

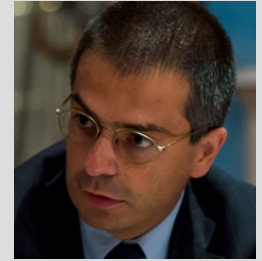


Stabilità/Instabilità finanziaria: teorie e pratica

Nicola Pegoraro

Università di Genova – A.A. 2014/2015

Nicola Pegoraro



ATTUALI INCARICHI

- Direttore Generale di **Centro Fiduciario C. F. Spa**
- Direttore delle Pubblicazioni di ***Assiom Forex-The Financial Markets Association of Italy***
- Ha svolto e svolge attività di formazione e insegnamento per ***Iside, Centro di Formazione Carige, Università Cattolica di Milano, Università di Genova***

PRECEDENTI ESPERIENZE PROFESSIONALI

Dal 2009 è stato Direttore Finanza (Funding e Investimenti) di **Banca Carige**

Dal 2003 al 2009, ha ricoperto l'incarico di Direttore Investimenti di ***Carige Asset Management Sgr.***

Lavoro 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
Licenze.

Links finanziari e d'informazione

- » Soldionline.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 mirante a spiegare perché il mercato finanziario è instabile,
2. Tratteggiare alcune linee di tendenza recenti:
risposte macro e micro-economiche, innovazioni normative, vigilanza

Stabilità o Instabilità finanziaria: teoria e pratica



Sintesi neo-classica 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

*saltwater and
freshwater schools*

Chicago School

*Neo-
Keynesiani*

Vari economisti eterodossi

Economia forse non è una scienza ed
ha punti di contatto con la biologia
evoluzionistica

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

Scuola austriaca

Schumpeter/Taleb/...

Keynes e i post-Keynesiani

Sintesi Neoclassica

- I mercati finanziari sono mercati come gli altri (domanda ed offerta)
- Tendono all'equilibrio
- I mercati sono sostanzialmente efficienti (casuali, media/varianza)
- Il passato è una buona guida per il futuro, specie se è un passato prossimo

Previsioni in ambito economico per gli austriaci

Frederik Von Hayek, discorso per premio Nobel, «Inganno della conoscenza»: economia e scienze sociali non possono usare le regole delle scienze matematiche e fisiche e questo spiega perché la pianificazione centrale non funziona ed invece sistemi in cui funziona il libero arbitrio funzionano.

La razionalità degli operatori (economia neoclassica) è un trucco per semplificare un sistema che è troppo complesso /inconoscibile ed è il presupposto per prevedere/ottimizzare.

In sostanza, falsifico la realtà e la adatto alla teoria invece di fare adattare la teoria e la pratica alla realtà.

Concetto di crisi economica e di crisi finanziaria

Differenze:

- 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”

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

Assuming, accordingly, that, at some point of time, a state of over-indebtedness exists, this will tend to lead to liquidation, through 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 setting 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

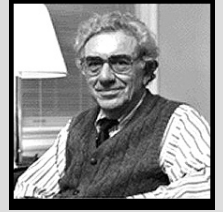
(8) Hoarding and slowing down still more the velocity of circulation.

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.

Evidently debt and deflation go far toward explaining a great mass of phenomena in a very simple logical way.

Hyman Minsky (1919 -1996)

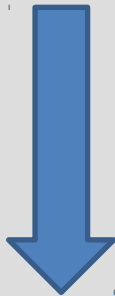


- Enfasi sul funzionamento del sistema finanziario, sul ciclo di investimento
- L'economia non è quasi mai in equilibrio, crescita più facile in un'economia connotata dal credito, ma con maggiori rischi di crisi

