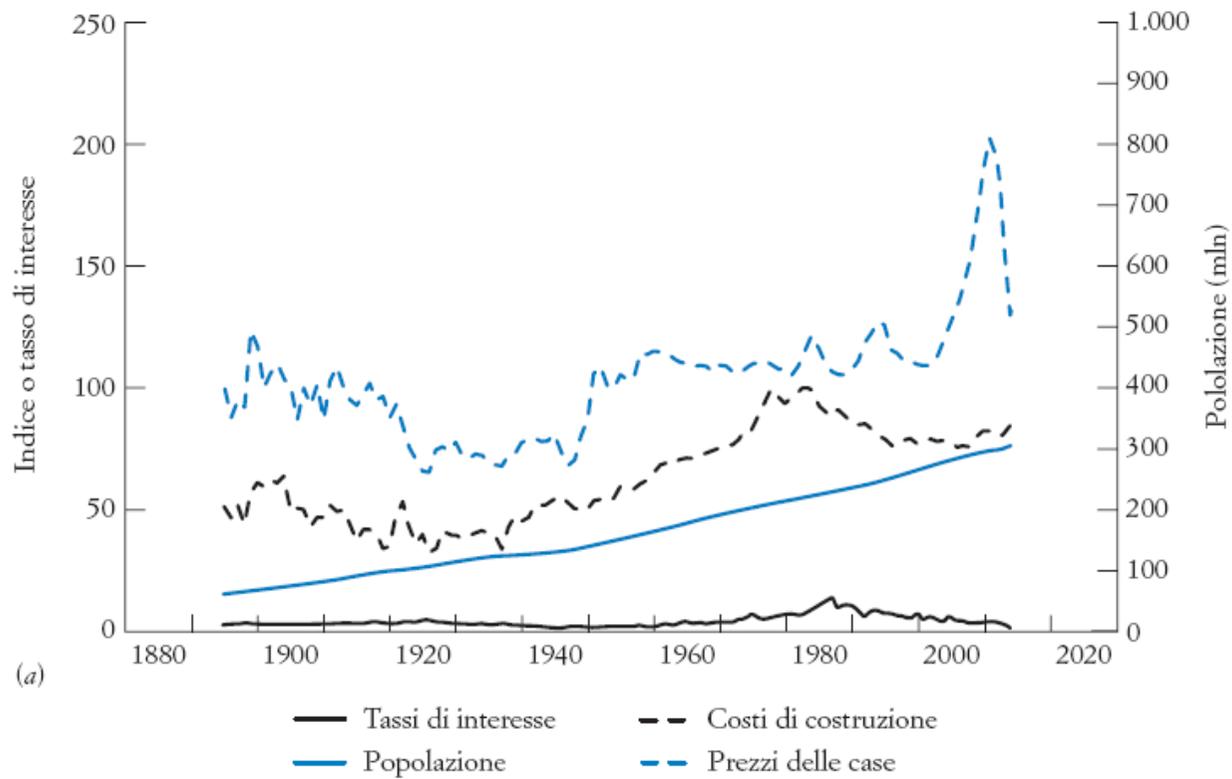
Nell'autunno del 2008 il mondo è entrato nella recessione più profonda mai registrata dalla seconda guerra mondiale.

L'origine della crisi è stata una crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti nell'estate del 2007, poi diffusasi in Europa e rapidamente al mondo intero.

La crisi finanziaria è iniziata nel cosiddetto mercato dei mutui *subprime*, una piccola parte del mercato immobiliare statunitense che eroga mutui a coloro che hanno una probabilità relativamente alta di non essere poi in grado di ripagare.

La bolla immobiliare

Per capire l'origine della crisi partiamo dai prezzi delle case negli USA dal 1880.



