

ACSA

Alessandria, 16 Marzo 2009

La prima crisi finanziaria globale del XXI secolo: una breve introduzione

Marco Lossani

ITEMQ e Laboratorio di Analisi Monetaria

Università Cattolica di Milano

<http://www.youtube.com/watch?v=hUAs-SAwAno>

(mutuis subprime raitre gabbanelli)

Da agosto '07 a ottobre '08: una breve storia della crisi finanziaria

Meccanismo di **genesi, trasmissione & amplificazione** della crisi si fonda sulla compresenza di diversi elementi:

- bolla immobiliare negli USA favorita dalla
- erogazione di abnorme quantità di credito concesso (debito assunto) a condizioni favorevoli grazie a
- prolungata fase di bassi tassi di interesse
- utilizzo di strumenti (solo apparentemente) in grado di consentire miglior diversificazione del rischio
- intensificazione del processo di cartolarizzazione (*securitization*) grazie ai notevoli progressi realizzati dalla ingegneria finanziaria in presenza di
- scarsa attività regolatoria e
- nuovo modo di gestire il rischio da parte di molti intermediari

Le banche “originano” il credito erogando mutui alle famiglie ma non lo tengono più in bilancio come si faceva una volta (*originate to hold model*).

In realtà le banche “originano” il credito, impacchettano i mutui in titoli “garantiti” dai mutui stessi (*mortgage backed securities*) o in titoli frutto di cartolarizzazione di mutui (*asset backed securities*) e li rivendono ai fondi di investimento (*originate to distribute model*). In questo modo le banche **trasferiscono il rischio di credito** e lo “spalmano” su una platea di investitori, senza aver particolari incentivi a controllarlo (come invece avveniva con il modello *originate to hold*).

L'ABC dell'ABS

- Supponete di essere un cantante proprietario dei diritti su un famoso brano musicale di qualche anno fa. Supponete di essere un po' in declino, di fama ed economico, e di avere bisogno di liquidità: sareste un individuo ideale per attivare un processo di *asset-backed securitization* (Abs). In altre parole: vi indebitate e garantite di ripagare il debito con il **flusso futuro di entrate** derivanti dalle royalties.
- Il cosiddetto processo di Abs permette di trasformare un asset illiquido (i vostre diritti sono difficili da vendere direttamente) in una disponibilità ampia e immediata di liquidità. Se voi foste un creditore, prestereste soldi al cantante, magari se questo cantante è Michael Jackson? Probabilmente sì: le royalties sui suoi successi sono una garanzia

Sostituite ora il cantante con la banca A, che ha bisogno di fondi o che semplicemente vuole fare profitti. E sostituite le royalties con il flusso futuro atteso delle rate di un **mutuo immobiliare**. La banca A estende un mutuo contemporaneamente a cento famiglie, di diversa rischiosità. Quindi bussa alla porta della banca B per chiedere un prestito, e garantisce il prestito con il flusso futuro atteso delle rate dei mutui. Si attiva una particolare forma di Abs chiamata Mbs, *mortage-backed security*.

Anche in questo caso asset illiquidi (i mutui) sono sintetizzati in modo da trasformarsi in liquidità immediata per la banca, che a sua volta serve per finanziare investimenti delle imprese, o per estendere nuovi crediti ad altre famiglie. In alternativa, la banca A può semplicemente vendere questo titolo alla banca B.

Il tutto sembra una buona idea, sia per la banca A, che per le famiglie che riescono a comprarsi una casa. Ma a due condizioni.

Primo, che il gruppo di famiglie sia sufficientemente **diversificato nel rischio**: nel gruppo non ci devono essere caratteristiche troppo simili che potrebbero portare tutte le famiglie a fallire contemporaneamente. Esempio estremo: tutte le famiglie vivono nella stessa città colpita dalla chiusura di una azienda.

Secondo, che esista una certa **fiducia** nel fatto che il valore di questi asset - i mutui e quindi le case sottostanti - continui a crescere nel tempo. Quando c'è fiducia nel fatto che i prezzi delle case continuino a crescere nel tempo, se anche un certo numero di famiglie dovesse fallire, sarà sempre possibile rivalersi in futuro su immobili il cui valore è cresciuto nel tempo. Nella maggior parte dei casi, con un mercato immobiliare in pieno boom, un buon affare, nonostante il fallimento del debitore (la famiglia).

Nel passaggio dalla banca A alla banca B interviene un altro operatore: tipicamente una **agenzia assicurativa**. Il ruolo della agenzia assicurativa (pubblica o privata) è cruciale, perché garantisce la bontà del credito sottostante al titolo e quindi permette che possa avere un **mercato**. Senza questa assicurazione tutto il processo si bloccherebbe: non solo la banca B sarebbe più riluttante a comprare il titolo dalla banca A, ma la stessa banca A non attiverebbe il processo di Abs fin dall'inizio.

Questa è l'anatomia del sistema di *asset-backed securitization* che si è sviluppato in modo esponenziale nel corso degli ultimi anni coinvolgendo attori come

Banca A: Washington Mutual (Fallita!)

Banca B: Lehman Bros (Fallita!)

Agenzia Assicurativa: AIG, Fannie Mae&Freddie Mac
(Salvati dal governo anche se tecnicamente falliti)

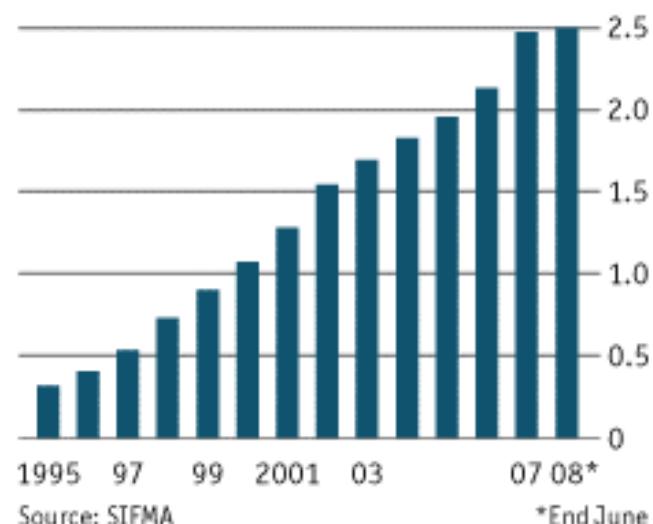
Il meccanismo si sviluppa fintanto che il mercato immobiliare cresce secondo un vero e proprio circolo che sia autoalimenta: prezzo immobili cresce-> ricchezza famiglie aumenta-> aumenta valore collaterale->aumenta credito concesso in ragione di tassi bassi (anche alle stesse famiglie già indebitate, *home equity extraction*) -> crescono consumi e investimenti-> prezzo immobili aumenta->....).

