

# La crisi finanziaria: riflessione su cause, soluzioni e implicazioni

Leonardo Becchetti  
Università Tor Vergata  
Econometica

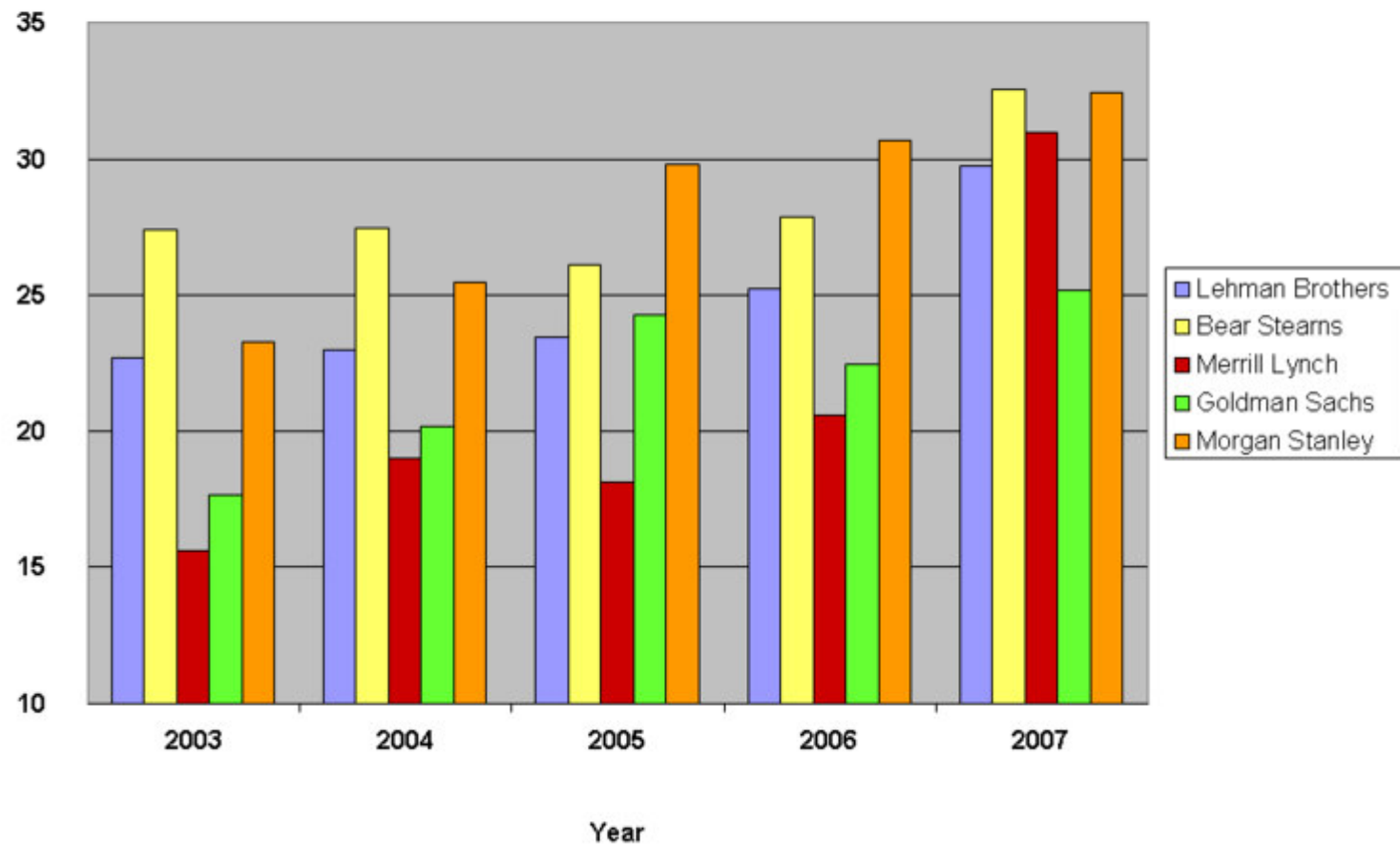


# Le cause della crisi

- Causa remotissima: riduzionismo antropologico e di forma d'impresa, specializzazione funzionale
- Causa remota: perdita di valore appropriata dal fattore lavoro che indebolisce d'acquisto della classe media. Politiche monetarie espansive che favoriscono leverage
- Cause prossime:
  1. scarsa attenzione ai rischi sistemici del modello originate to distribute,
  2. conflitti interesse delle società di rating (o incapacità di cogliere elementi di rischio non diversificabile nei CDO),
  3. leva eccessiva delle banche d'affari,
  4. criteri di regolamentazione prudenziale inefficaci (e loro elusione tramite società veicolo)
  5. Perdita della relazione. Separazione tra lender e rischio di default (effetto su monitoring)

## Leverage Ratios For Major Investment Banks

The leverage ratio is a measure of the risk taken by a firm; a higher ratio indicates more risk. It is calculated as total debt divided by stockholders equity. Each firm's ratio increased between 2003-2007.