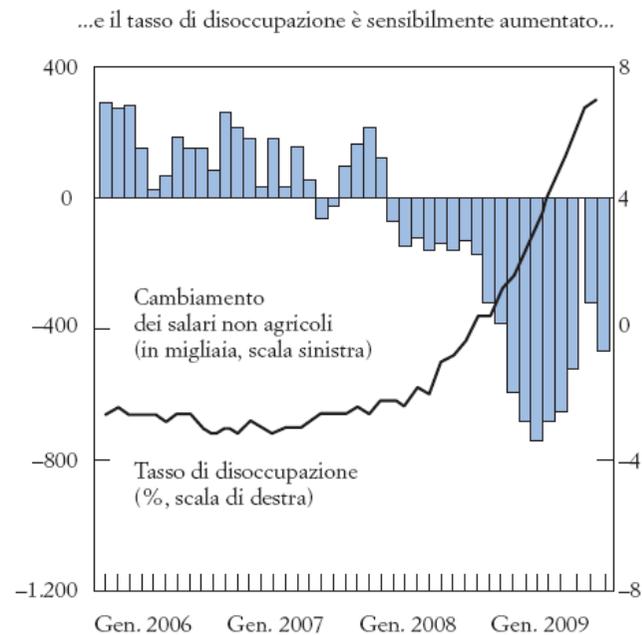
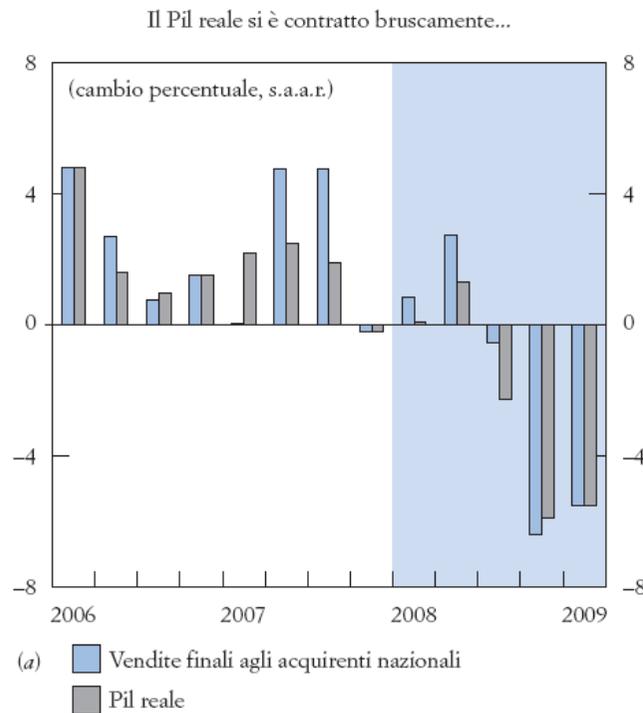
La bolla immobiliare negli USA

Dal primo decennio di questo secolo i prezzi delle case sono aumentati molto senza alcuna ragione evidente (come invece per l'aumento avvenuto nel 1940): né i costi di costruzione, né la crescita della popolazione giustificano un tale aumento dei prezzi.

Il crollo dei prezzi delle case, di circa il 30% in media negli Stati Uniti tra il 2006 e il 2009, ha messo in ginocchio l'intera economia.

La recessione negli USA

Il Pil reale negli Stati Uniti si è contratto bruscamente e il tasso di disoccupazione è più che raddoppiato.



Famiglie con troppi debiti

Resta da rispondere ad alcune domande:

1. Perché il valore delle case è schizzato verso l'alto dopo il 2000?
2. Perché gli effetti del crollo dei prezzi delle case sono stati così drammatici?

Famiglie con troppi debiti

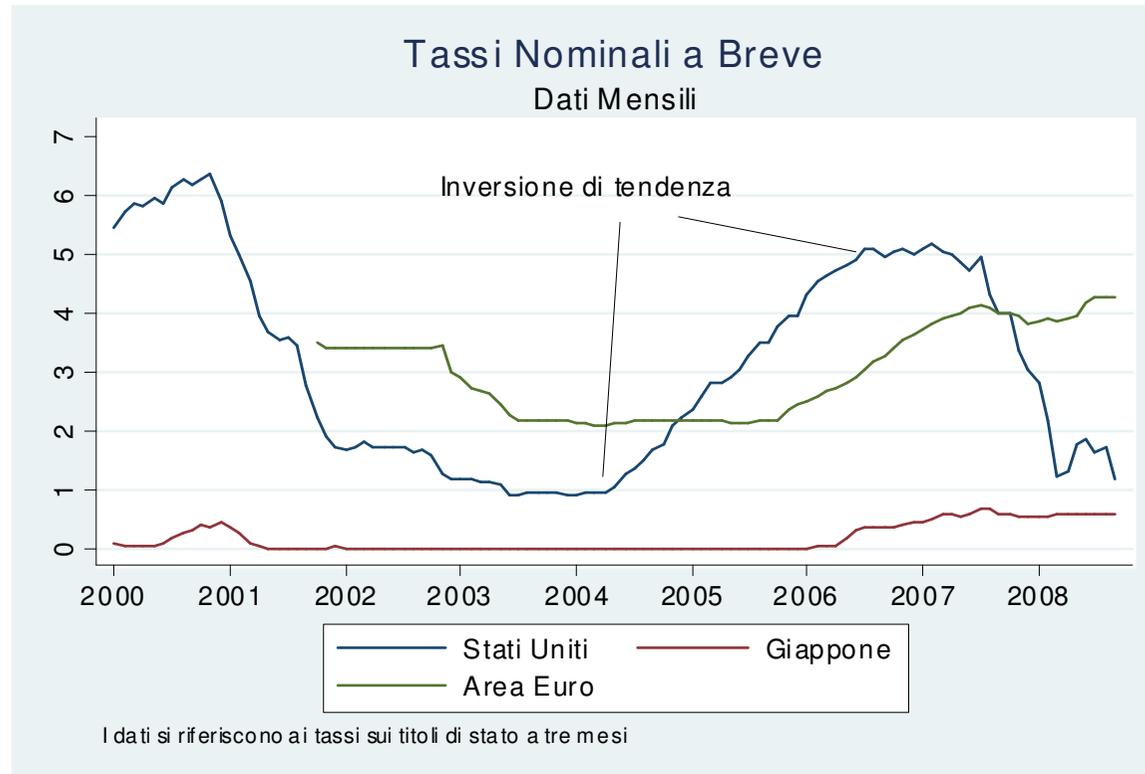
L'aumento dei prezzi delle abitazioni è stato anche l'effetto di un lungo periodo di tassi di interesse estremamente bassi, che hanno reso molto conveniente prendere a prestito per comprare una casa, soprattutto se si credeva, come allora, che la bolla potesse continuare.

