

# The Minsky Moment

D. Delli Gatti

Università di Bergamo

4 ottobre 2007

# Indice

- *L'origine* della crisi: il mercato dei mutui negli USA
- *La globalizzazione* della crisi: l'innovazione finanziaria
- *Le conseguenze* della crisi: il crollo di Borsa, la crisi di liquidità e la stretta creditizia
- *La reazione* alla crisi: le banche centrali iniettano liquidità
- La crisi finanziaria provocherà una recessione?
- Una chiave di lettura: l'ipotesi di instabilità finanziaria di Minsky

## L'origine della crisi finanziaria: il mercato dei mutui negli USA

- Nella prima metà di agosto i mercati azionari in USA ed Europa subiscono perdite rilevanti – dell'ordine del 2-3% al giorno -- per alcuni giorni consecutivi.
- Negli USA si erano già manifestate da febbraio difficoltà di banche e finanziarie specializzate in mutui, soprattutto *subprime*, parallelamente al crollo dei prezzi degli immobili.

La sequenza all'origine delle difficoltà delle banche:

- I debitori non rimborsano i prestiti →*
- gli intermediari acquisiscono gli immobili →*
- il valore degli immobili risulta inferiore al debito da rimborsare a causa del crollo del prezzo delle case →*
- gli intermediari registrano perdite.*

# La globalizzazione della crisi: l'innovazione finanziaria

- La crisi si trasmette ai mercati finanziari internazionali attraverso la *cartolarizzazione del credito (securitisation)*:
  - Le banche “originano” il credito erogando mutui alle famiglie ma non lo tengono in bilancio.
  - Esse cedono il credito impacchettando i mutui in titoli “garantiti” dai mutui stessi (*mortgage backed securities*) o in titoli frutto a loro volta di cartolarizzazione di mutui (*asset backed securities*) e li rivendono ai fondi di investimento, prevalentemente *hedge funds*.
  - Questi titoli sono spesso caratterizzati dalla doppia o tripla A delle agenzie di rating. Si tratta di titoli generalmente considerati “sicuri” anche se non sempre liquidi.

- In questo modo le banche *trasferiscono il rischio di credito* su una platea ampia di investitori: l'innovazione finanziaria che consente alle banche il risk sharing è quindi benefica perché rende più efficienti i mercati. Ma...
  - la securitisation elimina l'incentivo delle banche al *monitoring* e riduce l'incentivo allo *screening* dei debitori;
  - talvolta il rischio di credito, cacciato dalla porta, è rientrato dalla finestra per le banche o istituzioni ad esse riconducibili che hanno riacquistati titoli di finanza strutturata;
  - In terzo luogo, in molti casi il rischio è stato, più che condiviso, semplicemente nascosto agli investitori.

- Ciò vale non solo per i debitori di mutui sub-prime – spesso descritti come finanziariamente analfabeti – ma anche per gli operatori più sofisticati. C'è un evidente deficit di informazione e trasparenza in molte delle operazioni e degli strumenti utilizzati come veicolo della cartolarizzazione.
- Inoltre le banche possono utilizzare i fondi ottenuti dalla vendita dei titoli collateralizzati per effettuare nuovi prestiti.
- Pertanto il credito complessivo a disposizione dell'economia aumenta (anche) per effetto della cartolarizzazione dei titoli → *overindebtedness senza monitoring*.

# Le conseguenze della crisi: il crollo di Borsa, la crisi di liquidità e la stretta creditizia

La sequenza all'origine del crollo di Borsa:

*I clienti di un fondo di investimento temono che le insolvenze sui mutui in USA si traducano in insolvenze sui titoli mortgage based in portafoglio al fondo →*

*→ ondata di richieste di riscatto delle quote →*

*→ il fondo, a corto di liquidità, cerca di vendere i titoli in portafoglio ma non trova compratori →*