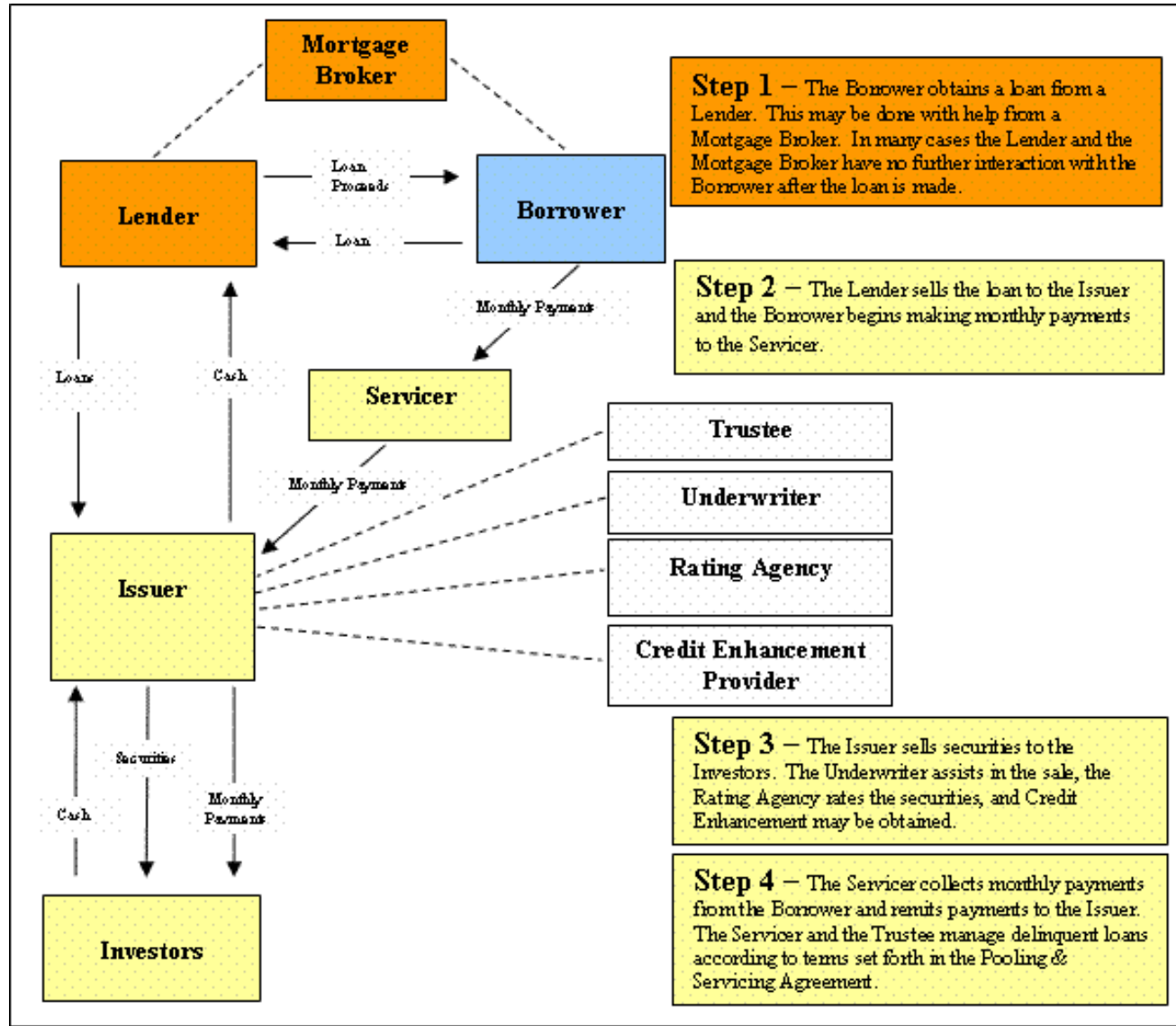
Source Data: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

# Regolamentazione

- *L'ambulanza bloccata ai semafori e la macchina da corsa che sfreccia senza regole nelle vie del centro storico*
- Ponderazione per l'accantonamento di capitale di un prestito ad una parrocchia o di una bocciofila 100%
- Ponderazione di un obbligazione tripla A contenente mutui subprime 7%
- Le agenzie di rating etico sconsigliavano l'acquisto di azioni Lehman e delle altre banche d'affari USA per eccessiva opacità da molto prima della crisi