La Fed ha mantenuto bassi i tassi di interesse, perché l'inflazione era bassa. Infatti i prezzi delle case non entrano direttamente nell'indice utilizzato per calcolare l'inflazione.

Prendere a prestito per comprare una casa è stato incoraggiato anche da un cambiamento delle regole seguite dalle banche per approvare un mutuo, regole che sono diventate molto meno severe.

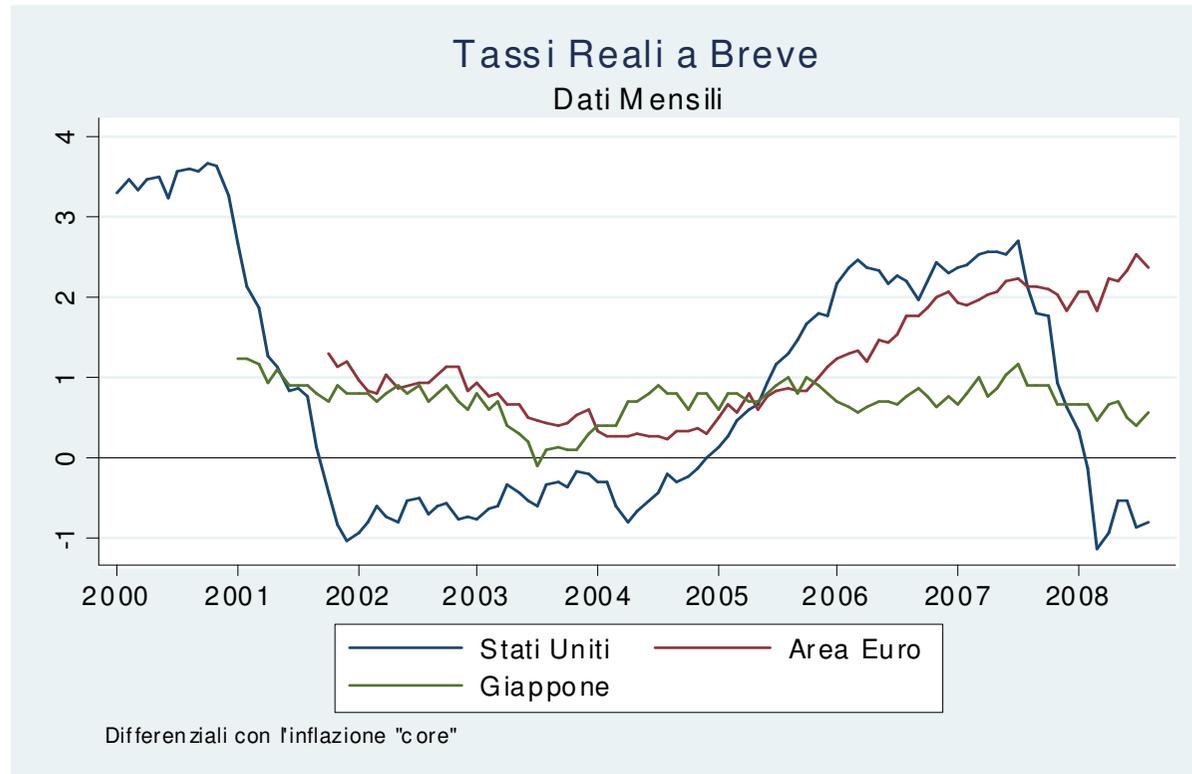
Politica monetaria accomodante

I tassi a breve, in particolare negli USA, hanno subito bruschi cambi di direzione segno di tensioni nei mercati monetari e di destabilizzazione...