*→ distress o panic selling anche di titoli non mortgage based →*

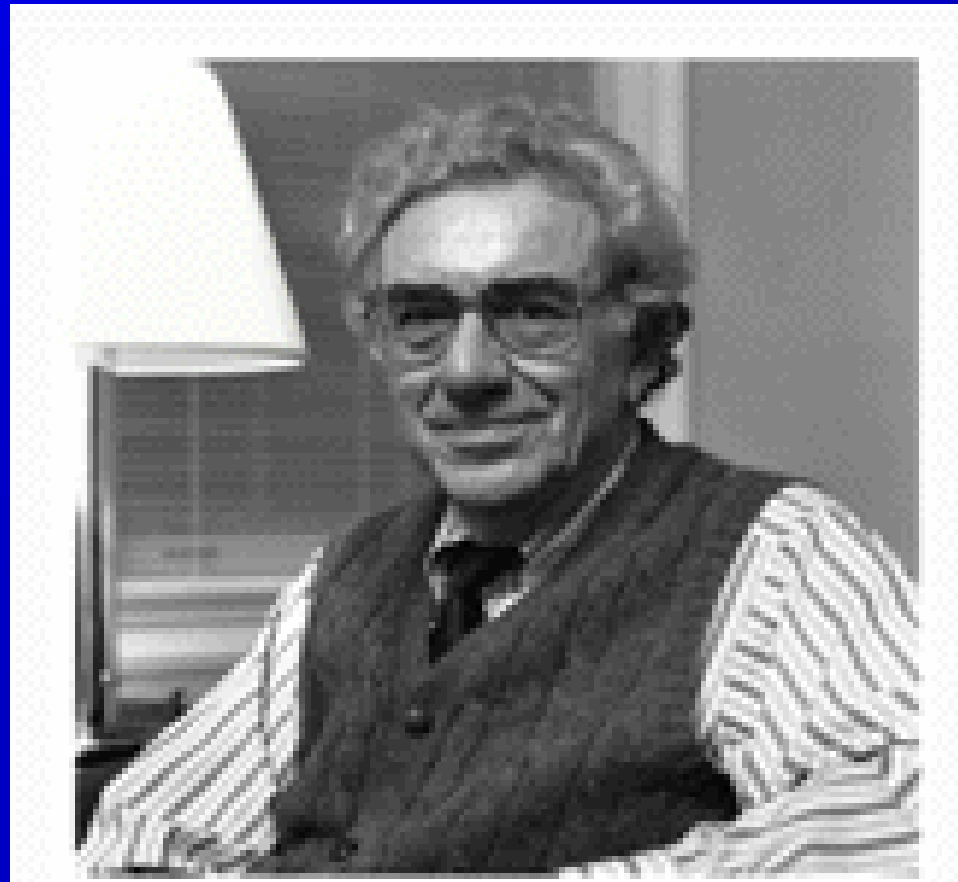
- *crollo dei prezzi delle azioni e crisi di Borsa →*
- *i fondi sospendono i riscatti (come nel caso dei fondi riconducibili a BNP-Paribas in agosto) creando panico tra gli investitori →*
- *Flight to quality dai fondi di investimento ai titoli di Stato, il cui rendimento tende a flettere.*
- *Le banche diventano caute nel concedere credito, non solo ai prenditori finali di fondi come le imprese ma anche ad altre banche.*
- *In alcuni casi i depositanti corrono a ritirare i depositi (panico bancario o bank run)*



- “Evapora la liquidità” secondo due accezioni:
  - i titoli obbligazionari – non solo quelli frutto di cartolarizzazione dei mutui – e azionari diventano *illiquidi* nel senso che non sono facilmente vendibili per assenza di compratori;
  - sul mercato interbancario non si trova più liquidità perché le banche non sono più disposte a farsi prestiti tra loro.

- La *crisi di liquidità* dei mercati nella prima accezione implica il *crollo dei prezzi* dei titoli.
- La *crisi di liquidità* nella seconda accezione si manifesta sul mercato del credito come una *stretta creditizia* (credit crunch).
- Si riduce l'offerta di credito per le famiglie – in primo luogo sul mercato dei mutui – e per le imprese.

...e arriva il Minsky moment...



- Esempi:
  - negli USA sono entrati in crisi e sono poi diventati tecnicamente insolventi fin da marzo e soprattutto in agosto-settembre intermediari specializzati in mutui – ad esempio *Countrywide Financial* – e fondi di investimento esposti in titoli *mortgage based* riconducibili a Bear Sterns;
  - la banca d’investimento tedesca *Ikb* è stata “salvata” da *Kfw* in agosto;
  - tre fondi d’investimento riconducibili a *BNP-Paribas* hanno sospeso i riscatti in agosto
  - corsa agli sportelli di *Northern Rock* in UK in settembre.

## La reazione alla crisi: le banche centrali iniettano liquidità

- Le banche centrali statunitense ed europea – nonché la banca centrale canadese e quella giapponese -- sono intervenute massicciamente nei giorni della crisi come *lender of last resort* fornendo alle banche tutta la liquidità di cui avevano bisogno e che non riuscivano ad ottenere sul mercato interbancario.
- Ciò ha consentito di mantenere sotto controllo il tasso sul mercato interbancario, che fa da *benchmark* per i tassi di mercato monetario, i quali altrimenti sarebbero schizzati verso l'alto con effetti a catena su tutta la struttura per scadenze dei tassi di interesse.

