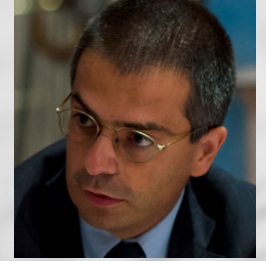


# **Crisi ed instabilità finanziaria: teorie, esperienze e misure di politica economica**

***Nicola Pegoraro***

***Università di Genova - A.A.  
2013/2014***

# 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)
- 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-Non opere derivate 2.5 Italia  
Licenza.

## 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, attraverso alcune analisi dei fenomeni di instabilità finanziaria*
- 2. Tratteggiare alcune linee di tendenza recenti: risposte macro e micro-economiche, innovazioni normative*

# 4 lezioni

**1. Stabilità/instabilità, diverse visioni dell'economia:**

***Financial economics ortodossa vs I. Fisher e Minsky***

**2. Lezioni dai paesi emergenti**

**3. Nassim Taleb, incertezza vs varianza, il mondo**

**concavo**

**4. Misure di politica economica per arginare l'instabilità**

**e controllare il credito**

# Scuole e concezioni contrapposte

## ***Financial Economics ortodossa***

- **Economia è modellata sulla matematica, aspira ad essere come la fisica**
- **L'incertezza è relativa: media/varianza**
- **Le aspettative sono razionali e si persegue la massima utilità**
- **I mercati finanziari sono sostanzialmente in equilibrio ed efficienti**
- **Fenomeni come l'instabilità dei mercati finanziari ed il credito bancario hanno un ruolo molto limitato nei modelli**
- ***Markowitz, Sharpe, Fama, Samuelson, Black, Scholes***

## **«Nuovi economisti»**

- **Economia forse non è una scienza ed ha punti di contatto con la biologia evuzionistica**
- **Il futuro è impossibile/pericoloso da prevedere**
- **Le preferenze degli agenti economici sono variabili nle tempo, ciclo finanziario**
- **Banche e credito sono centrali per interpretare i sistemi economici**
- **Economia comportamentale, Teoria della scelta, Euristiche, Neuroeconomia**
- **Crisi ed instabilità sono fenomeni ordinari non straordinari, equilibrio non esiste**
- ***Keynes, Minsky, I. Fisher, Von Hayek, Schumpeter, Kanehman, Schiller, Taleb, Roubini, Keen, Gigerenzer***