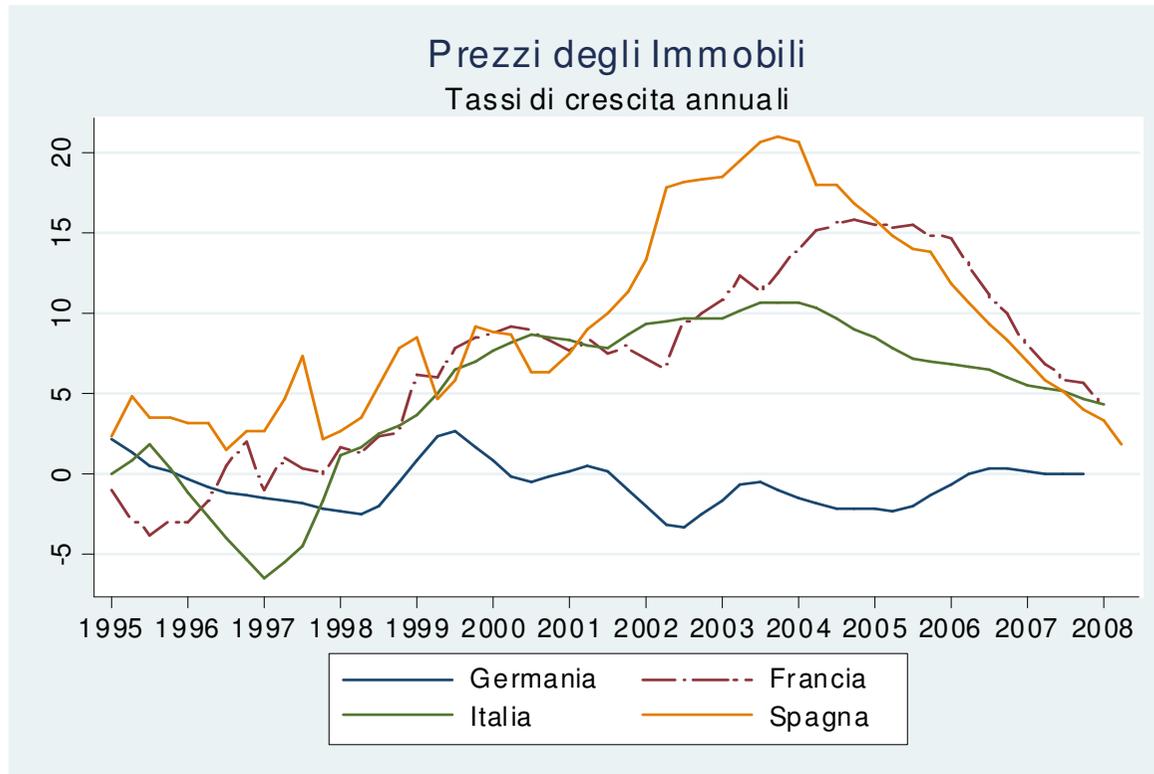
Politica monetaria accomodante

Negli Usa per un lungo periodo i tassi reali sono negativi e crescono fortemente dal 2004



La Bolla Immobiliare negli altri paesi

Dal 2002 al 2006 il prezzo degli immobili residenziali in Spagna è cresciuto in media all'anno del 17.12%, in Francia del 12.73%, in Italia del 9.18%



Famiglie con troppi debiti

Se le banche non sono abbastanza attente quando fanno un mutuo, non sorprende che nel momento in cui i prezzi delle case iniziano a calare alcune famiglie vadano "in rosso", nel senso che quanto hanno preso in prestito dalla banca supera il valore di mercato della loro casa.

Può succedere che la famiglia abbandoni la casa o smetta di pagare il mutuo. Alla banca resta la possibilità di riscattare la proprietà della casa. Poiché il valore della casa è inferiore al valore del prestito che è stato inizialmente concesso, la banca registra una perdita.

Questo da solo, però, non è sufficiente a spiegare quanto è successo.

Leva finanziaria e propagazione

Per spiegare perché il crollo dei prezzi si è amplificato bisogna introdurre il concetto di "leva finanziaria".

Rapporto di leva= Attività/Capitale

Seppur rischioso, alle banche conviene avere un elevato rapporto di leva finanziaria. Quando le cose vanno bene, un elevato rapporto di leva garantisce ritorni molto elevati, ma quando le cose vanno male il capitale per far fronte alle perdite è minimo. Nel tempo, complice la cattiva regolamentazione, l'esempio delle banche si è diffuso a tutte le altre istituzioni finanziarie.

Es. di leva finanziaria

| | Attività | Passività | Capitale | Leva Finanziaria |
|----------------|----------|-----------|----------|------------------|
| Banca 1 | 100 | 80 | 20 | $100/20=5$ |
| Banca 2 | 100 | 95 | 5 | $100/5=20$ |

Leva finanziaria e propagazione

La leva finanziaria aumenta a dismisura i profitti, ma anche le perdite.

Si supponga che per esempio il prezzo delle attività della banca aumenti del 10% da 100 a 110.

La banca 1 fa un profitto in termini di capitale investito di $10/20=50\%$.

La banca 2 fa un profitto in termini di capitale investito di $10/5=200\%$.

Si assuma ora che il prezzo delle attività della banca si riduca del 10% da 100 a 90.

La banca 1 sostiene una perdita in termini di capitale investita di $10/20=50\%$.

La banca 2 fallisce dato che sostiene una perdita maggiore del capitale investito $5-10=-5$.

Leva finanziaria e propagazione

Ora si comprende che finché i prezzi delle case crescevano, le banche potevano fare enormi profitti mantenendo elevata la loro leva finanziaria ed evitando il fallimento. Questa situazione non è durata a lungo e alla fine molte banche si sono ritrovate senza capitale sufficiente per assorbire le loro perdite.