- La Fed ha tagliato in agosto di mezzo punto percentuale il tasso di sconto, ossia il tasso sui prestiti diretti alle banche commerciali e in settembre, sempre di mezzo punto, il tasso sui *Fed funds*, ossia sui fondi interbancari, invertendo il segno della politica monetaria seguita finora, che è restrittiva dal giugno 2004.
- La BCE ha rinunciato ad accrescere il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento del sistema bancario, disattendendo l'annuncio già fornito in precedenza.
- Complessivamente, quindi, le banche centrali stanno contrastando l'improvvisa carenza di liquidità manifestatasi per effetto della crisi con massicce iniezioni di fondi sull'interbancario.

- Il rischio di tali operazioni è ben noto: di fatto le banche centrali finiscono per fornire una garanzia implicita di salvataggio ad operatori che volessero intraprendere attività rischiose in futuro (moral hazard). Si porrebbero così le basi della prossima crisi finanziaria.
- Ma non c'è molto che si possa fare da questo punto di vista. La distinzione tra istituzioni in crisi di liquidità e istituzioni tecnicamente insolventi che dovrebbe guidare un'allocazione selettiva del prestito di ultima istanza diventa sottilissima e di fatto inapplicabile nel bel mezzo di una crisi. Il caso Northern Rock ne è un esempio lampante.

## La crisi finanziaria provocherà una recessione?

- Paradossalmente, la stima preliminare per il secondo trimestre 2007 segnala per gli USA una dinamica congiunturale soddisfacente: 4% congiunturale annualizzato.
- Nel I-07 però si era registrata una vera e propria stagnazione (0,6% congiunturale *annualizzato*).
- E per quasi tutto il 2006 la crescita su base trimestrale ha oscillato tra 1% e 2%.

**Tab.1 USA: PIL e componenti della domanda**  
 (var.% congiunturali annualizzate)

	IV-06	I-07	II-07
PIL	2,1	0,6	4,0
Consumi	3,9	3,7	1,4
Invest. non resid.	-1,4	2,1	11,1
Invest. residenziali	-17,2	-16,3	-11,6
Spesa pubblica	3,5	-0,5	4,1
Esportazioni	14,3	1,1	7,6
Importazioni	1,6	3,9	-3,2

- *Gli investimenti residenziali sono in flessione dal primo trimestre del 2006.* Nell'ultimo anno e mezzo hanno accumulato una contrazione di oltre un quinto.
- Il dato più negativo è la *decelerazione dei consumi*, che rappresentano due terzi della spesa complessiva. Comincia a manifestarsi l'effetto-ricchezza negativo dovuto al crollo del valore dei patrimoni immobiliari?

- Finora si era verificata una compensazione tra l'effetto ricchezza negativo dovuto al crollo dei prezzi degli immobili e l'effetto ricchezza positivo dovuto all'andamento del mercato azionario.
- Ma di recente c'è stato un andamento parallelo dei prezzi azionari e dei prezzi degli immobili per cui tale compensazione si è (almeno temporaneamente) interrotta.
- Se i consumi iniziano a cedere, l'effetto sulla congiuntura americana si farà pesante.

- Gli investimenti industriali potranno soffrire della stretta creditizia ma le imprese possono ancora contare su un flusso di profitti rilevanti per finanziare gli investimenti con fondi interni.
- Il tasso di disoccupazione è ancora storicamente basso (4.6%) ma destinato ad aumentare anche per effetto dei licenziamenti nel settore edilizio e degli intermediari specializzati in mutui: oltre 40mila licenziamenti da inizio anno di cui 20 mila negli ultimi due mesi.

## Una chiave di lettura: l'ipotesi di instabilità finanziaria di Minsky

- Abbiamo assistito alla fase acuta di un fenomeno di crescente fragilità finanziaria di importanti operatori dei mercati finanziari -- a cominciare dal mercato dei mutui ipotecari -- le cui conseguenze potrebbero essere sistemiche.
- Per comprendere questo fenomeno occorre rifarsi alla teoria dell'instabilità finanziaria di Hyman Minsky.