# La bolla immobiliare

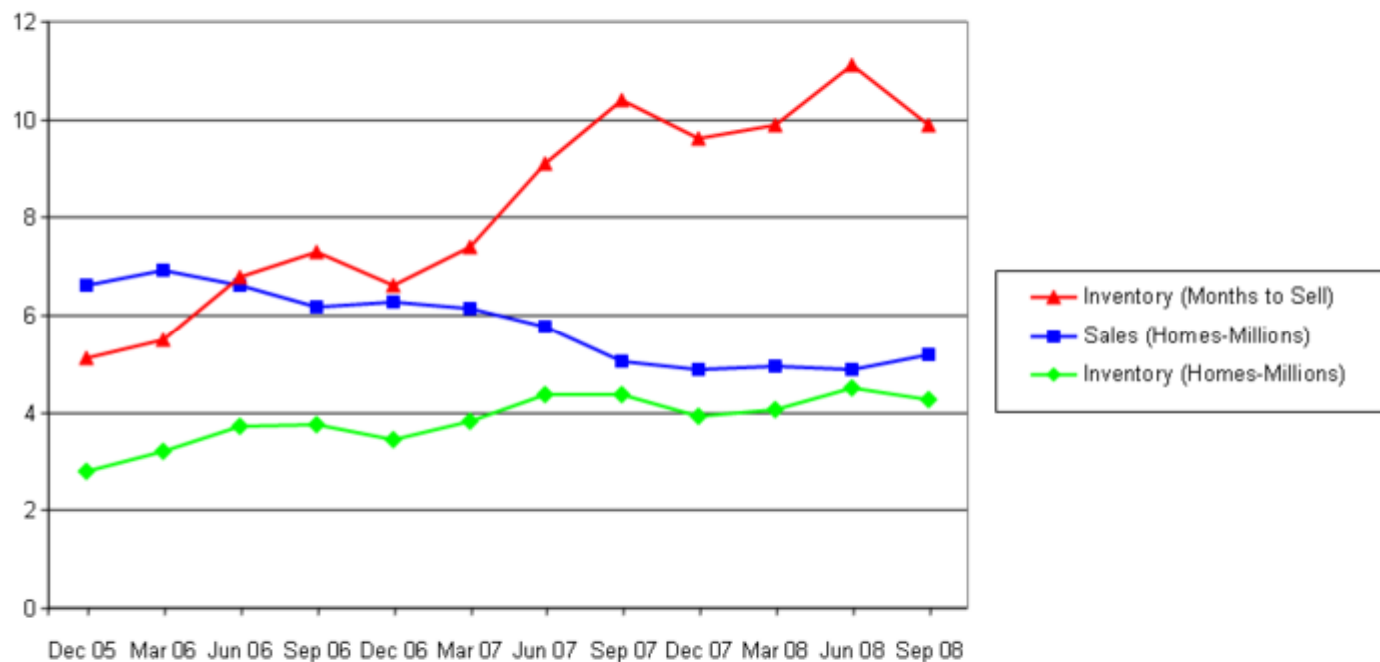
- Una percentuale rilevante di acquisti di immobili per motivi speculativi (senza i controlli – margini, obblighi di prospetto – che accompagnano gli investimenti in titoli)
- GUADAGNI dei borrowers
- Finanziare consumi accendendo nuovi mutui garantiti dal prezzo crescente delle case
- GUADAGNI DEGLI ORIGINATORS dei prodotti strutturati
- Ricevono flussi di interessi a tassi elevati dai borrower e pagano tassi più bassi sui mutui subprime ai compratori



# Alcuni dati della crisi

- 47 trilioni di Credit Default Swaps nel 2007
- 7 trilioni di Asset Backed Securities
- 1,3 milioni di case pignorate
- Valore totale mutui 600 miliardi nel 2006
  