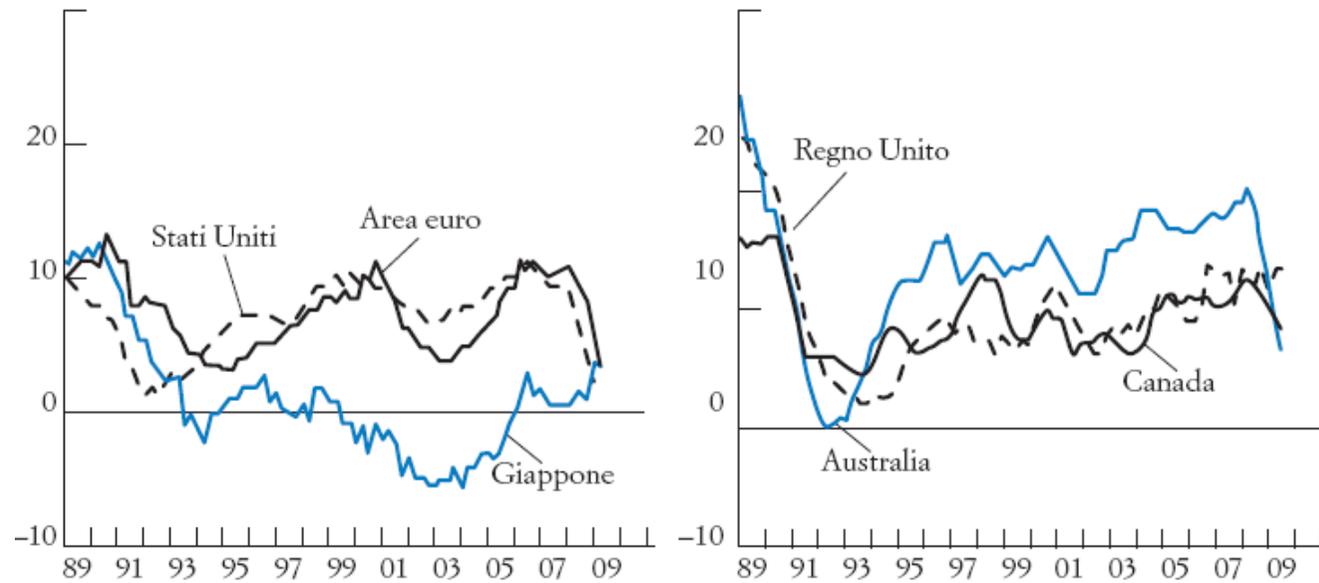
TAB. 20.2. La leva finanziaria delle istituzioni finanziarie degli Stati Uniti nel 2007

| | |
|---|------|
| Banche commerciali | 9,8 |
| Banche di credito cooperativo | 8,7 |
| Imprese finanziarie | 10,0 |
| Banche di investimento e <i>hedge funds</i> | 27,1 |
| Fannie Mae e Freddie Mac | 23,5 |

*Fonte: T. Adrian e Hyun Song Shin, *Liquidity and Financial Cycles*, Federal Reserve Bank of New York.*

Leva finanziaria e propagazione

Il risultato è stato un congelamento del credito.



Credito al settore privato

Leva finanziaria e propagazione

I principali canali attraverso cui la crisi finanziaria ha colpito l'economia reale:

- la contrazione del credito ha colpito gli investimenti;
- il calo del mercato azionario (che si aggiunge al calo dei prezzi delle abitazioni) ha ridotto il valore della ricchezza delle famiglie e quindi dei consumi.

La domanda di investimento, quando le banche agiscono da intermediari

Estendiamo il modello *IS-LM* per includere le banche come intermediari creditizi.

Il tasso al quale le banche prestano alle imprese, vale a dire il costo di un prestito bancario, ρ , è pari al tasso che i risparmiatori ricevono dalle banche più uno *spread*, x :

$$\rho = i + x$$

La domanda di investimento dipende quindi dal costo dei prestiti bancari e può essere espressa come:

$$I = I(Y, \rho)$$

+ -

La domanda di investimento e il credito

Lo *spread* x dipende *negativamente* da due fattori:

- dal capitale delle banche, A^B
- dal capitale delle imprese, A^F

A^B : al ridursi del capitale a seguito di una perdita, la banca può ridurre la leva finanziaria o riducendo le attività o aumentando il capitale (leva=Attività/Capitale) spesso il primo canale è preferito al secondo. Ridurre le attività significa ridurre i prestiti il che implica un aumento del costo del credito ($x \uparrow$). Es. nel caso della perdita di 10 la Banca 1 o ricostituisce il capitale perso da 10 a 20, o riduce le attività da 90 a 50 (leva=50/10=5)

A^F : al ridursi del capitale delle imprese, si riduce il capitale a garanzia dei prestiti il che fa aumentare il costo del credito ($x \uparrow$).