- 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"**

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"*
-

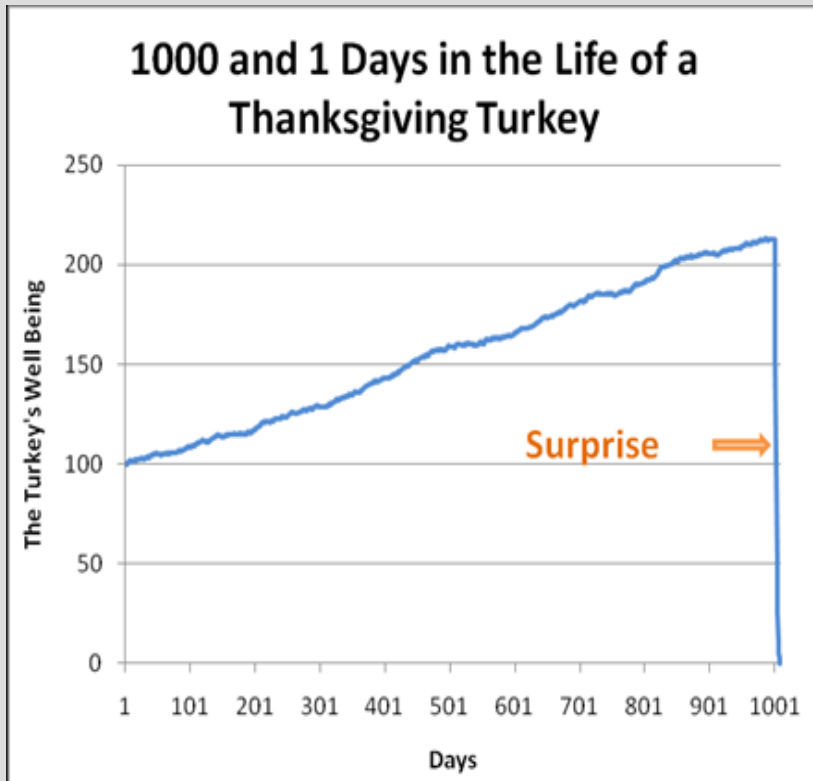
Nassim Taleb: incertezza



- Forte critica agli economisti (macroeconomia e financial economics ortodossa)
- Il mondo è dominato dall'incertezza
- La leva finanziaria è uno dei mali principali
- 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

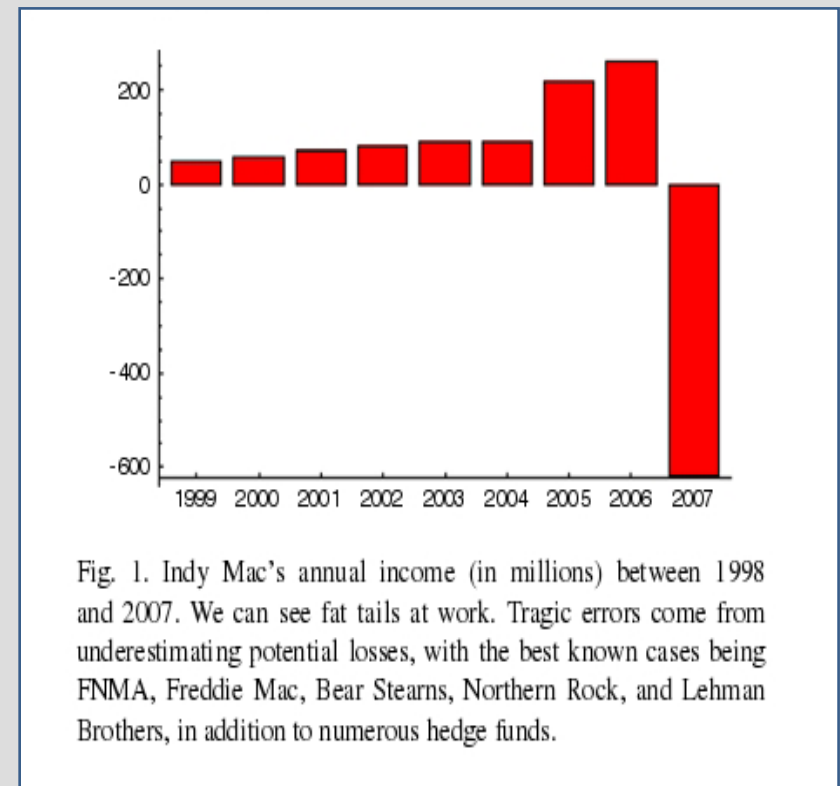


Fig. 1. Indy Mac's annual income (in millions) between 1998 and 2007. We can see fat tails at work. Tragic errors come from underestimating potential losses, with the best known cases being FNMA, Freddie Mac, Bear Stearns, Northern Rock, and Lehman Brothers, in addition to numerous hedge funds.