# 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”

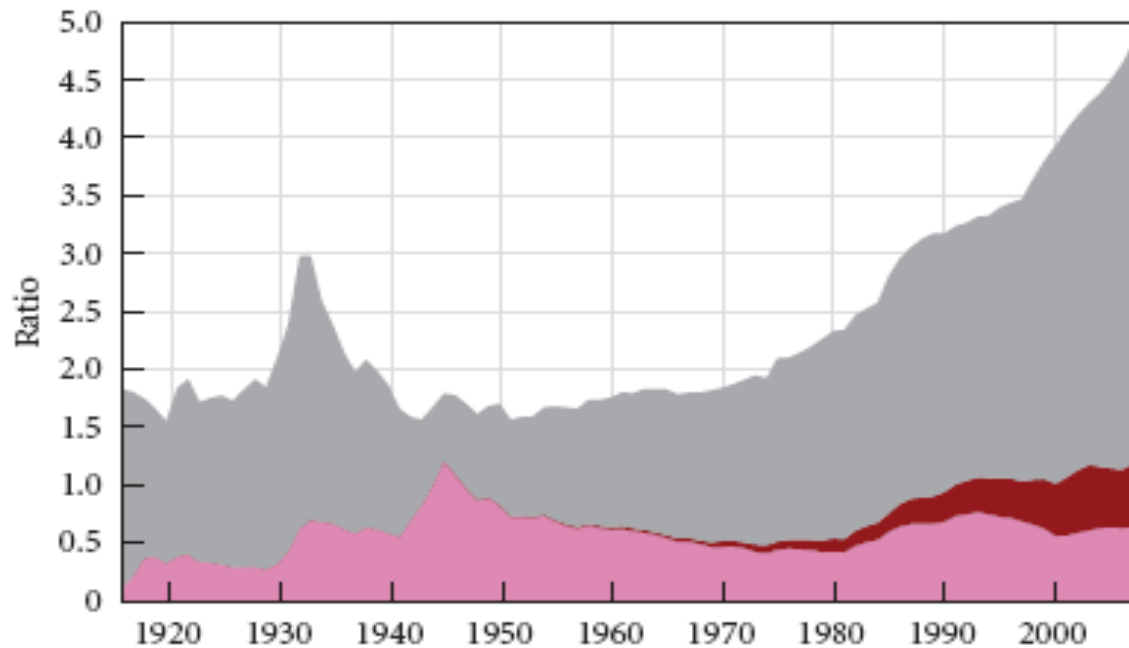
# La crisi finanziaria del 2007

## esplosione della bolla del credito

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



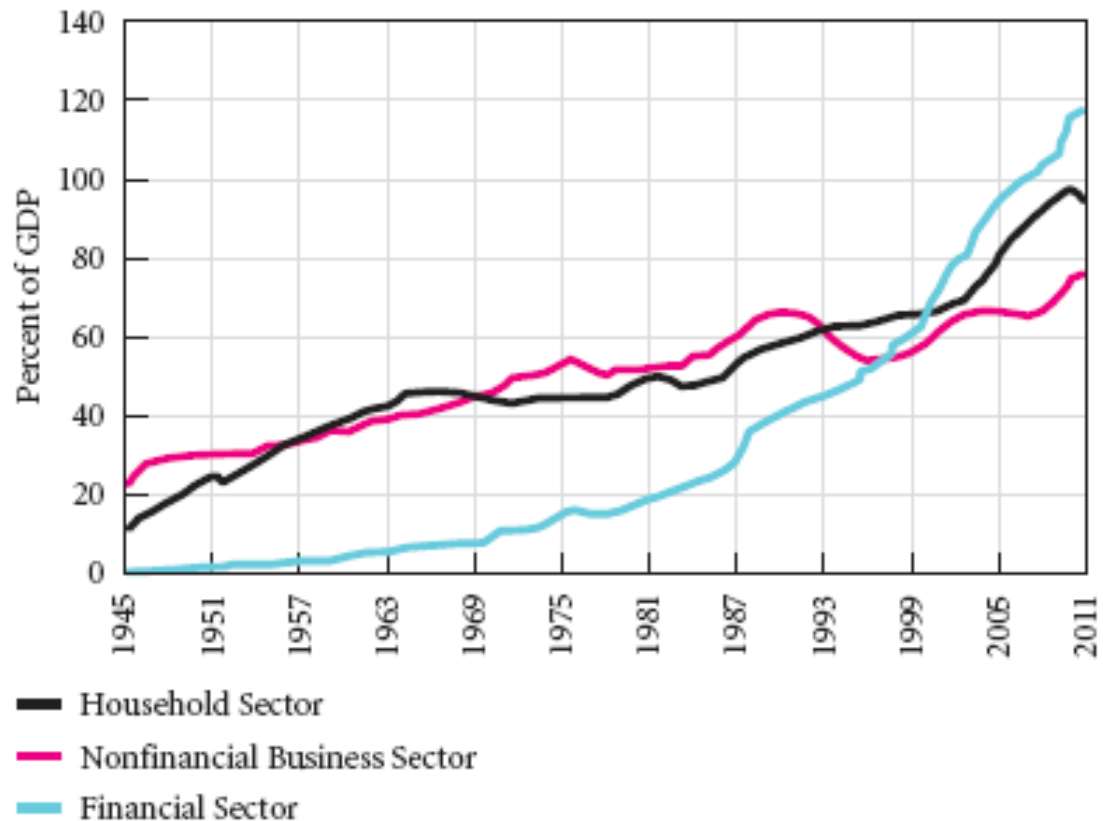
## Passività finanziarie in proporzione al PIL USA 1915-2011