Il meccanismo è inoltre accompagnato dalla “quasi certezza” che qualora accadesse qualcosa di negativo (caduta del mercato immobiliare che rende impossibile a diversi mutuatari di onorare i propri impegni, privando interi lotti di titoli del sottostante su cui poggiano) esiste comunque un’assicurazione. Infatti questi titoli frutto di cartolarizzazioni sono spesso caratterizzati dalla doppia o tripla A emessa dalle agenzie di rating, in quanto considerati “sicuri” anche grazie alle operazioni di copertura dal rischio svolte usando il mercato dei CDS, un particolare strumento finanziario che consente una sorta di assicurazione contro il rischio che il debitore non sia in grado di onorare gli impegni presi nei confronti di chi ha concesso credito.

Replicando quasi *ad infinitum* le operazioni prima descritte gli intermediari possono continuamente espandere i fondi ottenuti dalla vendita dei titoli via via **collateralizzati** per effettuare nuovi prestiti (= **securitised lending**). Pertanto *il credito complessivo a disposizione dell’economia aumenta in modo elevatissimo*.

Going a bundle

US asset-backed securities outstanding, \$trn

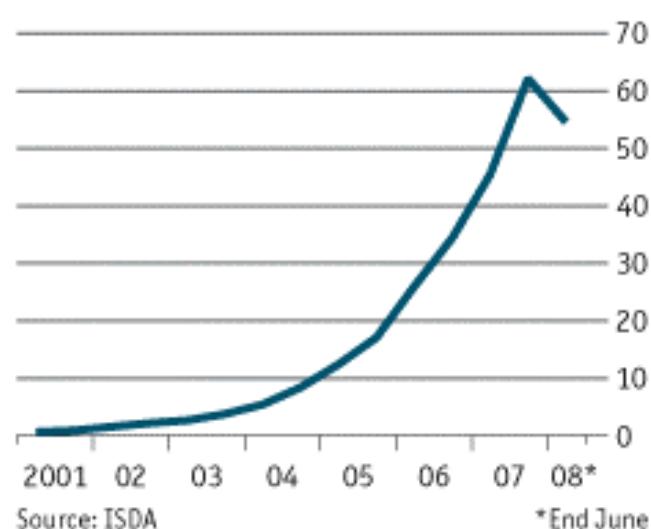


Source: SIFMA

3

Gambling on ruin

Credit-default swaps, amount outstanding, \$trn

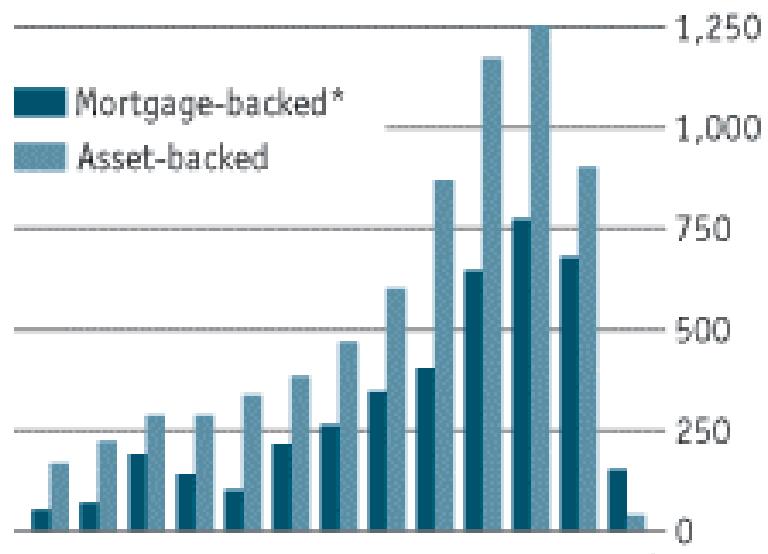


Source: ISDA

2

Pride before the fall

US securitisation issuance, \$bn



Source: SIFMA

*Non-agency

†January-September

Il meccanismo si inceppa quando scoppia la bolla sul mercato immobiliare (2006), determinando una serie di conseguenze negative

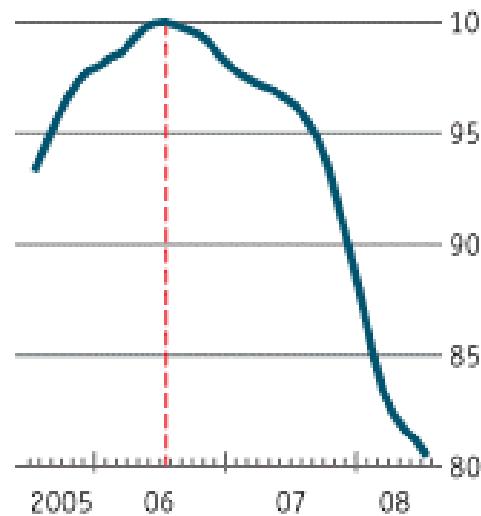
- prima sul mercato dei mutui immobiliari (in primis quelli *sub-prime* dove i mutui erano stati erogati a condizioni “particolari” a soggetti “particolari”, quali *ninja=no income, no job, no asset*), che comprano la casa senza un dollaro di anticipo (downpayment=0)
- poi sul mercato del credito e
- infine su quello azionario

che vengono amplificati nel corso degli ultimi mesi dall’insorgere di ondate di **distress selling** e talvolta di **panic selling**, causate dalla più totale **crisi di fiducia** e sostenute anche dalle conseguenze perverse di alcuni disposizioni regolatorie (come *mark to market*).

La crisi del mercato immobiliare USA

Falling off the property ladder

US house prices*, **peak=100**



Sources: Standard & Poor's; RealtyTrac

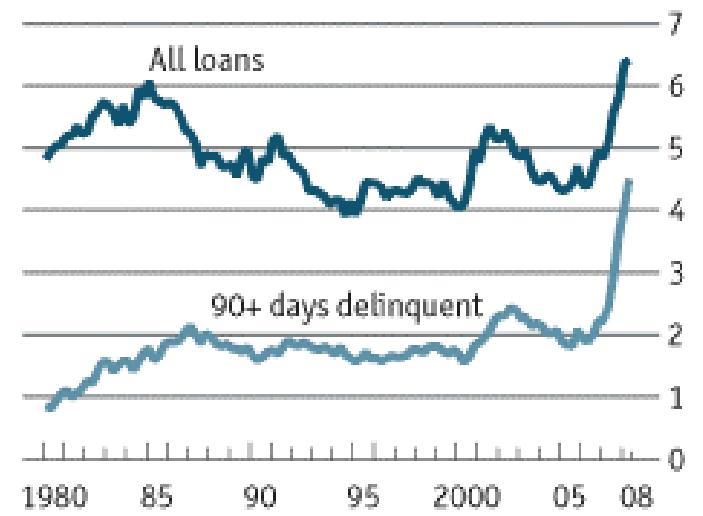
US foreclosures, '000



*S&P/Case-Shiller 20-city index

Fissured foundations

US mortgage delinquencies, % of loans



Source: Mortgage Bankers Association

1

Come è possibile che le difficoltà che nascono originariamente su un piccolo segmento del mercato finanziario USA (*sub-prime mortgages* pesano solo il 3% del totale delle attività finanziarie USA) provochino effetti così devastanti sul mercato del credito, sui mercati finanziari e sull'economia reale?