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

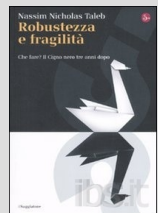
In Italiano



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



Antifragile
Il Saggiatore 2013, 550 pagine

In Inglese

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

Contiene molto materiale accademico

Great Moderation (2002-2007)

Negli anni 80 e 90,
deregulation dei mercati e lotta
all'inflazione hanno generato
minore volatilità del Pil



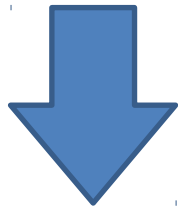
maggiore stabilità

2002 Stock/watson
2004 Bernanke

Minsky Vs Great Moderation: Analisi degli anni 80 e 90

Minsky

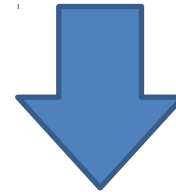
Restrizione al credito
Problemi per le banche
Securitizzazione
Originate & Distribute
Nascita del sistema
finanziario ombra
Money Market Capitalism



Aumento dei rischi di
liquidità e di sostenibilità

Great Moderation

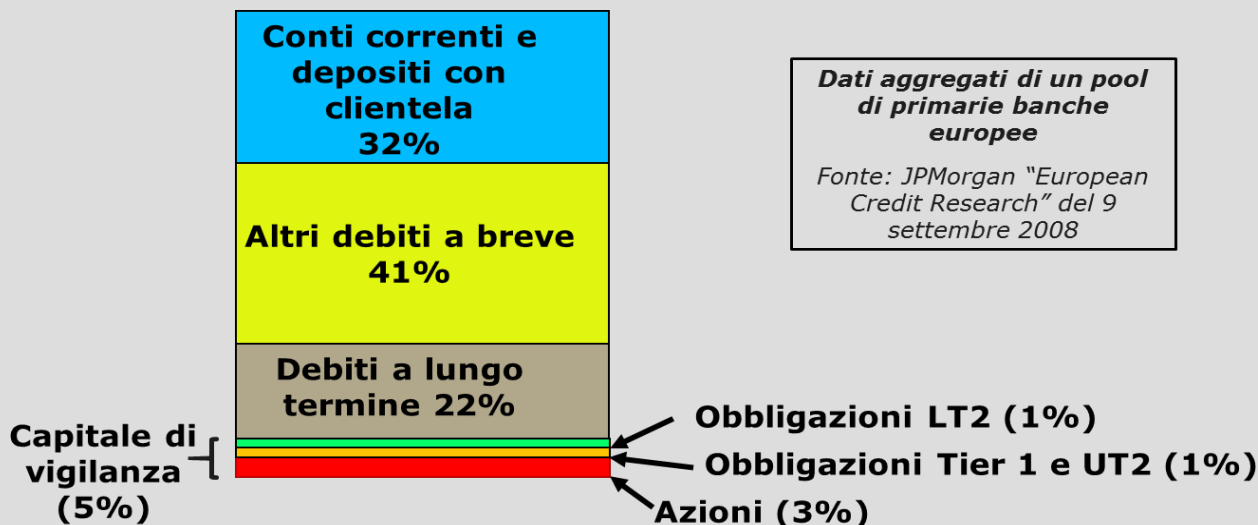
Lotta all'inflazione
Deregulation
Aumento di efficienza