- Private Finance
- Government-sponsored Enterprises
- Government

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

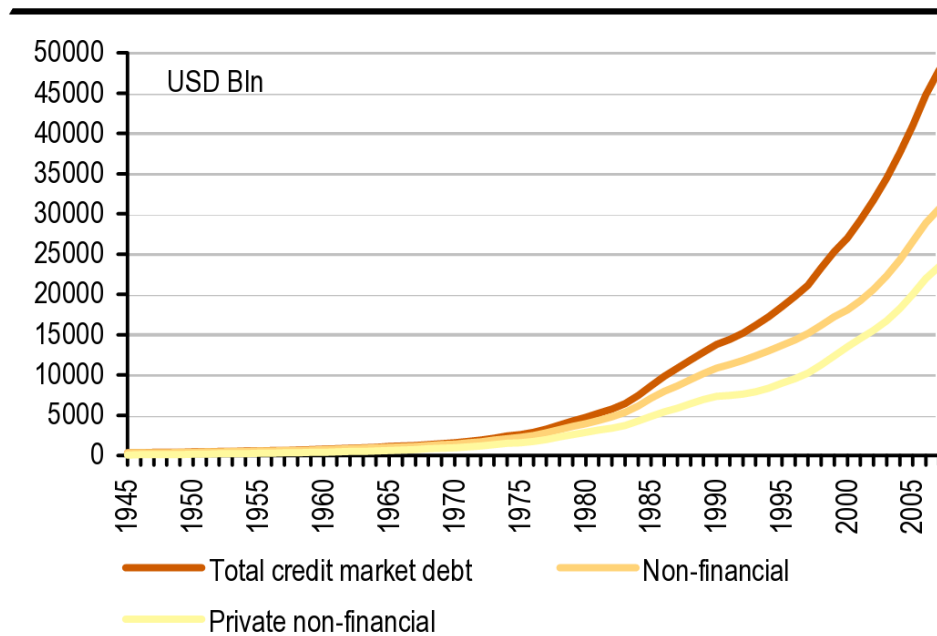
## Passività finanziarie private in proporzione al PIL USA 1945-2011