NUOVA GESTIONE DEL RISCHIO DA PARTE DELLO SHADOW BANKING SYSTEM (O&D anziche' O&H).

Nel corso degli ultimi lustri l'innovazione finanziaria ha consentito una crescente cartolarizzazione dei crediti (e non solo) che ha SOLO APPARENTEMENTE consentito una miglior diversificazione del rischio ma che in realta' ha facilitato una maggior dispersione del rischio in condizioni di relativa opacita.

Si e' assistito ad un numero crescente di operazioni volte ad emettere titoli (CDO) il cui sottostante era rappresentato da "pacchetti" di

- mutui immobiliari,
- crediti vantati nei confronti di possessori di carte di credito,
- crediti vantati nei confronti di acquirenti di auto a rate,
- crediti vantati nei confronti di studenti che avevano contratto prestiti di onore

che una volta originati sono stati collocati presso altre istituzioni finanziarie, sino a raggiungere le famiglie.

Si e' cosi' generato un sistema capace di

- Aumentare a dismisura capacita' di generare/ottenere credito
- Diminuire (*de facto*) incentivi e capacita' di controllare il rischio anche grazie alla ridotta volonta'/capacita' di regolare e supervisionare tali operazioni (vedasi esempio mercato CDS che rimane *over the counter*).

DISTRESS SALES BY LEVERAGED INSTITUTIONS:

Gran parte di questi mutui subprime era detenuta da istituzioni con elevato *leverage* (banche convenzionali hanno *leverage* pari a 12, banche di investimento pari a 20/30; ma in realtà grazie all'utilizzo di SIV e conduits il *leverage* era ancora maggiore; per di più il *leverage* calcolato non per fini regolatori è ben più elevato, raggiungendo in alcuni casi 70!).

Ciò fa sì che anche perdite moderate sofferte sul segmento sub-prime inducano effetti molto consistenti sul bilancio di questi intermediari, producendo successivamente effetti a cascata, con effetti pervasivi che riguardano diversi strumenti/operatori.

L'ABC del LEVERAGE

Per *leverage* (leva finanziaria) si intende il rapporto tra attivi e capitale (o mezzi propri)

ATTIVITA'		PASSIVITA'	
Assets	120	Liabilities	100
		Capitale	20

Più l'attività di un'impresa è finanziata da debiti in rapporto al capitale più elevato è il *leverage*. In questo particolare caso la leva finanziaria è pari a 6.

Al crescere della profittabilità delle operazioni svolte le banche e gli altri intermediari accrescono i loro debiti per ottenere risorse utili ad espandere **operazioni profittevoli**. La leva finanziaria cresce ulteriormente al fine di consentire una crescita dei profitti, favorendo una ulteriore espansione.

Quando le operazioni svolte conducono a delle perdite (anziché produrre profitti), i ricavi generati dagli assets non compensano l'onere sui debiti contratti: in questo caso una leva più elevata amplifica la dimensione delle perdite, determinando un **inasprimento di una situazione già critica**.

La leva è quindi pro-ciclica!

Cosa accade se improvvisamente si manifesta la riduzione di 10 unità del valore degli assets che comporta riduzione di 10 unità del valore del capitale?

ATTIVITA'	PASSIVITA'
Assets 110	Liabilities 100
	Capitale 10

La riduzione dell'8% del valore dell'attivo (da 120 a 110) provoca una riduzione del 50% del capitale (da 20 a 10) e un incremento del 66% della leva (da 6 a 10).

Il capitale serve a soddisfare i diritti patrimoniali dei creditori. Una perdita registrata sul valore degli assets associata a una riduzione del valore e del capitale costringe la banca a scegliere tra due opzioni:

- Raccogliere nuovo capitale (operazioni di ricapitalizzazione sono quasi impossibili in tempi difficili, salvo – all'inizio - per SWFs).
- Vendere attivita': la banca dovrà dismettere una parte tanto più rilevante dell'attivo quanto maggiore è il *leverage*.

D. Cosa è necessario fare per ripristinare una leva pari a 6 dopo la perdita di 10 sulle proprie attività?

R. Necessario vendere 50 unità di assets al fine di poterne liquidare altrettante dal lato delle passività.

ATTIVITA'		PASSIVITA'	
Assets	60	Liabilities	50
		Capitale	10

D. Cosa è necessario fare per diminuire la leva a 5 dopo la perdita di 10 sulle proprie attività?

R. Necessario vendere 60 unità di assets al fine di poterne liquidare altrettante dal lato delle passività.

D. Perché è necessario riportare la leva su determinati livelli?

R. Perché per alcune imprese (come le banche) esistono delle disposizioni regolatorie (Capital Adequacy Ratio = 8%, che implica una leva di 12,5)

- La crisi quindi scoppia all'interno di un sistema caratterizzato dalla notevolissima erogazione di credito (=notevolissima assunzione di debito). Questo è il motivo per cui si parla – in gergo tecnico -di una crisi da debito.
- Quando il meccanismo si inceppa perché scoppia la bolla sul mercato immobiliare USA il circolo da “apparentemente virtuoso” diventa vizioso scatenando un processo di *deleveraging* dalle conseguenze devastanti.
- I prestatori/creditori fronteggiano all'improvviso il “fallimento” di alcuni loro clienti (ad esempio le famiglie coinvolte in mutui subprime); registrano quindi una caduta del valore dell'attivo che innesca i processi prima descritti.

Per di più quando prestatori/creditori osservano una situazione sempre più difficile arrivano a razionare il credito. Ciò significa non solo contrarre l'offerta di nuovi prestiti (che spesso rifinanziavano chi era già indebitato) ma anche richiedere ai loro debitori di

- aumentare i margini di garanzia per finanziare le proprie posizioni (ad esempio alle imprese viene chiesto di depositare più capitale come collaterale per continuare ad ottenere prestiti dalle banche) e/o
- ridurre l'esposizione debitoria.

Il sistema entra in un *loop*.

- In particolare se i debitori non hanno liquidità prontamente disponibile (e tipicamente questa è la condizione in cui si trovano i “debitori”) vendono le attività liquidabili (generalmente quelle migliori che hanno un mercato, come titoli di stato) per ottenere le risorse utili per far fronte ai loro impegni finanziari. Tuttavia se questa operazione viene condotta contemporaneamente da moltissimi operatori (teoricamente si manifesta *distress selling*) si produce un forte calo dei prezzi degli strumenti finanziari venduti: **i mercati crollano e gli introiti derivanti dalle vendite degli attivi si riducono.**
- Inoltre se i creditori temono che i debitori nascondano informazioni rilevanti riguardanti la loro effettiva condizione finanziaria, si cauteleranno alzando nuovamente i margini di garanzia e/o richiedendo tassi crescenti sul credito concesso.
- Ma soprattutto, vista l'enorme incertezza che regna riguardo l'affidabilità del debitore - legata alla impossibilità di conoscere quali siano gli assets (buoni o tossici) che “ha in pancia” - le banche smettono di prestarsi fondi. Il mercato interbancario si congela, vanificando gli effetti delle ricorrenti iniezioni di liquidità da parte della Fed (e delle altre banche centrali): **il mercato del credito scompare (o quasi)**

Si giunge così ad una situazione che alcuni non hanno esitato a definire di **financial meltdown**, sottolineando (in modo decisamente esagerato) che ciò possa addirittura determinare la fine del capitalismo!