- $CDS+ABS=PIL$  mondiale
- Valore totale nozionale 24 volte PIL mondiale

## U.S. Existing Home Sales, Inventory, and Months Supply December 2005 – September 2008

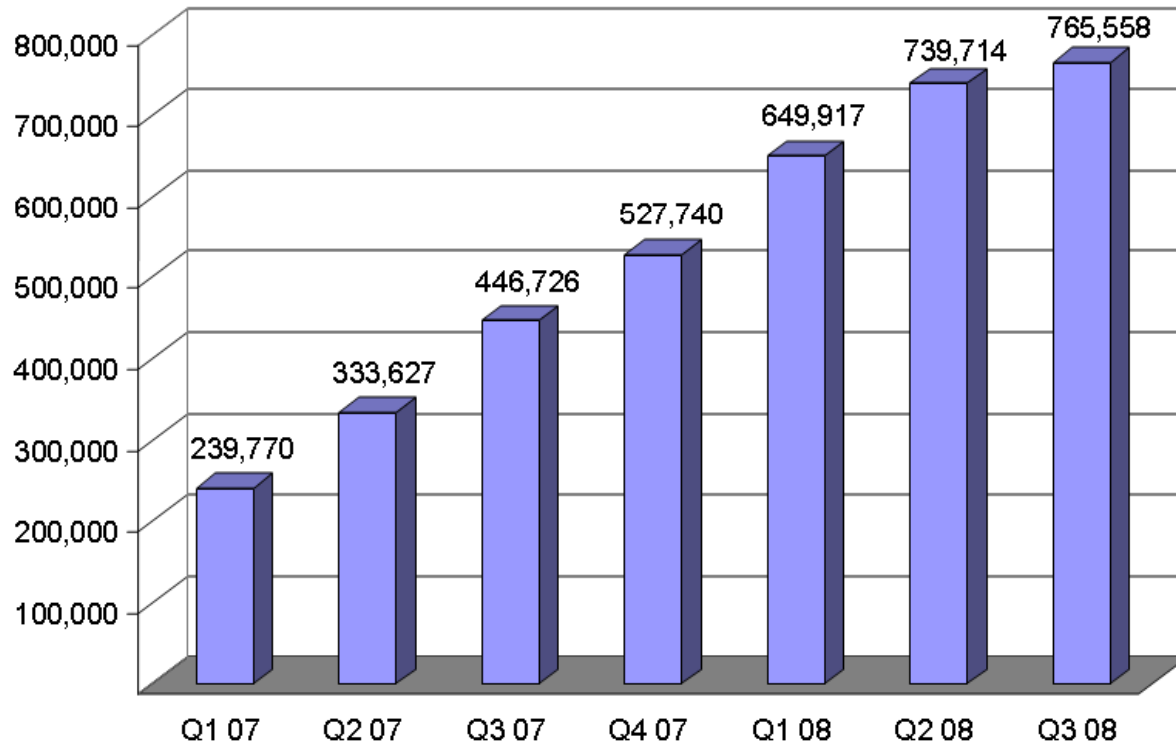


Each sales data point (blue line) is annualized based on the most recent month's rate of sale.  
 The inventory figure (green line) represents the number of homes for sale at a point in time.  
 The inventory months to sell (red line) is how many months it would take to sell the existing inventory.

*Source Data: National Association of Realtors (NAR)  
 Chart Created by Contributor*



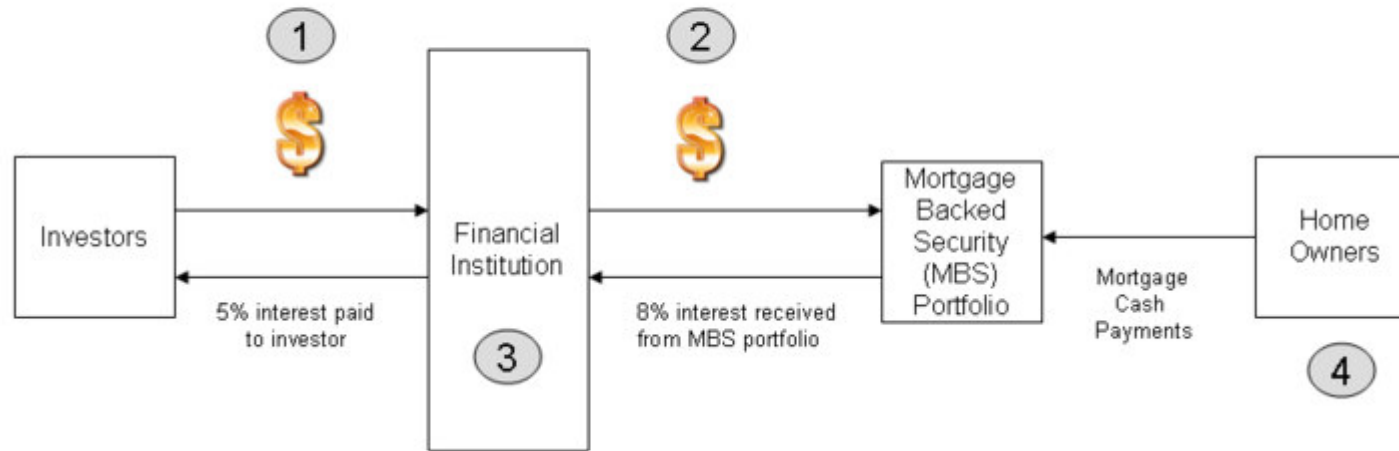
### Properties with Foreclosure Activity



Source Data: RealtyTrac Press Releases of "U.S. Foreclosure Market Report"  
Chart Created by Contributor