Source: National Income and Product Accounts Flow of Funds

# Mercato del credito USA

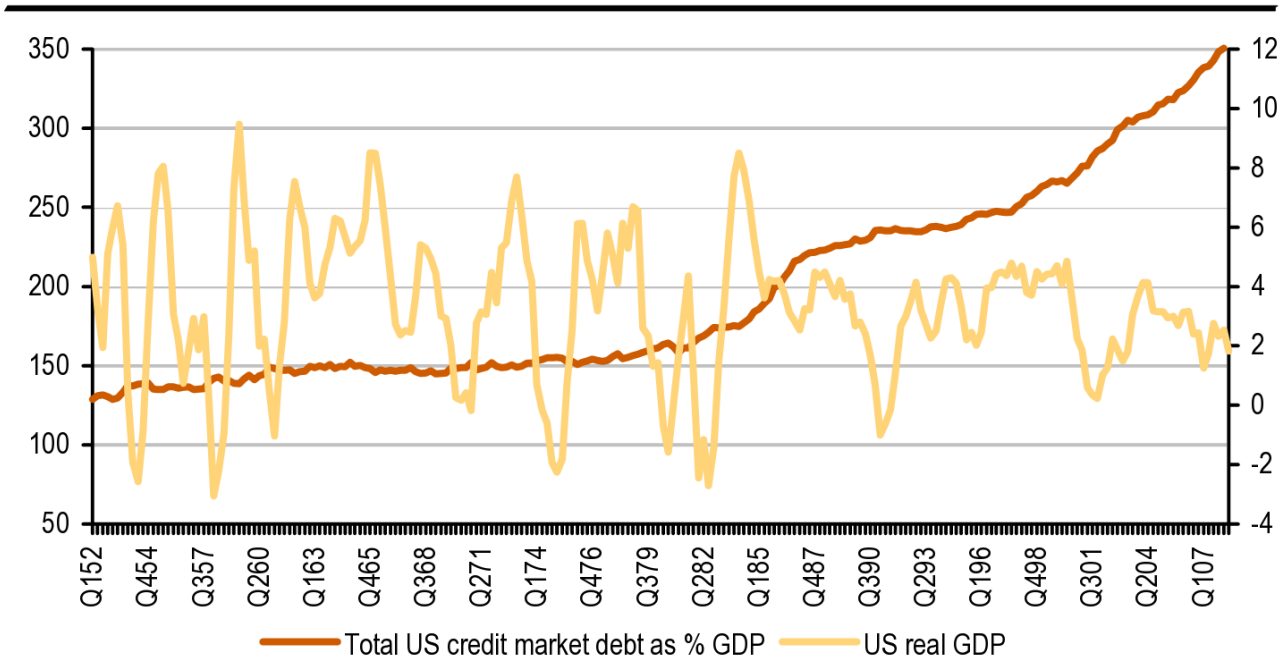
## US credit market debt outstanding



Source: Haver/UBS

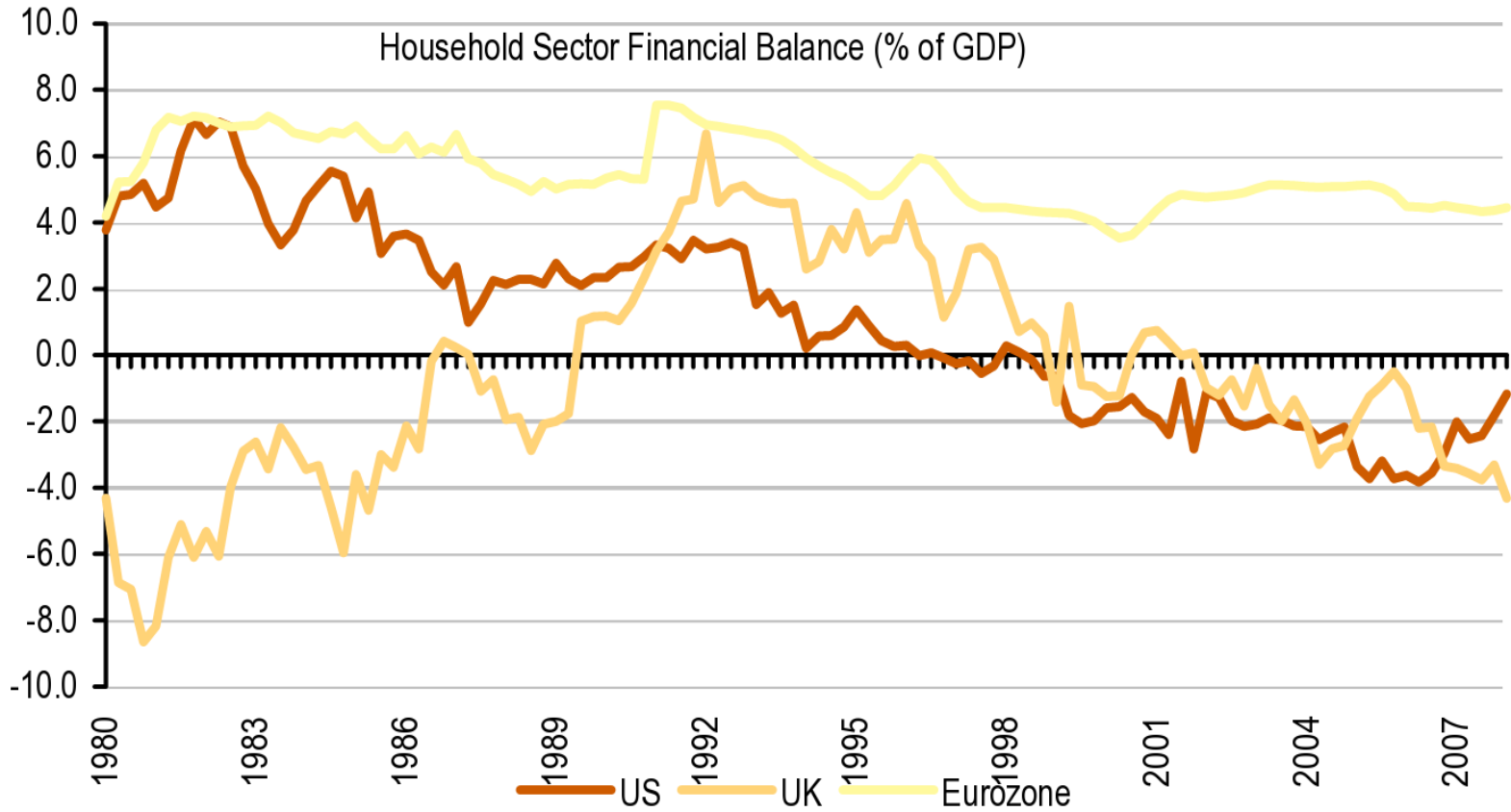
# Credito USA

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