Ad esempio il panico scatena ondate di richieste di riscatto delle quote di fondi USA di mercato monetario che si trovano impossibilitati a soddisfare le richieste di rimborso (condizione di *“breaking the bucket”*) in quanto alcuni dei titoli considerati sicuri in cui i fondi avevano investito (come le obbligazioni Lehman) non hanno più alcun valore.

Dal momento che i fondi mercato monetario sono il primo elemento della cinghia di trasmissione della politica monetaria, se questa cessa di funzionare, la politica monetaria rimane bloccata con evidenti conseguenze negative per l'intero sistema economico.

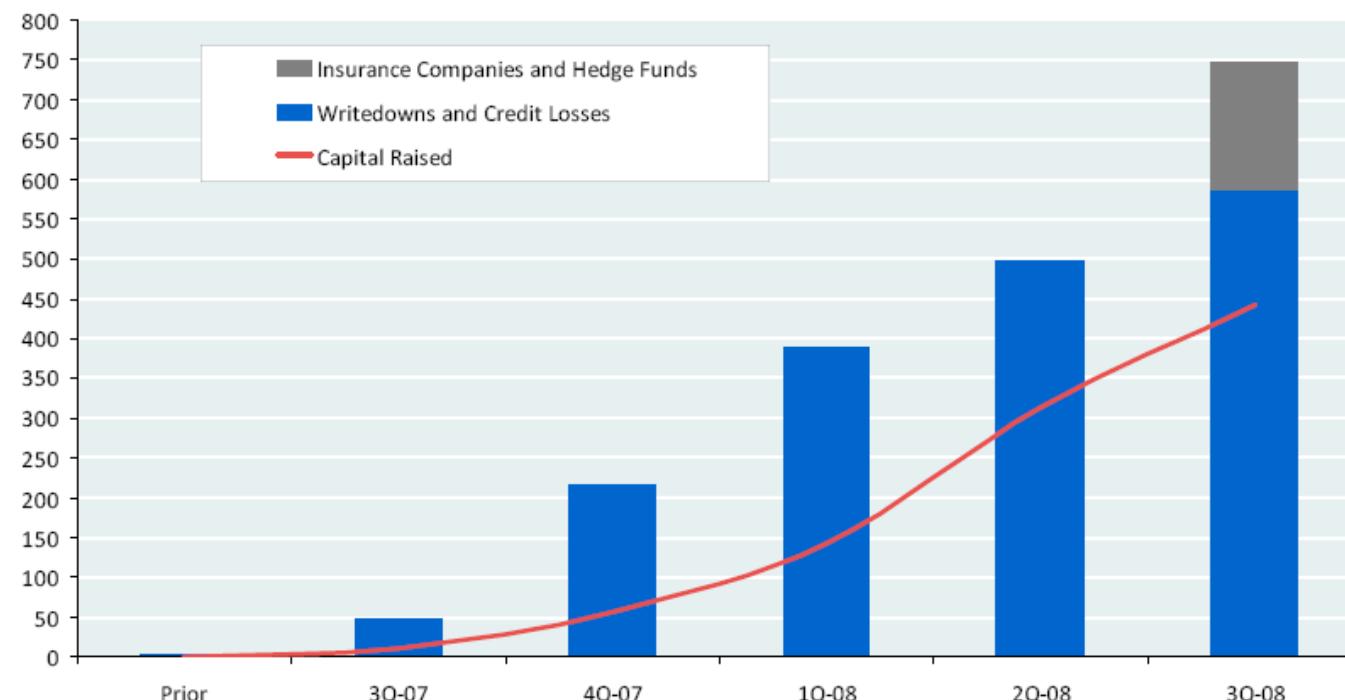
La profondità della crisi richiede interventi e misure straordinarie sia da parte della Banca Centrale che da parte del Governo, non solo negli Usa ma anche nell'Unione Europea, Giappone e nelle economie emergenti. Torna alla ribalta della cronaca anche FMI nella funzione di *crisis manager*.

La dimensione della crisi finanziaria negli USA

Valore attivo (mld.Dollari)	
Istituzioni finanziarie fallite	
Ameribank	0.1
ANB Financial	2.1
Douglass National Bank	0.1
First Heritage Bank	0.3
First Integrity Bank	0.1
First National Bank of Nevada	0.4
First Priority Bank	0.3
Hume Bank	0.0
IndyMac Bank	32.0
Integrity Bank	1.1
Lehman Brothers	691.0
Silver State Bank	2.0
The Columbian Bank Trust	0.8
Washington Mutual	307.0
Totale	1,040.1
Valore attivo (mld.Dollari)	
Istituzioni finanziarie salvate	
AIG	1,060.0
Fannie Mae	882.0
Freddie Mac	794.0
Merrill Lynch	1,020.0
Wachovia	782.0
Totale	4,538.0

**La dimensione degli asset coinvolti è pari al 40% del PIL USA!
(prima del salvataggio di Citi)**

Cumulative Bank Writedowns and Credit Losses vs. Capital Raised
in billions of U.S. dollars

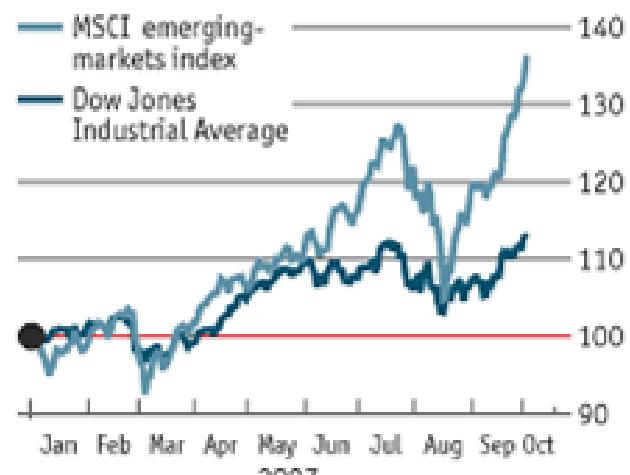


Note: The figures reported above do not include Freddie Mac and Fannie Mae. Source: Bloomberg.

I mercati azionari crollano.....