Sistema più stabile

Il problema è la leva finanziaria

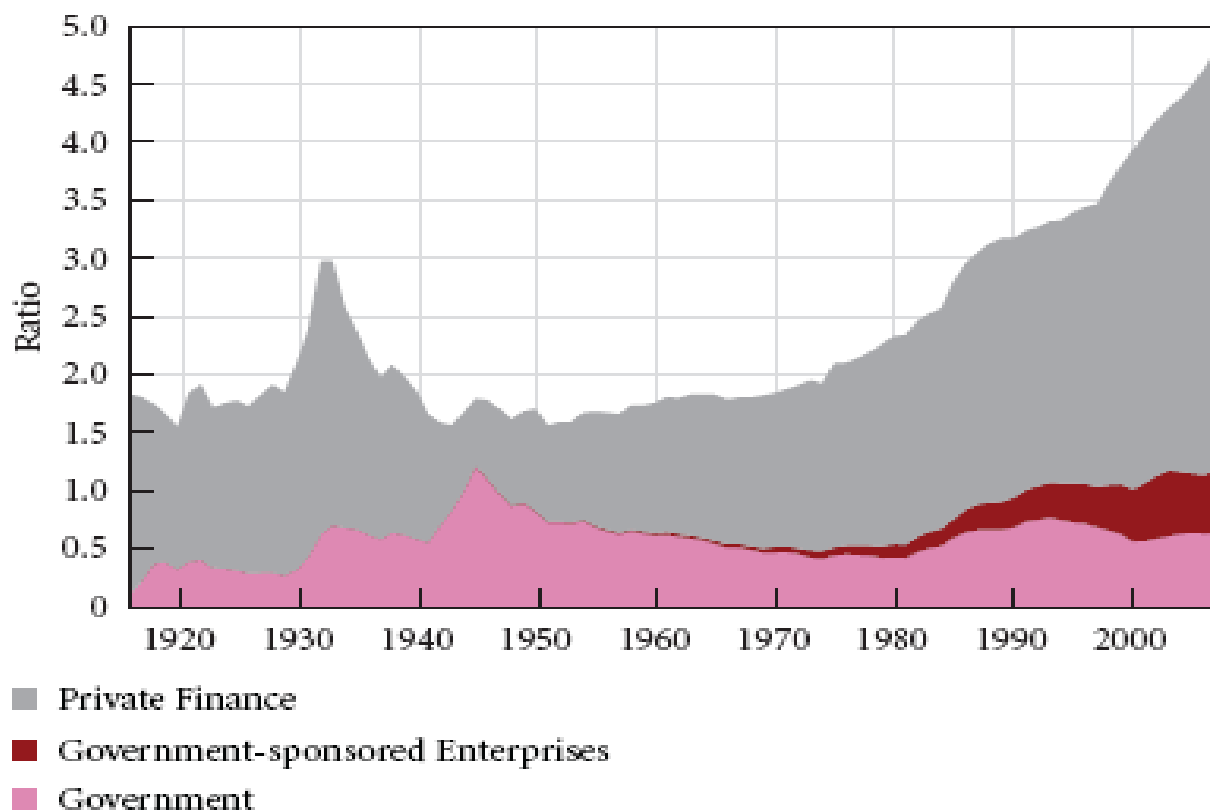
La struttura di bilancio delle banche europee nel mezzo della crisi