Source: Haver/UBS

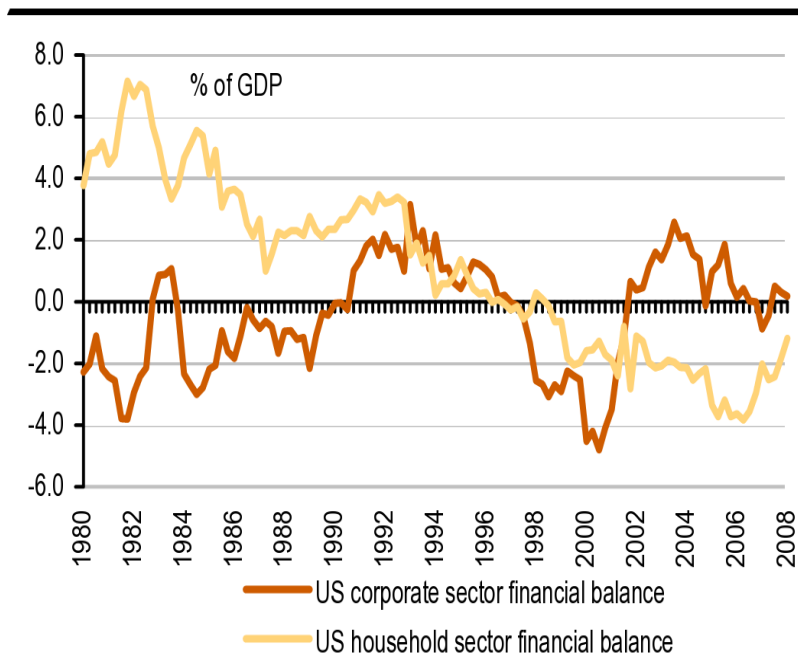
## Household financial balance turning in the US, not in the UK



Source: UBS/OEF

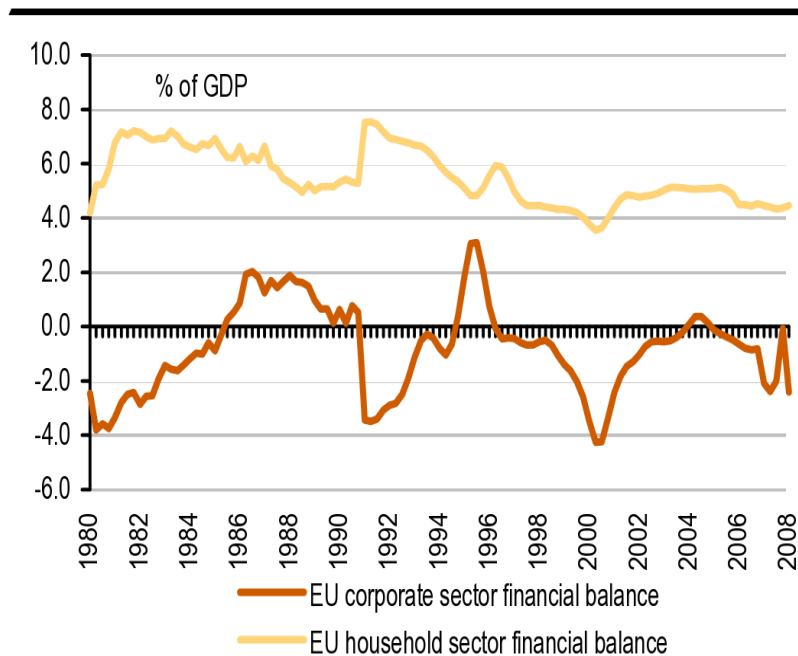
# Risparmio delle famiglie e posizione finanziaria delle imprese