Hit records

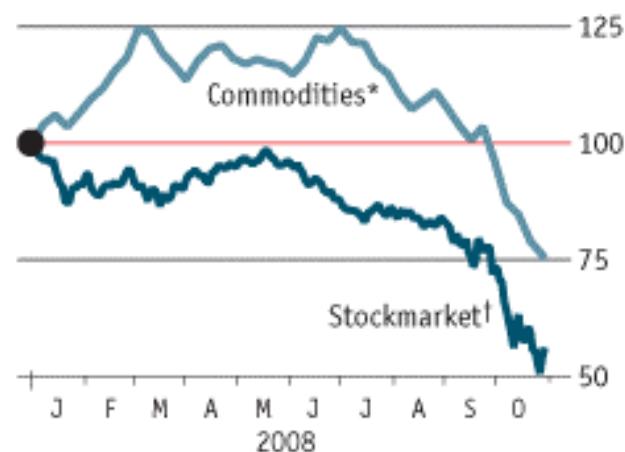
Stockmarkets, January 1st 2007=100



Source: Thomson Datastream

We all fall down

Price indices, January 1st 2008=100, \$ terms



Sources: *The Economist*; Thomson Datastream

*The Economist all-items
†MSCI world

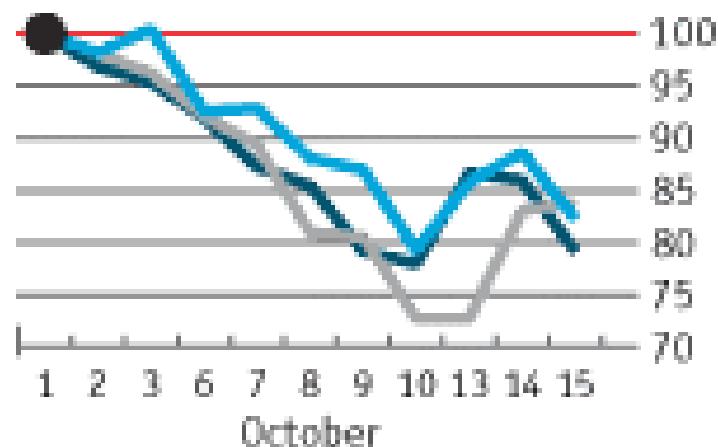
Stockmarkets

October 1st 2008=100

Dow Jones Industrial Average

Nikkei 225

FTSE100

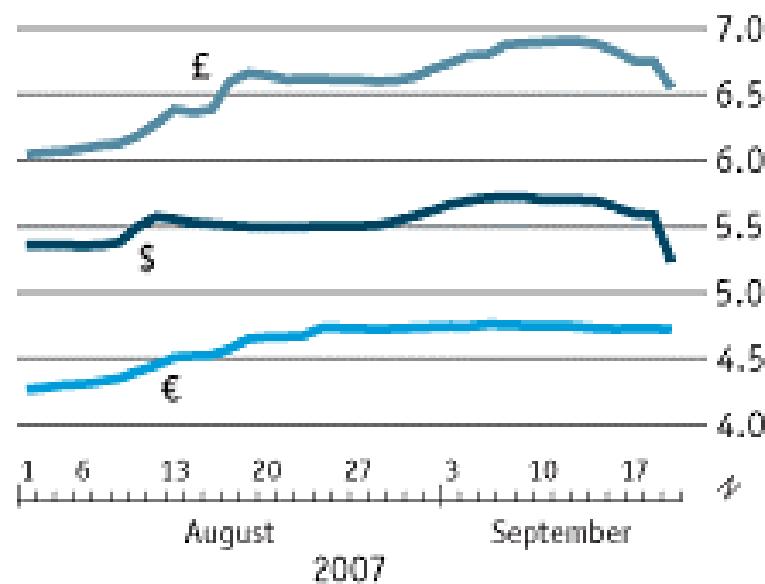


Source: Thomson Datastream

....mentre il mercato interbancario rimane “congelato” da oltre 1 anno

A crack in the ice?

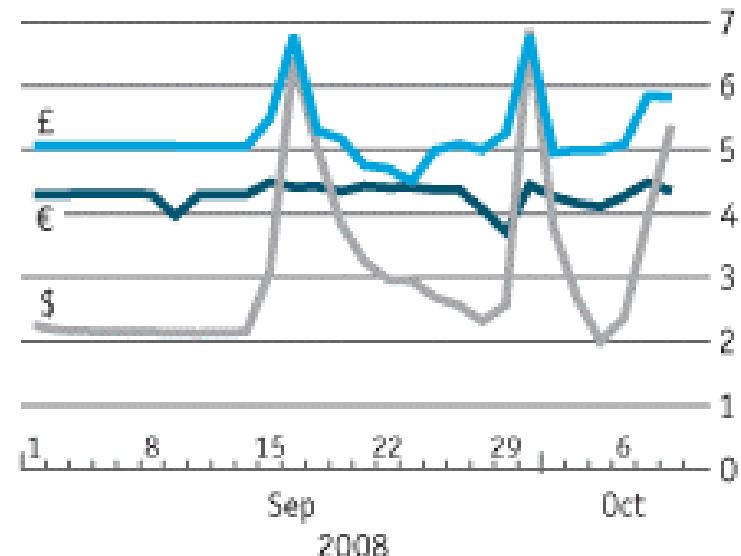
3-month LIBOR* rates, %



Source: Thomson Datastream *London inter-bank offered rate

Impaled

Overnight Libor* rates, %



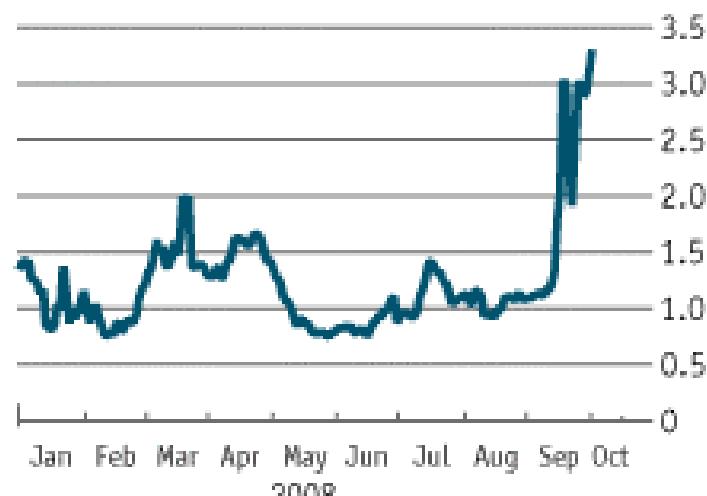
*London interbank-offered rate
Source: Thomson Datastream