La crisi finanziaria del 2007 esplosione della bolla del credito

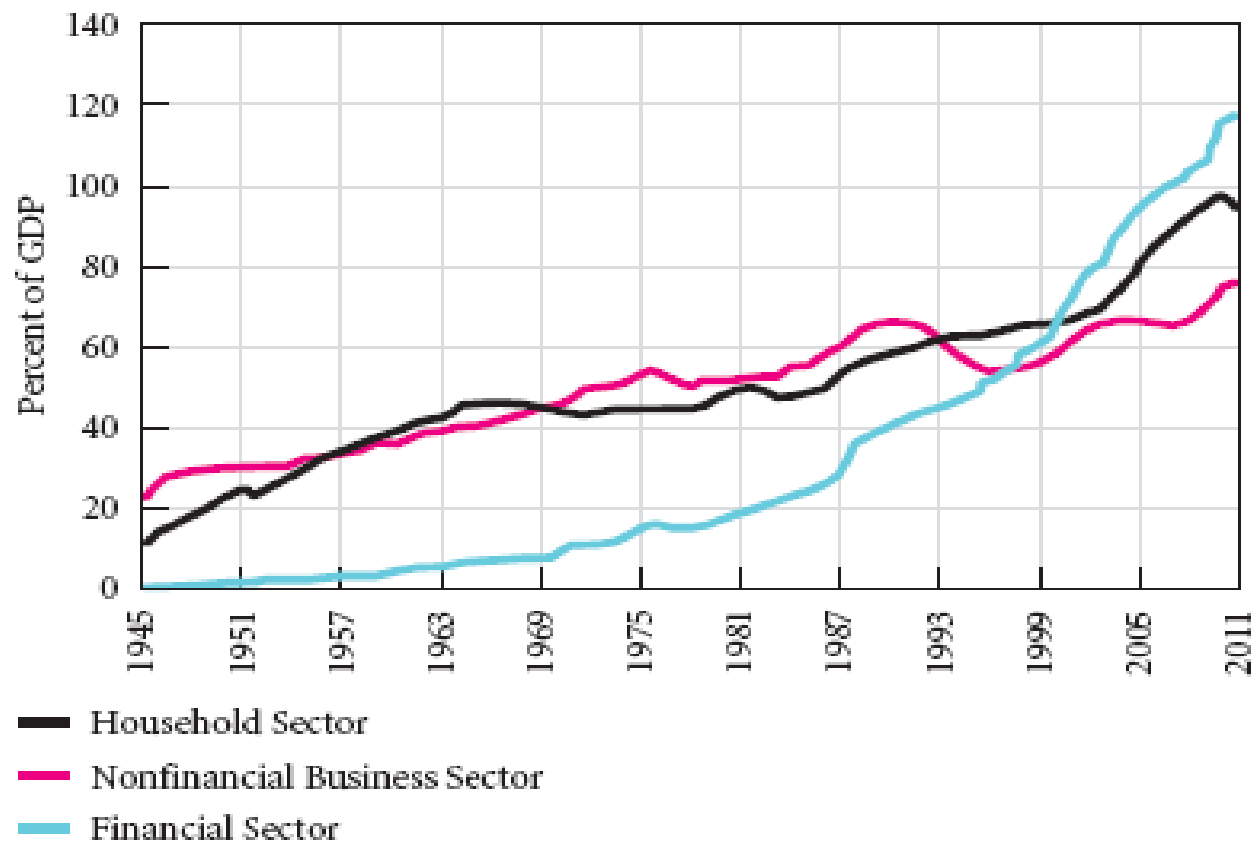
- Credito ipotecario
- Credito alle imprese
- Commodities
- Dot Com
- Moltiplicazione degli intermediari
(Banks+Shadow Banks)
- Uso della leva