## US corporate balance sheets solid; not so households



Source: OEF/UBS

## EU sector balance sheets in reasonable shape



Source: OEF/UBS



# Irving Fisher (1867 -1947)

- ***“...in the great booms and depressions, each of the above named factors (over production, underconsumption, over capacity, price dislocation, over confidence, over investment, over saving etc.) has played a subordinate role as compared with two dominant factors, namely, over indebtedness to start with and deflation following soon after;... where any of the other factors do become conspicuous, they are often merely effects or symptoms of these two.”***
- ***Dopo essere stato un inguaribile ottimista, Fisher va in bancarotta dopo il 1929 e rivede il suo pensiero formulando una descrizione molto precisa del fenomeno che lui chiama: DEBT DEFLATION***

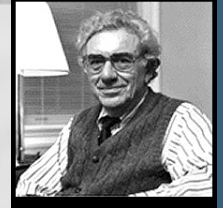
## **THE DEBT-DEFLATION THEORY OF GREAT DEPRESSIONS**



# Irving Fisher (1867 -1947)

- **Assuming, accordingly, that, at some point of time, a state of the alarm either of debtors or creditors or both. Then we may deduce the following chain of consequences in nine links:**
- **"(1) Debt liquidation leads to distress selling and to**
- **(2) Contraction of deposit currency, as bank loans are paid off, and to a slowing down of velocity of circulation. This contraction of deposits and of their velocity, precipitated by distress selling, causes**
- **(3) A fall in the level of prices, in other words, a swelling of the dollar. Assuming, as above stated, that this fall of prices is not interfered with by reflation or otherwise, there must be**
- **(4) A still greater fall in the net worths of business, precipitating bankruptcies and**
- **(5) A like fall in profits, which in a "capitalistic," that is, a private-profit society, leads the concerns which are running at a loss to make**
- **(6) A reduction in output, in trade and in employment of labor. These losses, bankruptcies, and unemployment, lead to**
- **(7) Pessimism and loss of confidence, which in turn lead to**
- **(8) Hoarding and slowing down still more the velocity of circulation. The above eight changes cause**
- **(9) Complicated disturbances in the rates of interest, in particular, a fall in the nominal, or money, rates and a rise in the real, or commodity, rates of interest."**





## Hyman Minsky (1919 -1996)

- ***Enfasi sul funzionamento del sistema finanziario, sul ciclo di investimento***
- ***L'economia non è quasi mai in equilibrio, crescita stabile in un'economia connotata dal credito***
- ***Riprende i temi della Debt Deflation (I. Fisher) e dell'Endogenous money (Schumpeter)***
- ***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"<sup>23</sup>

# 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**

# Alcune conclusioni (anticipazioni rispetto alla lezione 2 e 3)

## ***I fenomeni economici:***

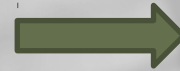
- assomigliano a valanghe, dove alcuni fattori tendono a moltiplicare il loro effetto
- non assomigliano al mondo rappresentato dalla statistica “tradizionale” (dove un evento *outlier* compensa un altro evento *outlier*)



Semplice analisi applicata al valore di un investimento in Italia

# Rischio Italia: piove sul bagnato

- Minori ricavi da recessione
- Alti costi tributari e contributivi
- Bassa efficienza e competitività del sistema paese (burocrazia, flessibilità insufficiente, ....)
- Alto costo del credito
- .....



Deprimono la redditività



Innalzano il rischio dell'investimento e il rendimento ricercato

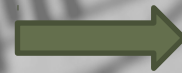


# Rischio Italia: piove sul bagnato

- Minori ricavi da recessione
- Alti costi tributari e contributivi
- Bassa efficienza e competitività del sistema paese (burocrazia, flessibilità insufficiente, ....)



Deprimono la redditività



Innalzano il rischio dell'investimento e il rendimento ricercato

Poiché il valore dell'azienda è tendenzialmente uguale al Valore Attuale dei flussi futuri

$$V.A. \sim \frac{\text{Cash flow futuri, Valore terminale}}{(1 + TIR)^t}$$

Un set di eventi agiscono in modo da aggravare una situazione già negativa