..e la sfiducia continua a regnare

A measure of confidence

Three-month TED spread*

Percentage points

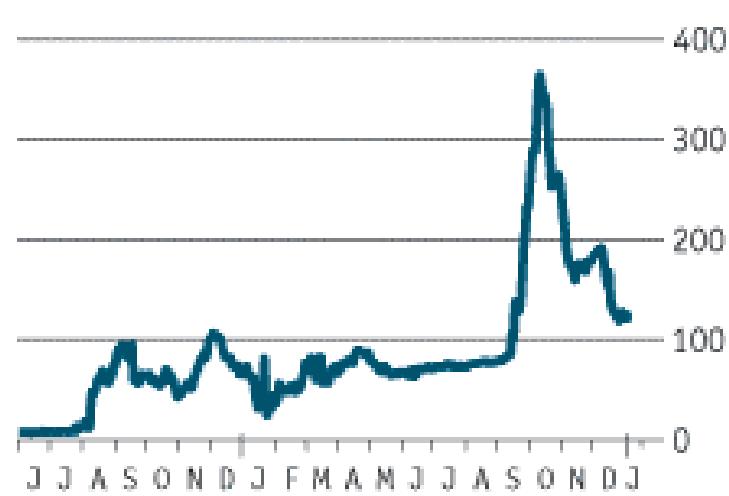


Source: Thomson Datastream *\$ Libor minus Treasury yield

2

The Lehman effect

US 3-month interbank rate spread over
Overnight Index Swaps, basis points



3

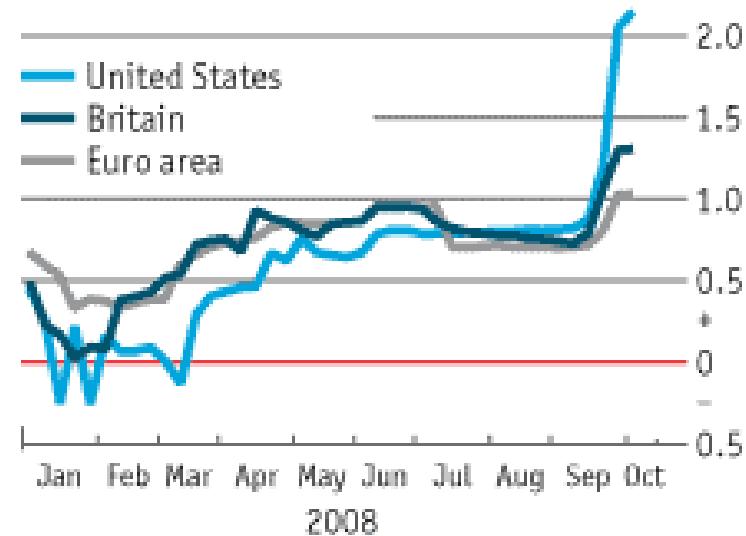
Source: Bloomberg

Plumbing under pressure

1

Three-month Libor minus policy rates

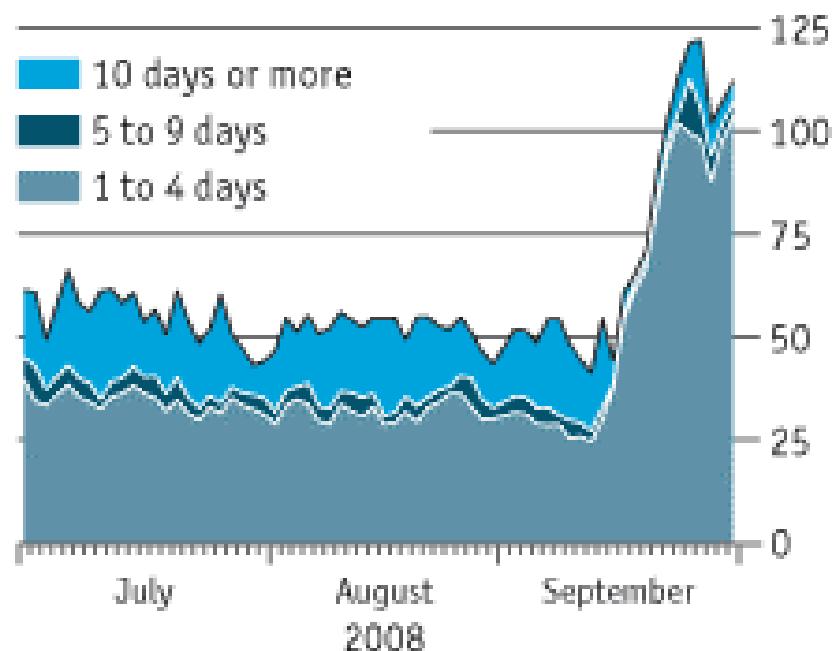
Percentage points



Source: Thomson Datastream

I'll pay you back tomorrow

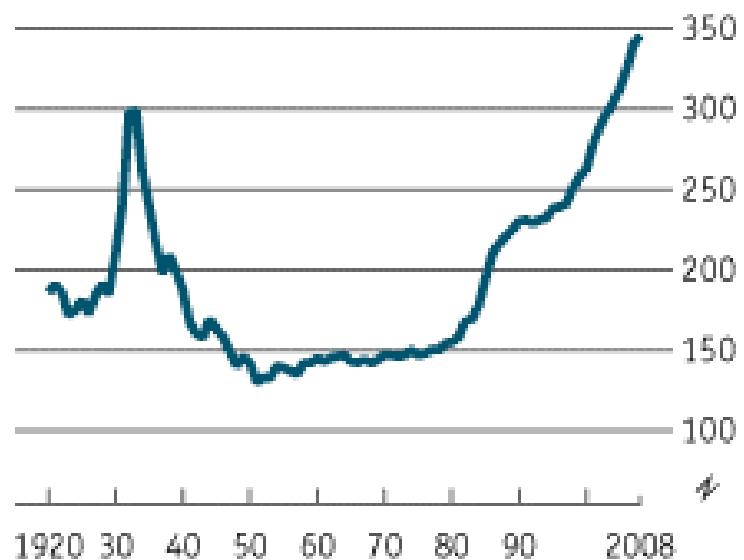
Daily issuance of AA-rated asset-backed commercial paper, by original maturity, \$bn



Source: Federal Reserve

In hock

US total debt as % of GDP



Sources: Morgan Stanley; Federal Reserve; BEA

La crisi finanziaria globale: analogie e differenze con precedenti episodi di crisi.

Molte analogie, ma sono ancora maggiori le differenze.

- Crisi assai più pervasiva delle precedenti per via delle interconnessioni maggiori, dovute all'intenso utilizzo di cartolarizzazioni, prodotti di finanza strutturata et al. che hanno “disperso e occultato” il rischio, aumentando la covarianza tra gli stati di natura estremi.
- Incertezza sulla estensione e la profondità del coinvolgimento di alcuni attori (grandi e piccoli) genera sfiducia senza precedenti. Per la prima volta nella storia moderna il mercato interbancario rimane congelato per oltre 1 anno (*unsecured lending* tra banche commerciali svanisce e secondo alcuni – come Mervin King - non riprenderà per lungo tempo).
- Epicentro è mobile. Si passa da fase acuta negli USA, al terremoto per banche e mercati azionari europei per giungere infine all'export della crisi all'interno delle regioni emergenti, unica zona dove la crisi si sta manifestando secondo un copione già ampiamente noto (*capital reversal* dopo *lending boom* erogato in valuta estera).

IN SINTESI

1. E' stata salvata Bear Stearns.
2. Sono stati nazionalizzati F&F.
3. È fallita Lehman Brothers.
4. Merrill Lynch (ML) è stata acquistata da Bank of America (BofA).
5. E' stata salvata AIG.
6. Sono state salvate Fortis, Dexia e nazionalizzate altre banche europee di dimensioni ragguardevoli.
7. E' stata salvata Citigroup.
8. Mercati azionari hanno conosciuto veri e propri crolli in occasione di numerose sedute, con diverse *black week*.
9. Mercato del credito si è progressivamente asciugato, mentre il mercato interbancario si sta solo oggi lentamente "decongelando".
10. Economie emergenti colpite da fenomeni di *capital reversal* e dal deprezzamento delle loro monete: torna ad affacciarsi lo spettro di *default sovrani* e di *contagio* sui paesi avanzati scatenato da crisi negli emergenti.
11. Economia reale (produzione e occupazione) va in crisi. Attualmente tutto il mondo si trova in recessione. Si entra nella seconda fase della crisi. La crisi finanziaria globale diventa una crisi economica globale!