La domanda di investimento e il credito

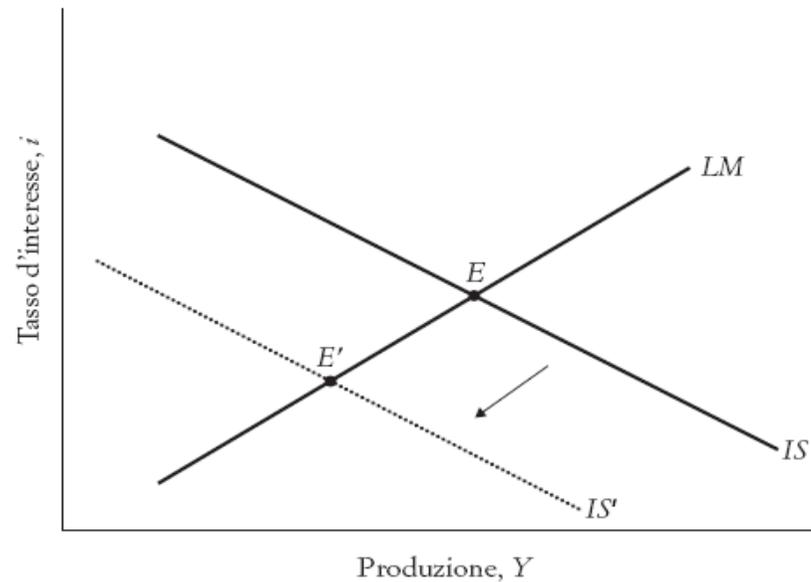
Il costo dell'investimento, e quindi l'equilibrio macroeconomico, dipende dal costo del credito.

Poiché l'investimento entra solo nella relazione IS , dobbiamo sostituire la nuova relazione IS come funzione dello *spread*:

$$I[Y, i + x(A^B, A^F)]$$

La domanda di investimento, quando le banche agiscono da intermediari

Con questa nuova formulazione della curva IS , quando il capitale delle banche diminuisce, la curva di offerta di prestiti si sposta verso l'alto, lo *spread* x aumenta e il costo di equilibrio dei prestiti bancari aumenta. Il risultato è che la curva IS si sposta a sinistra e il nuovo equilibrio del reddito diminuisce.