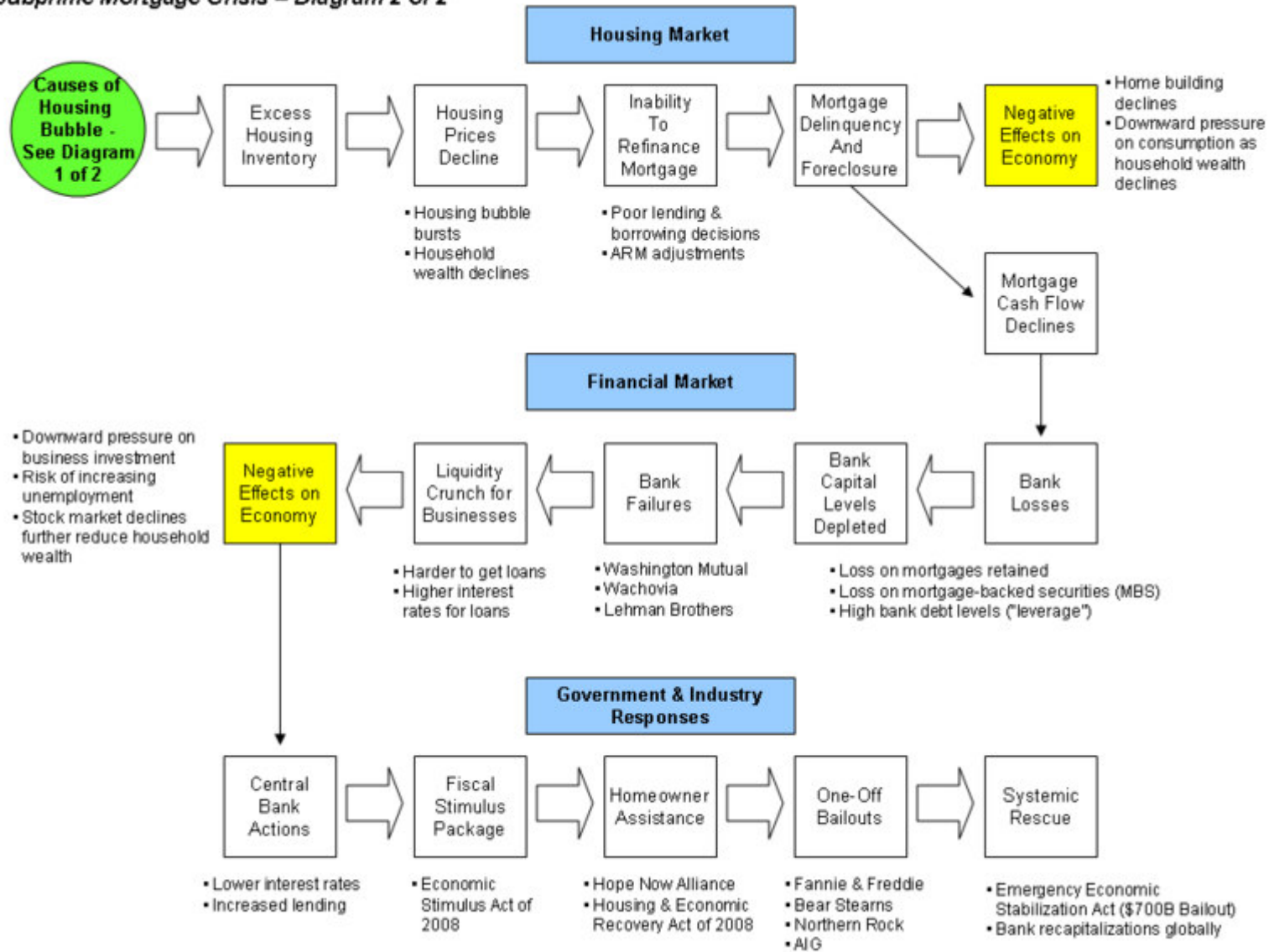
## Understanding the Financial Leverage Profit Engine