DALLA CRISI FINANZIARIA ALLA CRISI ECONOMICA

- Il sistema economico internazionale sta assistendo ad un vero e proprio crollo della domanda aggregata, innescato dal calo drammatico conosciuto da moltissimi indicatori di fiducia, dalla incertezza riguardante il mercato del lavoro e dalla perdurante crisi sui mercati finanziari (soprattutto azionario).
- Il calo della domanda - di dimensioni senza precedenti - è stato repentino ed è stato associato a un conspicuo decumulo di materie prime e di semilavorati e a un accumulo di scorte indesiderate di prodotti finiti.
- Ciò ha fatto sì che nell'arco di pochi mesi sia la produzione industriale che l'andamento degli ordinativi conoscessero un vero e proprio crollo, pressochè ovunque.
- In modo analogo, anche il commercio internazionale ha conosciuto una severa battuta di arresto che comporta conseguenze particolarmente negative per il blocco degli emergenti asiatici.

- Nel tentativo di colmare il vuoto di domanda le autorità di politica economica sono intervenute mediante azioni espansive sia di politica monetaria che di politica fiscale.
- Gli stimoli maggiori sono stati però impartiti negli USA; nell'EUROzona si scontano le difficoltà legate all'esistenza di regole stringenti (contenute nel Trattato di Maastricht e nel Patto di Stabilità e Crescita) che non si ha il coraggio di abbandonare temporaneamente e che vincolano sia l'utilizzo della leva fiscale che dello strumento monetario.
- La crisi europea inizia ad essere non solo una crisi delle politica economica ma anche della politica tout court! La mancata definizione di un piano di salvataggio per le economie dell'Est Europa ne è un chiaro esempio: lo stesso premier ungherese ha infatti affermato che "...sull'Europa è calata una nuova cortina di ferro!"

- La nazionalizzazione dell'industria bancaria è ormai una realtà di fatto negli USA e in UK. Tuttavia non è chiaro come evitare che "zombie banks" (benchè nazionalizzate) rimangano in condizioni agonizzanti per molti anni ripetendo la tragica esperienza giapponese degli anni '90.
- E' opinione diffusa che senza la risoluzione del nodo bancario e dell'incertezza da esso generata difficilmente la ripresa potrà aver luogo in tempi brevi e con una certa intensità .
- Diventa perciò essenziale congegnare adeguati pacchetti di interventi di politica economica al fine di riportare la fiducia (sia delle famiglie che delle imprese che della banche) su livelli adeguati per evitare che si realizzi una recessione L-shaped. Al momento le stime di consenso sono state ulteriormente riviste verso il basso rispetto allo scorso novembre.
- Un rischio non banale è che la recessione venga combattuta in modo non coordinato ricorrendo a misure aventi un contenuto protezionistico (British jobs for british workers, lending to domestic banks only, not to send rescue funds abroad) che produrrebbero solo maggiori costi (nel lungo periodo) senza risolvere la crisi (nel breve periodo). Un déjà vu tristemente famoso.....Anni '30!

USA: occupazione e PIL in caduta

- **La brusca frenata del Pil sta facendo sentire i suoi effetti sull'occupazione.**
- **Dal suo inizio la recessione ha provocato la perdita 3,5 mil. di posti di lavoro** Il calo dell'occupazione da ottobre a gennaio (-1,770 milioni di posti di lavoro) è il più consistente dal 1950 a oggi. Nel solo mese di gennaio si è registrata una caduta dell'occupazione pari al -6,2% (saar).
- **Tale tendenza dovrebbe proseguire sino a tutto il 2010, con effetti negativi decisamente negativi per la fiducia delle famiglie.**
- **Il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare ulteriormente passando dal 7,6 all'8,0%**

- **La revisione del dato relativo al PIL IV 08 mostra la presenza della peggior recessione dalla fine della seconda guerra mondiale.**
- **La forte riduzione del PIL nel IV 08 (-6,2% saar) è da imputare alla caduta di consumi privati per beni non durevoli, delle esportazioni ma soprattutto delle scorte.**
- **Rispetto alla stima iniziale le scorte diminuiscono anziché aumentare contribuendo a limare il tasso di crescita del Pil di altri 1,1 punti percentuali. Come leggere questo dato? Due interpretazioni possibili:**
 1. Negativa, in quanto segnala che le imprese hanno sempre più scorte del dovuto e di conseguenza tagliano sia la produzione che le importazioni.
 2. Positiva, in quanto segnala il termine (o quasi) della fase di contrazione produttiva. In tal caso l'inizio di una fase di ripresa produttiva potrebbe essere vicino.

USA: occupazione e PIL in caduta

Tassi di variazione congiunturale annualizzati

	I-08	II-08	III-08	IV-08 (Prov.)	IV-08 (Rivisto)
PIL	0,9	2,8	-0,5	-3,8	-6,2
CONSUMI	0,9	1,2	-3,8	-3,5	n.d.
INVESTIMENTI	-5,8	-11,5	0,4	-12,3	n.d.
SPESA PUBBLICA	1,9	3,9	5,8	1,9	n.d.
ESPORTAZIONI	5,1	12,3	3,0	-19,7	n.d.
IMPORTAZIONI	-0,8	-7,3	-3,5	-15,7	n.d.

- In definitiva dopo aver registrato crescita dell'1,1% nel 2008 ci si aspetta un 2009 negativo. Amministrazione Obama prevede calo di Pil dell'1,2%; CBO prevede calo del 2,2%.
- In particolare le aspettative sono negative per i primi due trimestri. Mentre a partire dal secondo semestre potrebbero iniziare a manifestarsi effetti dello stimolo fiscale (pari a 787 mld dollari) previsto dal pacchetto Obama.
- Tuttavia tali previsioni sono state criticate sia in merito a
 - Timing
 - Dimensione
- Non va dimenticato che degli 800 mld. dollari di stimolo solo 200 verranno de facto spesi nel 2009 (too back-loaded fiscal package). Di questi, metà sono dovuti a minori tasse che saranno probabili fonti di minori tasse.
- Il maggior problema per l'economia mondiale consiste nel fatto che la contrazione dell'economia reale è per certi versi peggiore in Europa e Asia che negli USA.