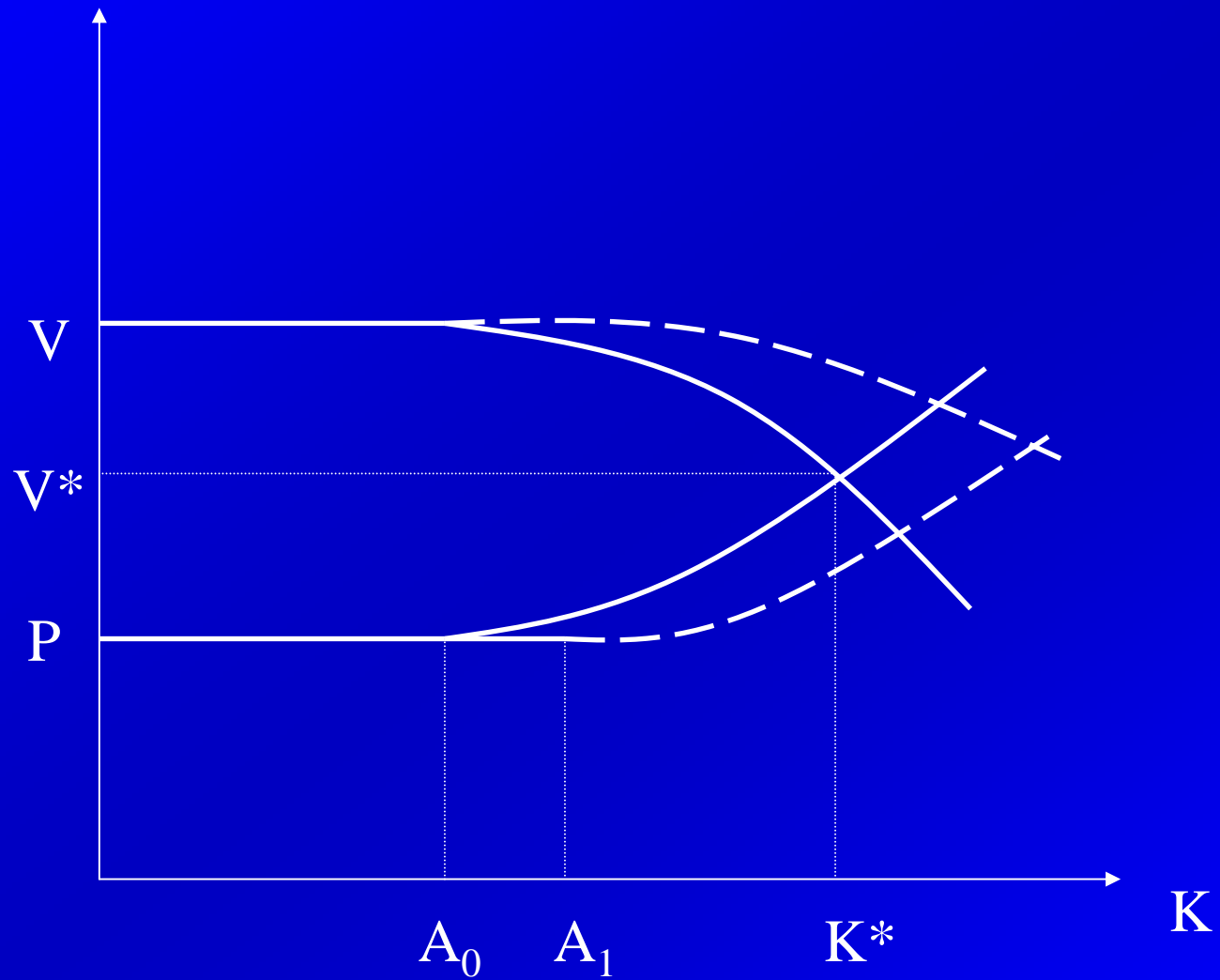
- Secondo Minsky, quando i tassi di interesse sono relativamente bassi, gli operatori si indebitano massicciamente per acquisire attività finanziarie o reali → fase di espansione, caratterizzata dall'incremento dei prezzi degli asset. In questa fase:
  - gli agenti assumono *posizioni finanziarie* sempre più rischiose. Più a lungo dura l'espansione, più numerose e consistenti sono le posizioni rischiose;
  - gli operatori che erano finanziariamente *coperti (hedge units)* -- ossia in grado di servire in qualunque momento e completamente il debito -- diventano *speculativi (speculative units)* ossia almeno in alcuni periodi non saranno in grado di servire il debito;

- gli operatori che erano già speculativi diventano *ultraspeculativi (Ponzi units)* ossia non saranno *mai* in grado di servire il debito e dovranno quindi trovare nuovo debito per servire il vecchio debito.
- Aumenta pertanto *l'instabilità finanziaria* nel senso che la composizione della popolazione in termini di unità coperte, speculative ed ultra-speculative cambia in favore delle ultime due categorie di agenti.

- L'indebitamento può divenire, almeno per alcuni operatori, insostenibile nel lungo periodo, soprattutto se cambia il segno della politica monetaria – ossia i tassi di interesse cominciano a salire – e se tale processo coinvolge una massa critica di investitori e banche.
- Se ci si indebita per acquisire un'attività finanziaria o reale e il flusso di cassa generato dall'attività non permette di servire il debito e in prospettiva di saldarlo, l'attività verrà liquidata “under distress” provocando una caduta del valore della stessa.

- Quando tale processo inizia a diffondersi, la domanda di liquidità aumenta e le vendite si fanno frenetiche: il “Minsky moment” arriva. Nel caso del mercato immobiliare e del mercato del credito statunitense si è verificato proprio questo.

# Minsky 1975



# Bernanke, Gertler, Gilchrist 1999