---

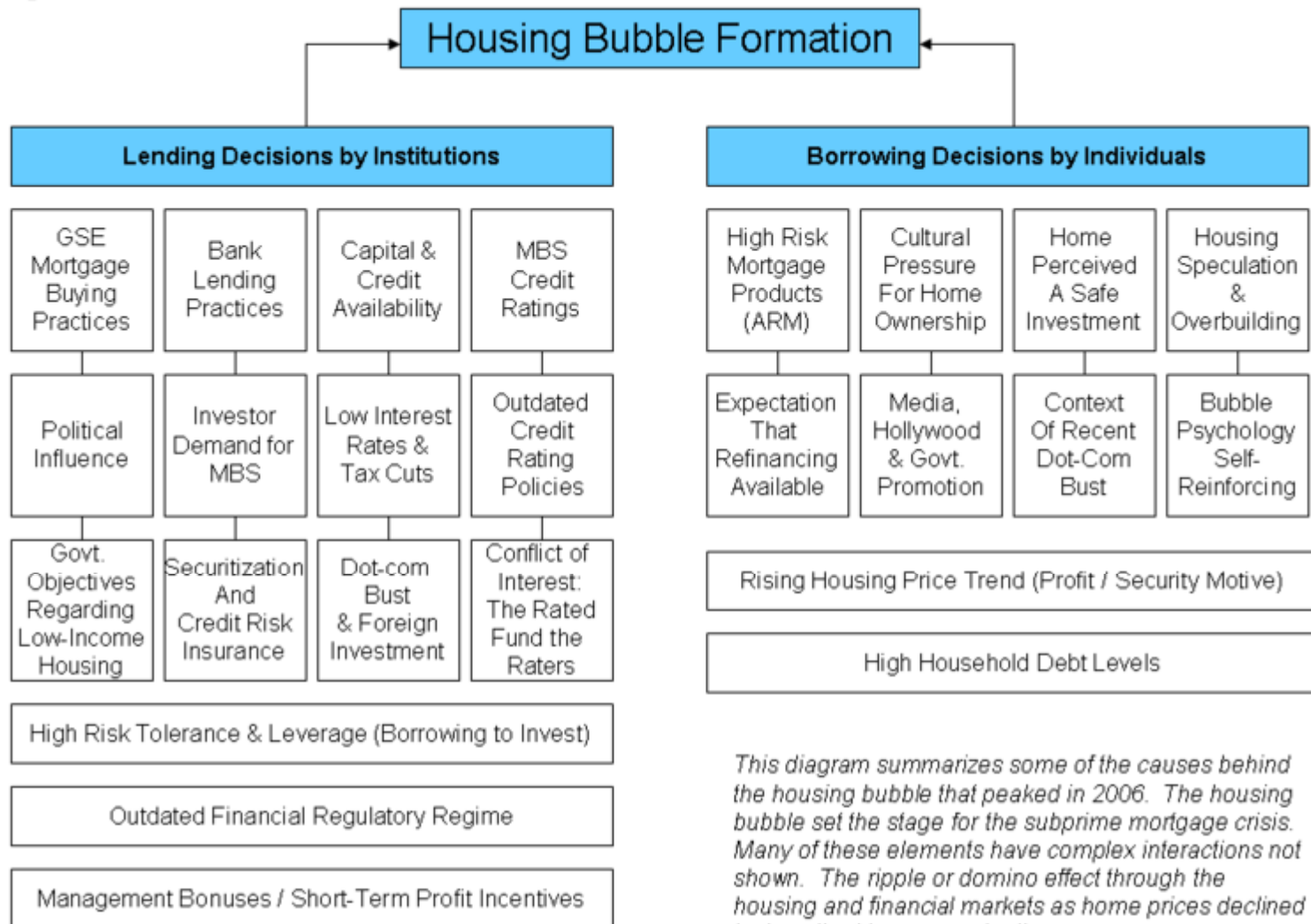


- 1) Let's say an investment bank borrows money from an investor or money market fund and agrees to pay a 5% interest rate. The MBS portfolio is collateral, which the investors can seize in the event of a default on interest payments.
- 2) The investment bank uses the funds to expand its MBS portfolio, which is paying an 8% interest rate (perhaps due to some higher-risk mortgages comprising the MBS). The 3% difference between the amounts is called the "spread."
- 3) For every \$100 invested in this manner, the investment bank gets \$3 profit margin ( $\$100 \times 3\% = \$3$ ). This provides an incentive to borrow and invest as much as possible, known as "leveraging." This was considered safe during the housing boom (through early 2007), as MBS portfolios typically received high credit ratings and defaults were minimal. Since investment banks do not have the same capital reserve requirements as depository banks, many borrowed and lent amounts exceeding 30 times their net worth. By contrast, depository banks rarely lend more than 15 times their net worth. Freddie Mac was leveraged nearly 70 times its net worth.
- 4) With increasing delinquencies and foreclosures during 2007-2008, the value of the MBS portfolios declined. Investors became concerned and in some cases demanded their money back, resulting in margin calls (immediate need to sell/liquidate the MBS portfolios at fire-sale prices) to pay them. At such a high leverage amount, many investment banks and mortgage companies suffered huge losses, bankruptcy, or merged with other institutions.
- 5) Because MBS securities are now considered "toxic" due to uncertainty in the housing market and cannot be sold readily (i.e., they are "illiquid"), their values have plummeted. The market value is penalized by the inability to sell the MBS; it may be less than the value the actual cash inflow would merit.
- 6) The ability of financial institutions to obtain funds in this manner via MBS has been dramatically curtailed. Spreads have narrowed, as investors are demanding higher returns to lend money to highly leveraged institutions.

**Subprime Mortgage Crisis – Diagram 2 of 2**



**Subprime Mortgage Crisis**  
**Diagram 1 of 2**



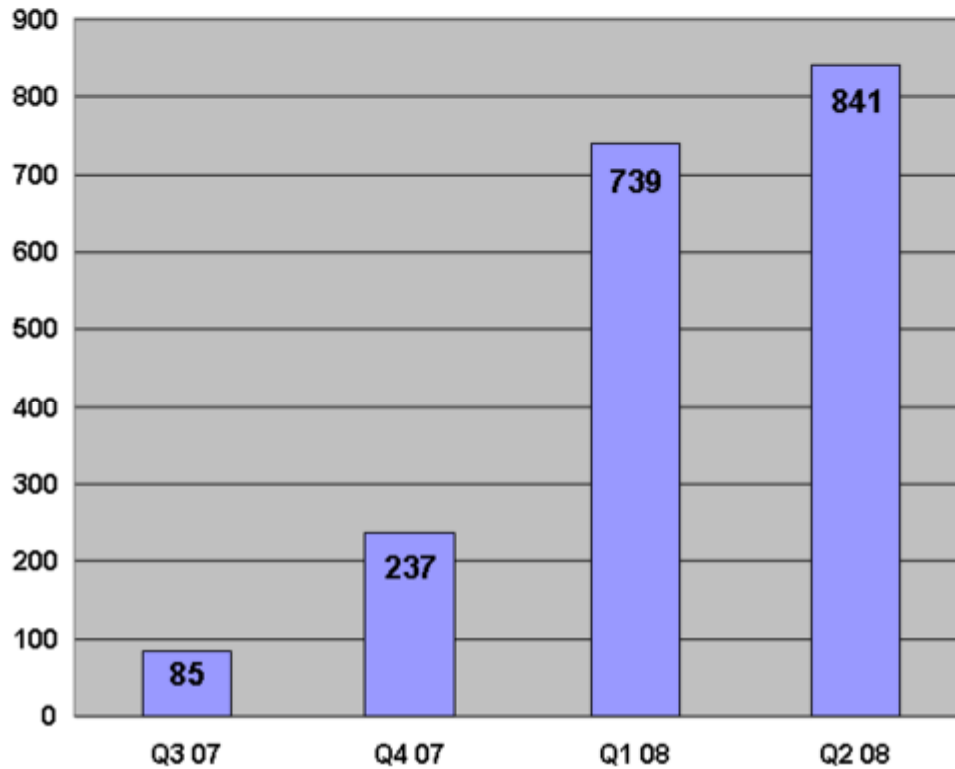
*This diagram summarizes some of the causes behind the housing bubble that peaked in 2006. The housing bubble set the stage for the subprime mortgage crisis. Many of these elements have complex interactions not shown. The ripple or domino effect through the housing and financial markets as home prices declined is described in a separate diagram.*

# Mortgage-Backed Securities (MBS) Downgrades

---

Rating agencies (e.g., S&P and Moody's) have downgraded the credit ratings on nearly \$1.9 trillion in MBS. This places pressure on financial institutions holding these securities to write down their value, potentially requiring banks to acquire additional capital.