Passività finanziarie in proporzione al PIL USA 1915-2011



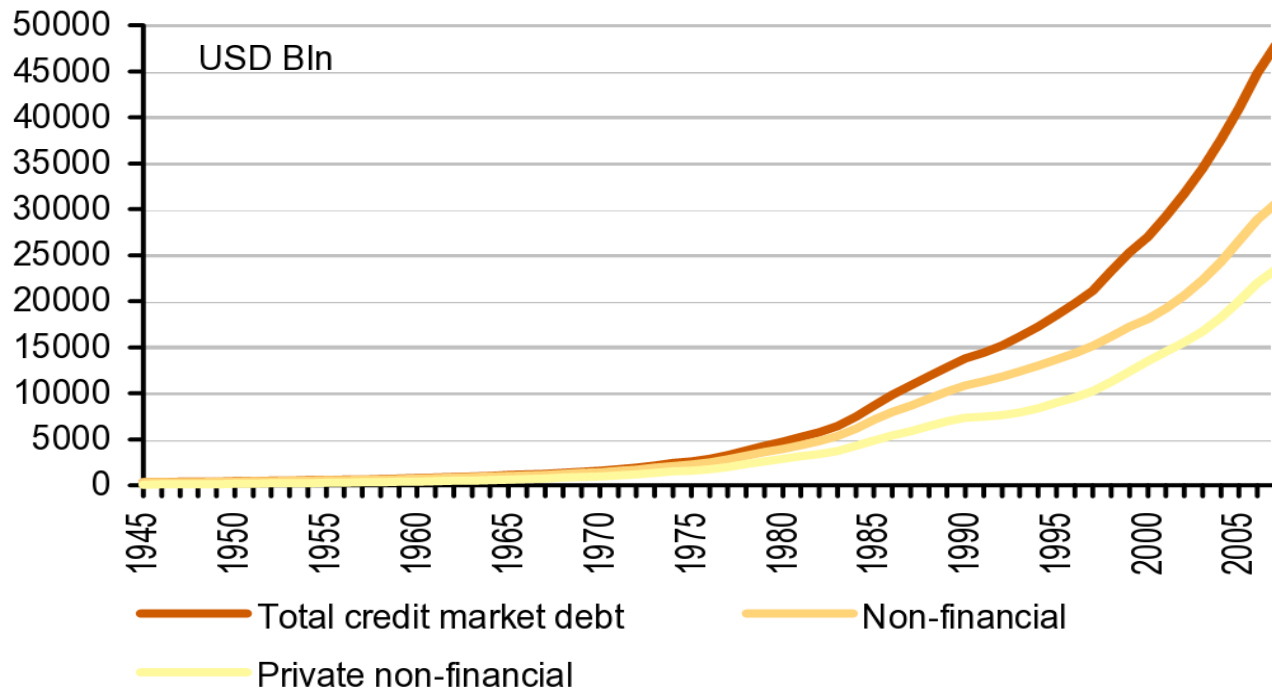
Sources: Bureau of the Census (1975); National Income and Product Accounts Flow of Funds (1945–)

Passività finanziarie private in proporzione al PIL USA 1945-2011



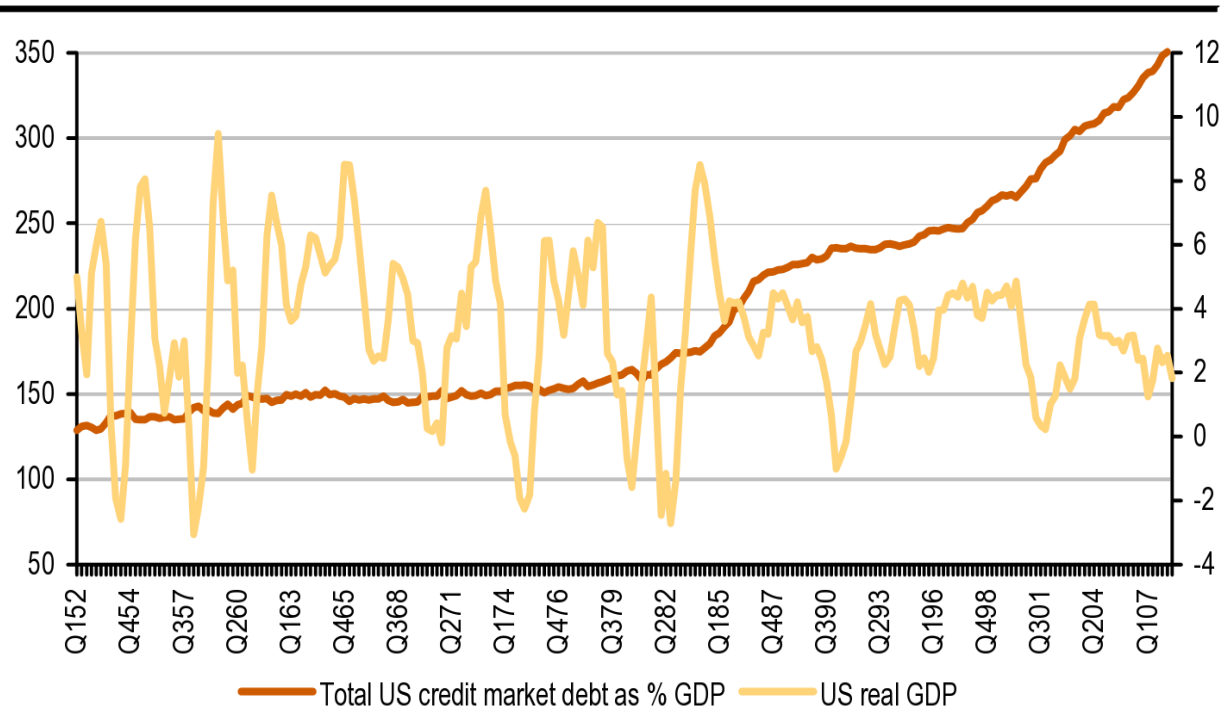
Source: National Income and Product Accounts Flow of Funds