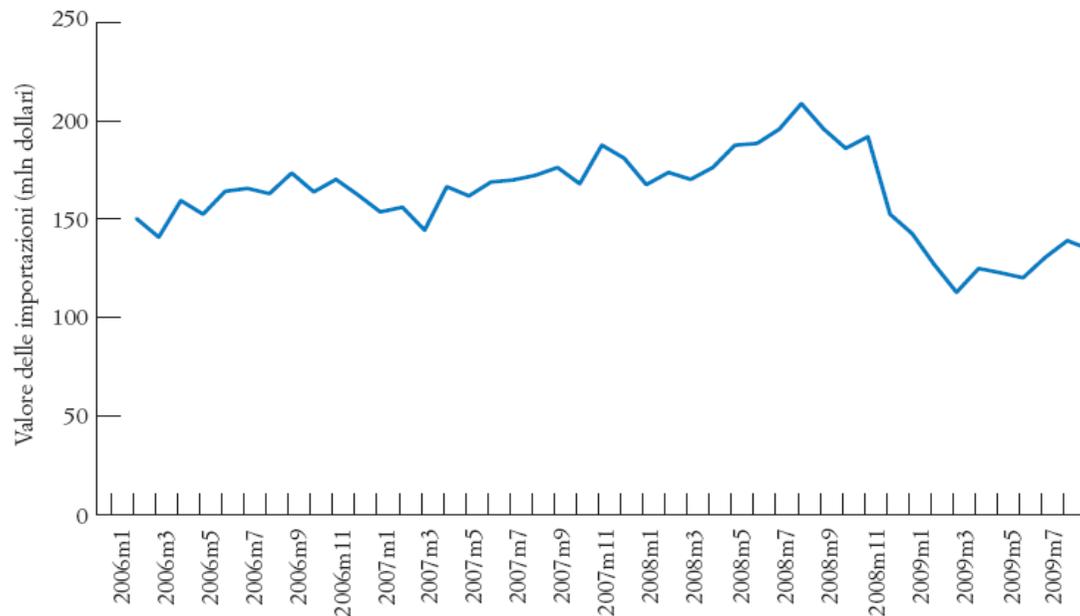


Contagio internazionale

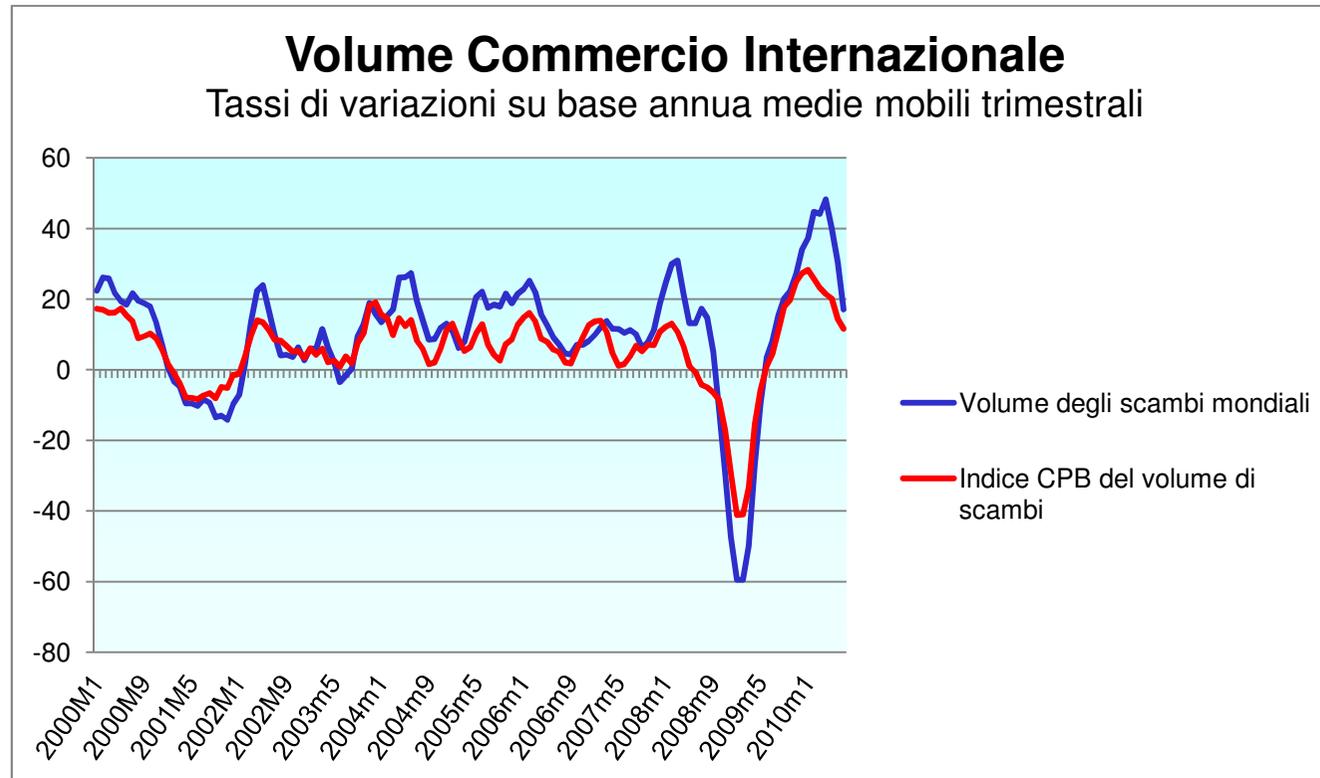
La crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti si è rapidamente estesa a tutte le principali economie avanzate ed emergenti.

Il crollo del reddito disponibile negli Stati Uniti ha comportato un calo delle importazioni degli USA provocando un enorme crollo delle esportazioni per i paesi dell'UE, Cina, Canada e Messico.

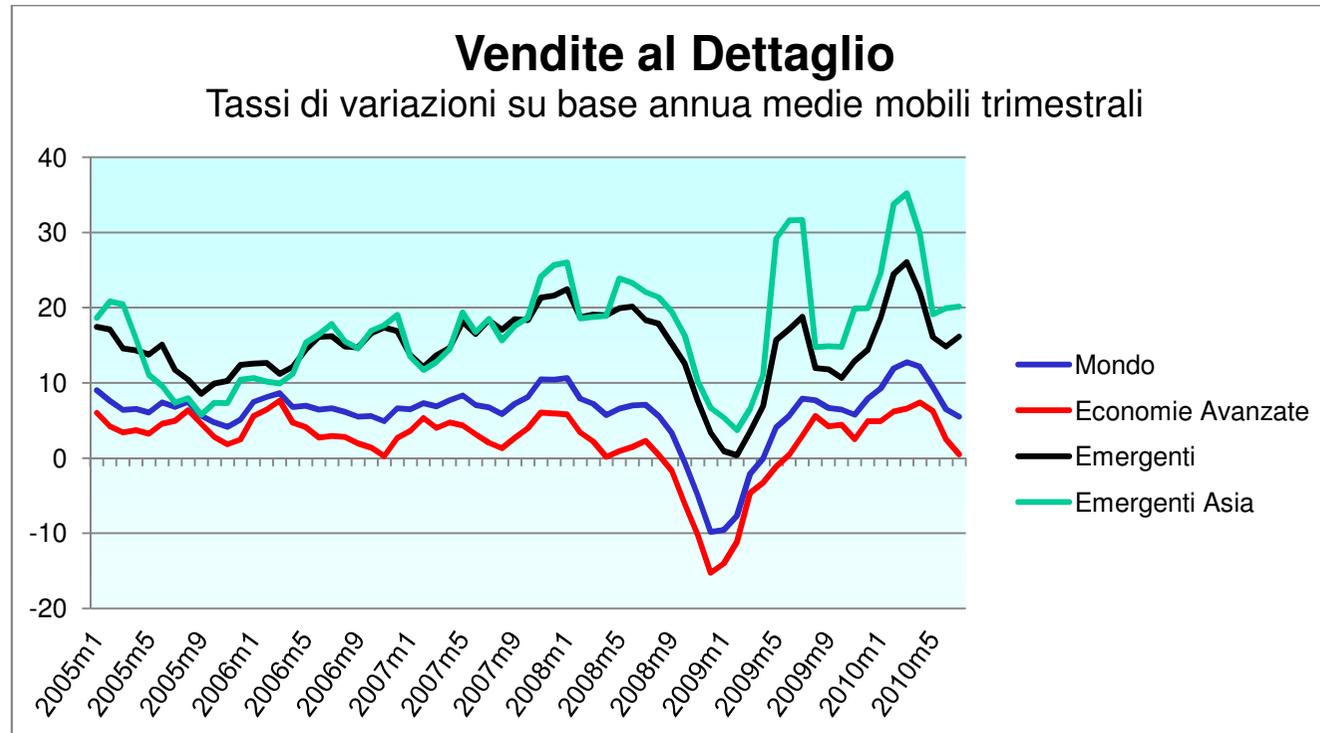
Il crollo delle importazioni statunitensi di merci nel 2009.