\$ Billions

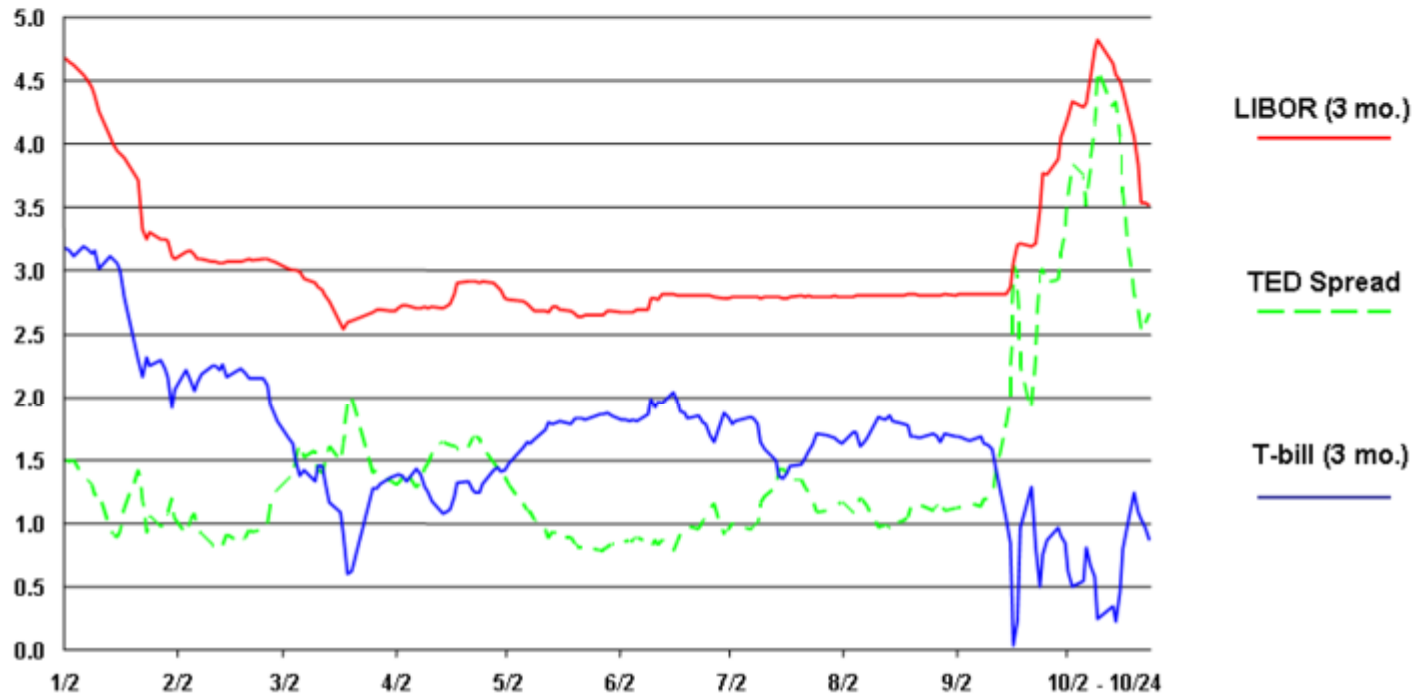


Source data: Fortune Magazine, 8/4/08

# TED Spread & Components - 2008

The "TED Spread" is a measure of credit risk for inter-bank lending. It is the difference between: 1) the three-month U.S. treasury bill rate; and 2) the three-month LIBOR rate, which represents the rate at which banks typically lend to each other. A higher spread indicates banks perceive each other as riskier counterparties.

Percent



- A culture of consumerism is a factor "in an economy based on immediate gratification." Americans spent \$800 billion per year more than they earned. Household debt grew from \$705 billion at yearend 1974, 60% of [disposable personal income](#), to \$7.4 trillion at yearend 2000, and finally to \$14.5 trillion in midyear 2008, 134% of disposable personal income.[\[36\]](#) During 2008, the typical USA household owned 13 credit cards, with 40% of households carrying a balance, up from 6% in 1970.[\[37\]](#)

- Speculation in residential real estate has been a contributing factor. During 2006, 22% of homes purchased (1.65 million units) were for investment purposes, with an additional 14% (1.07 million units) purchased as vacation homes. During 2005, these figures were 28% and 12%, respectively. In other words, a record level of nearly 40% of homes purchases were not intended as primary residences.