US credit market debt outstanding



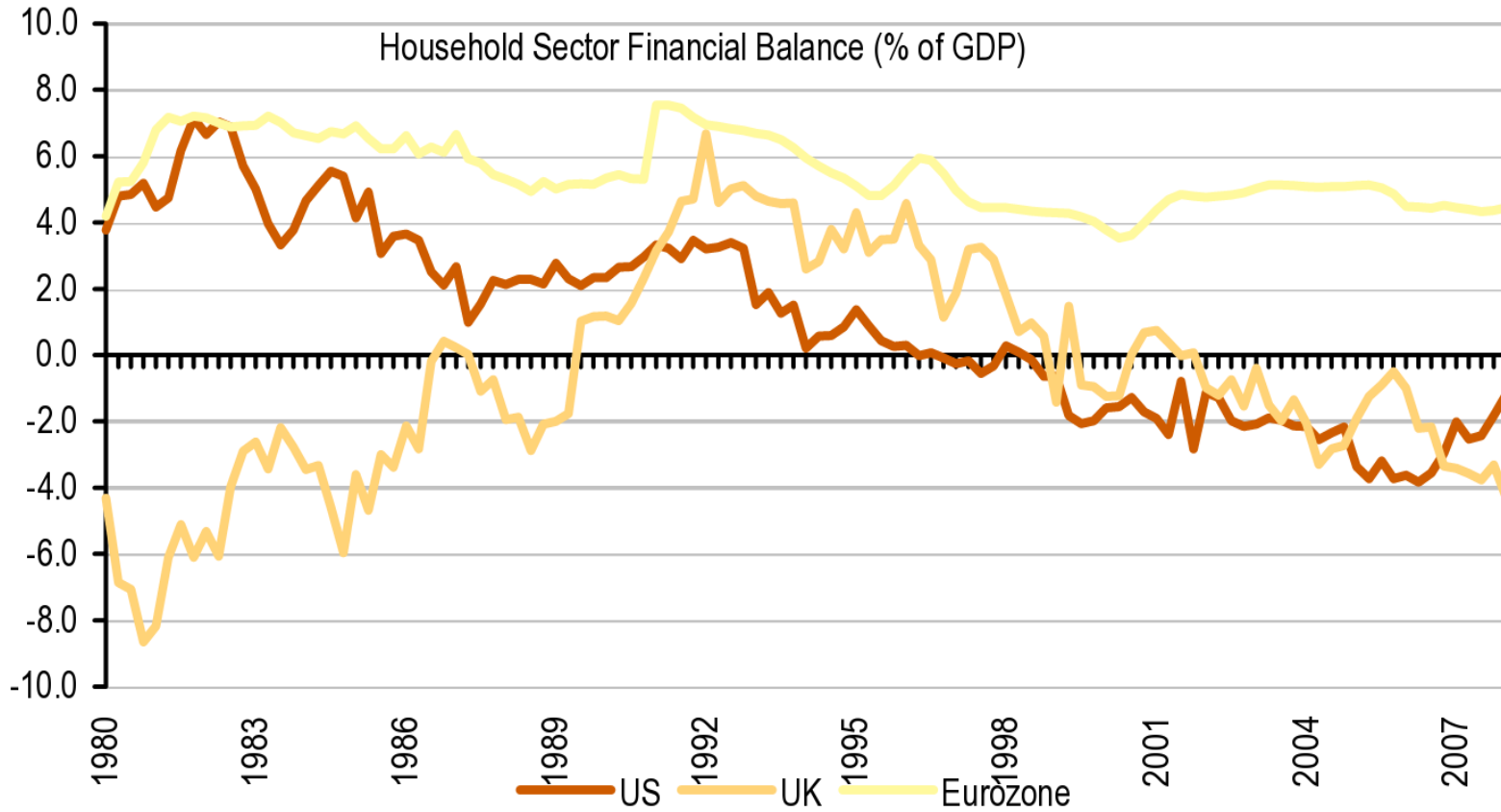
Source: Haver/UBS

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



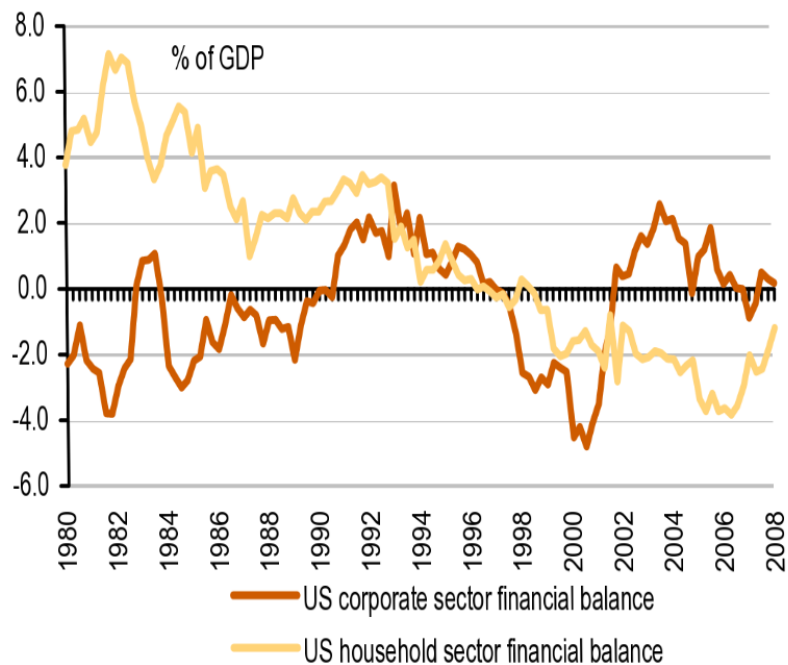
Source: Haver/UBS