Contagio internazionale



Contagio internazionale

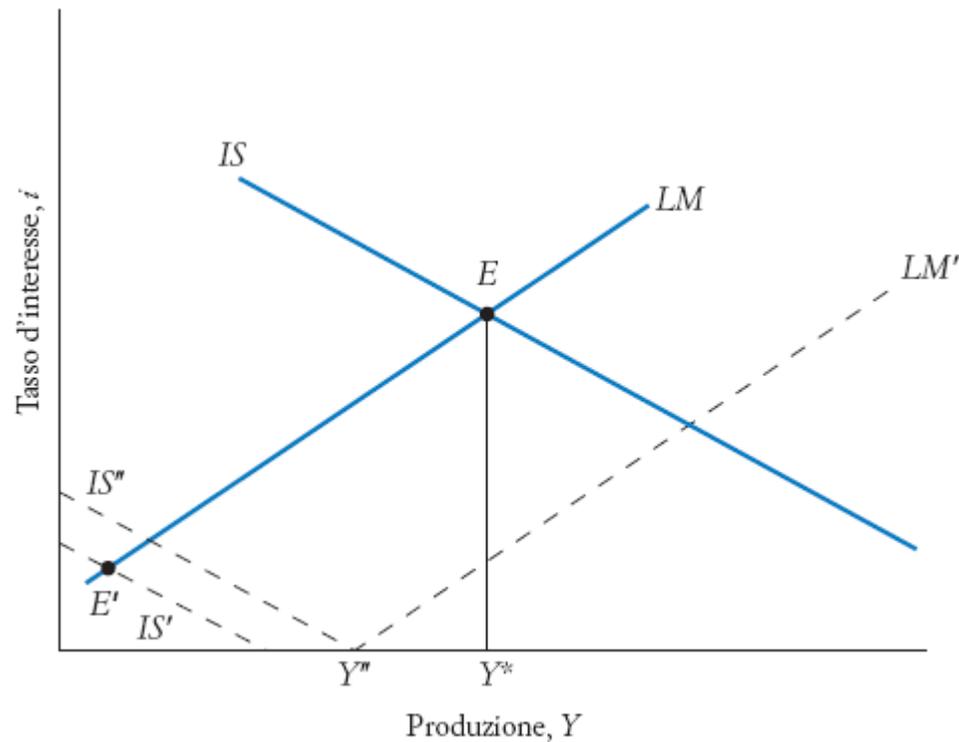


La risposta di politica economica

Le banche centrali hanno usato la politica monetaria per tagliare i tassi di interesse a zero, mentre i governi hanno utilizzato la politica fiscale per compensare la riduzione del consumo privato, cercando di sostituire la caduta del consumo e degli investimenti privati con una maggiore spesa pubblica.

La risposta di politica economica

Politica monetaria in presenza di una trappola della liquidità: le banche centrali hanno ridotto il tasso di interesse nominale a zero, non potendo ulteriormente abbassare i tassi di interesse.



La risposta di politica economica

C'è qualcos'altro che la politica monetaria può fare? *Quantitative Easing*: offrendosi di acquistare beni o titoli dalle banche commerciali, la banca centrale può annullare o ridurre l'aumento originale dello *spread* x ed evitare una contrazione dei prestiti. La curva *LM* si sposta a destra, ma questo sposta anche la *IS* verso destra.

Gli interventi di politica economica **hanno funzionato in alcuni paesi e per un limitato periodo di tempo.**

Prospettive per il futuro

L'eredità principale deriva dal ricorso alla politica fiscale che ha portato a un forte aumento del debito pubblico. Inoltre la recessione ha ridotto il PIL facendo aumentare ancor di più il rapporto Debito/PIL.

Spesso l'elevato debito pubblico va di pari passo con un'elevata inflazione, in quanto l'inflazione è un modo per ridurre il valore reale del debito. La preoccupazione per l'inflazione deriva anche dal modo in cui la politica monetaria è stata utilizzata: non solo tagliando i tassi di interesse, ma rivolgendosi anche al *quantitative easing*.

Tuttavia i rischi di alta inflazione sembrano oggi molto bassi.