# I rimedi della crisi

- Il rimedio immediato:

Rendere nuovamente solvibili i mutuatari: i) che ancora stanno pagando; ii) che hanno perso la casa

I rimedi di medio termine: i) sottoporre a regolamentazione gli intermediari finanziari non bancari (Basilea III); ii) ridurre la leva; iii) dare forza all'economia civile e responsabile (che crea i valori di cui il mercato ha bisogno); iv) tutelare la biodiversità bancaria; v) consolidare a bilancio le società veicolo

# Gli sviluppi più recenti

- Il ruolo crescente di stati e banche centrali come prestatori o garanti di ultima istanza
- Quanto può crescere il debito pubblico ?
- Il ruolo importante del risparmio e della ricchezza privata
- Il gioco dell'Italia (temporeggiare per i vincoli di finanza pubblica, fidando nel minore coinvolgimento delle banche e nelle maggiori risorse dei privati)

# Il mantra riduzionista

- *“Le banche devono essere imprese orientate al profitto il cui unico obbligo sociale è rispettare le regole e pagare le tasse. Se adescano i clienti con contratti non chiari vanno punite. Se guadagnano vanno tassate perché con quel denaro lo Stato possa intervenire a favore dei più deboli. Ma non devono diventare istituzioni ibride, un po’ imprese e un po’ enti di pubblica assistenza, perché così facendo si offre un’alibi all’inefficienza”*
- Politica pre crisi Commissario UE concorrenza

# Perché il mantra riduzionista non funziona

- Come spiegare il paradosso della correlazione inversa tra adesione di una banca al mantra riduzionista e performance nella crisi subprime ? (Storia Enrico sul calo margini)
  1. L'efficienza non è un valore primo (il tassista e il giapponese)
  2. Proprio nel settore bancario la microfinanza rappresenta un esempio di trade-off tra efficienza contro lotta alla povertà e contributo tramite realizzazione di pari opportunità allo sviluppo (tanti piccoli prestiti molto meno efficienti di un unico grande prestito)
  3. Con beni non di esperienza ed asimmetrie informative complesse la massimizzazione degli utili è una strategia che minaccia il benessere dei consumatori (es. banche, sanità, alimentari) (reputazione non funziona)
  4. Nello specifico della banca questo si traduce nel ben noto conflitto d'interesse tra depositanti ed azionisti
  5. Non esistono regole ed istituzioni perfette che ci esonerano dalle nostre responsabilità (in presenza di difetti strutturali ineliminabili di governance né la mano invisibile né l'intervento pubblico sono in grado di trasformare l'avidità individuale in bene pubblico)
  6. Lo stato non è il miglior produttore di beni e servizi pubblici (le imprese sociali possono fare molto meglio in ottemperanza al principio di sussidiarietà e proprio perché soggette al vincolo di mercato !) – qui c'è la confusione tra banca pubblica e banca sociale di mercato
  7. Riflettiamo su effetti alcune politiche salariali (salari managers, stock options, premi performance)

# Il paradigma della sostenibilità rovesciato

- Esistono solo imprese che massimizzano gli utili. Chi non lo fa è eliminato dalla selezione darwiniana
- ROVESCIMENTO
- In organizzazioni gerarchiche complesse con asimmetrie informative e beni non di esperienza l'exasperazione degli utili a breve e i premi di performance spingono i terminali della struttura a porre in atto comportamenti opportunistici che mettono a rischio la sopravvivenza dell'impresa

## Più stato o più mercato: più terzo settore

Pregi	Difetti	Soluzioni difetti
Equilibrio spontaneo decentralizzato tra venditori e acquirenti, surplus del consumatore e del produttore	Esternalità e beni pubblici  Il mercato non incide sui problemi sociali e sulle diseguaglianze che esistono prima della transazione	Regole, tasse internalizzazione delle esternalità  Voto col portafoglio, consumo solidale, microfinanza (promuovono inclusione premiando lavoro e responsabilità, meglio dei sussidi)
Reciproca soddisfazione generata dalla transazione	Il mercato è fragile. La tendenza naturale del sistema economico è oligopoloide o monopolioide	Antitrust, strumenti che tutelano la parità di potere contrattuale tra venditori e acquirenti
Funzione informativa dei prezzi (ambigua però aumento gusti o scarsità materia prima ?)	Il mercato mercifica: la legge della domanda diventa legge morale se non ci sono contrappesi (l'insegnante e la velina)	Paternalismo (chiudere o mettere limiti a certi mercati) Investimento in educazione a valori morali
Superamento relazioni feudali di dipendenza. Autonomia e libertà degli attori economici	Il mercato distrugge il patrimonio di capitale sociale storicamente ereditato ed erode le sue stesse fondamenta	Consumo e risparmio responsabile alimentano gratuità e dono. Transazione di mercato come spazio di fraternità, come progetto congiunto

# La biodiversità bancaria

- Banche d'affari
- (non hanno sportelli si lanciano nell'avventura dei derivati del credito)
- Banche commerciali che massimizzano il profitto
- (hanno sportelli per massimizzare gli utili si spostano verso l'alta finanza)
- Banche popolari
- (origini mutualistiche ma attratte dalle sirene dell'alta finanza)
- Crediti cooperativi e casse rurali
- (legate al territorio, mutualità verso soci)
- Banca etica
- (mutualità allargata, obiettivo di creare valore economico, sociale ed ambientale, l'interesse più alto è quello di tutti, attenzione alle conseguenze non economiche delle azioni economiche)

# Capivano o no ?

- Se capivano perché avevano interesse a ?
- Short term benefit, stock options, deresponsabilizzazione nella struttura,