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



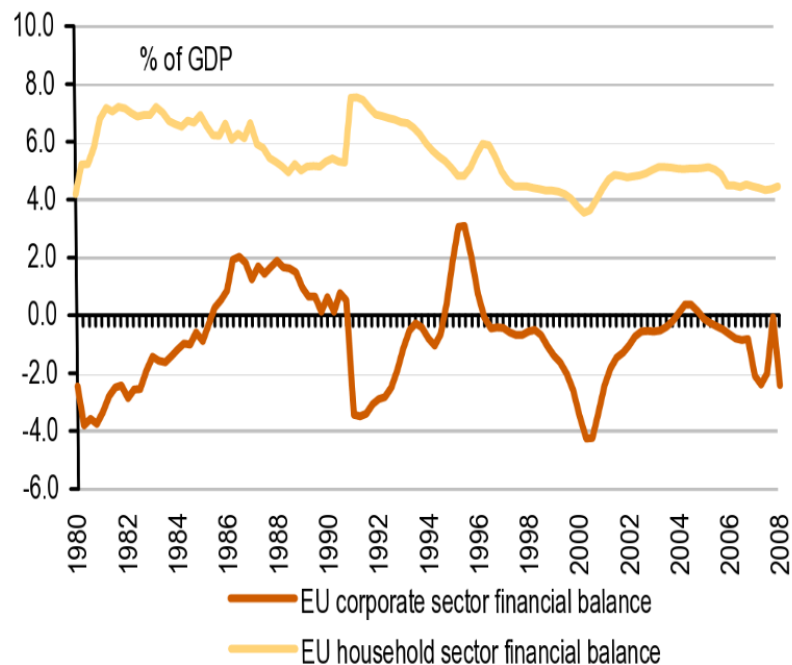
Source: UBS/OEF

US corporate balance sheets solid; not so households



Source: OEF/UBS

EU sector balance sheets in reasonable shape



Source: OEF/UBS