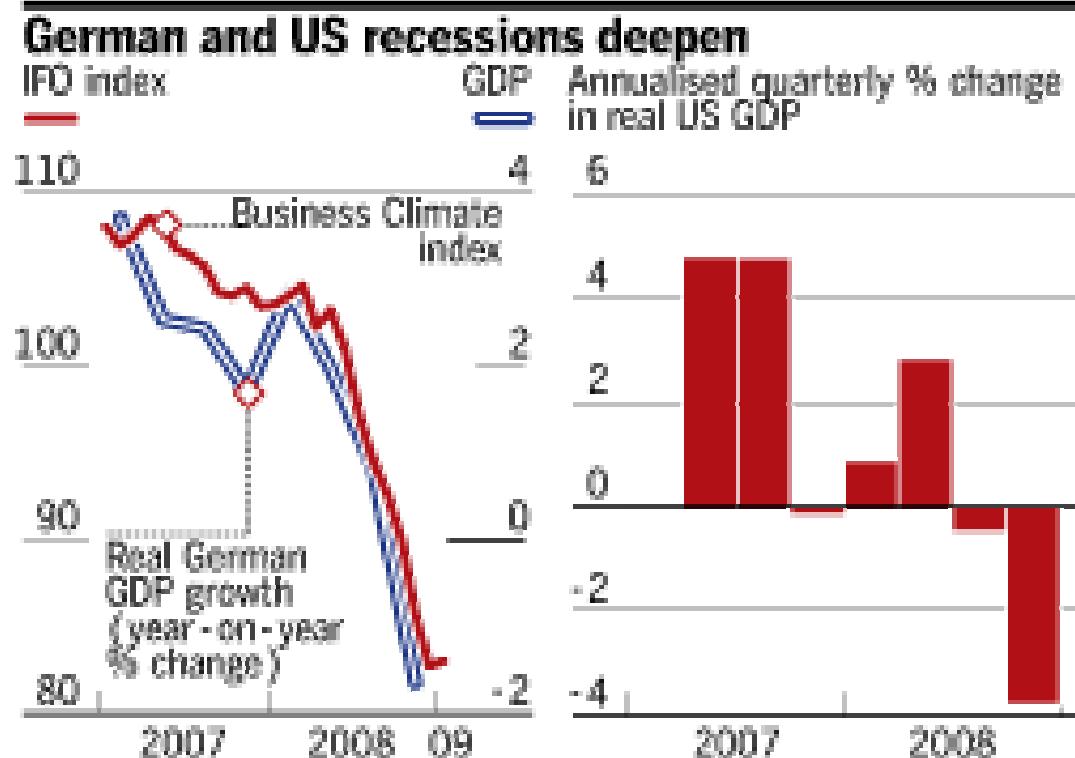
UNIONE EUROPEA

- **Fase congiunturale decisamente negativa contrastata solo in parte da adeguati interventi di politica economica.**
- **Prime stime mostrano caduta del Pil UE pari al 3,0% ca. (anno 2009) che viene contrastata da pacchetto NON COORDINATO di stimoli fiscali vicini all'1,0% del Pil UE e da una politica monetaria relativamente espansiva.**
- **Ultimi dati sul manifatturiero europeo sono peggiori del previsto: rispetto al picco pre-crisi la caduta del manifatturiero ha assunto dimensioni notevoli:**

• Francia	-14,8%
• Germania	-14,0%
• Italia	-18,0%
• Spagna	-23,4%
• UK	-10,7%

EUROPA CONTINENTALE: Germania

- **PIL cade nel IV 08 dello 2,1 %; in termini annualizzati ciò corrisponde ad un calo dell'8,0% ca.**
- **Disoccupazione in aumento sia in gennaio (7,8%) che in febbraio (7,9%).**
- **Indicatore fiducia IFO è al momento stabilizzato attorno a 83. Si teme ulteriore calo dovuto a riduzione ordinativi per l'industria (flessione domanda estera).**
- **Va anche detto che negli ultimi mesi si aveva una netta divergenza tra (peggioramento del) giudizio sulla situazione corrente e (miglioramento) della fiducia riguardante il futuro. Normalmente queste divergenza tra indicatori di fiducia IFO tende ad anticipare i minimi ciclici e quindi il momento della ripresa.**



Source: Thomson Datastream

EUROPA CONTINENTALE: Italia

- La caduta del Pil nel IV 08 rimane (quasi) senza precedenti: -1,8% (-7,2% annualiz.)
- Solo nel IV 74 e nel IV 80 si sono avute cadute più consistenti di quella del IV 08. Negli ultimi mesi del 2008 la contrazione dell'attività economica è senza precedenti storici. Neppure nella crisi del 1975 si sono registrate tendenze così marcate
- Il quadro è davvero negativo anche in termini prospettici.
- Basta osservare:
 - Indicatori di fiducia ISAE
 - Ordinativi, soprattutto esteri
 - Scorte di prodotti finiti che continuano a crescere (ancora a gennaio)
 - Flessione continua grado utilizzo impianti

EUROzona

Tassi di variazione congiunturale annualizzati

	I-08	II-08	III-08	IV-08
PIL	2,8	-0,8	-0,8	-6,0
CONSUMI	0,0	-0,8	0,4	n.d.
INVESTIMENTI	5,6	-4,0	-2,4	n.d.
SPESA PUBBLICA	1,2	3,2	2,8	n.d.
ESPORTAZIONI	6,8	-0,4	0,0	n.d.
IMPORTAZIONI	6,4	-2,0	5,6	n.d.

GIAPPONE: crollo dell'export

- **La contrazione del Pil giapponese nell'ultimo trimestre dell'anno è un dato veramente senza precedenti : -3,3% yoy, -12,7% saar.**
- Ciò che differenzia la crisi giapponese da quella euro-americana è l'assenza di difficoltà per il comparto bancario e la rilevanza estrema assunta dai flussi (ora in caduta libera) di commercio estero.
- A dicembre esportazioni cadono del 35% (yoY), a gennaio addirittura del 46% (yoY), per effetto di apprezzamento Yen ma soprattutto per via del calo della domanda globale. **Export vs. USA (-53%) vs Cina (-45%)!**
- Ciò significa che diversamente dal passato, il sistema economico giapponese non può fare affidamento su dinamica domanda estera per avviare eventuale ripresa.
- Inoltre dal momento che l'import cala meno dell'export si viene a produrre un deficit commerciale.

SUD EST ASIATICO: crollo dell'export

- I più ottimisti ritenevano che in assenza di decoupling tra economie industrializzate e emergenti asiatici ci sarebbe stato l'effetto positivo dovuto al commercio intra-regionale asiatico.
- In realtà così non è stato, a dimostrazione del fatto che il modello di sviluppo regionale sin qui seguito era fondato sulla crescente dipendenza dalla domanda estera, attivata dai paesi più avanzati.
- Esportazioni di Taiwan e Corea del sud verso Cina registrano cali del 50 e 33% (in termini tendenziali) nel mese di gennaio. La fortissima caduta delle importazioni cinesi (che sono per lo più costituite da materie prime e semilavorati) segnala che vero crollo dell'export cinese avverrà tra qualche mese.
- La situazione negativa colpisce anche Singapore e Hong Kong, che scontano anche le ripercussioni di una pesante crisi finanziaria interna
- Le uniche economie asiatiche parzialmente isolate da questa tempesta sono Filippine e Indonesia la cui rilevanza dell'export sulla formazione del Pil è tale - oggi è inferiore al 2001 – da non provocare effetti rilevanti sulla dinamica del Pil.

SUD EST ASIATICO: crollo dell'export

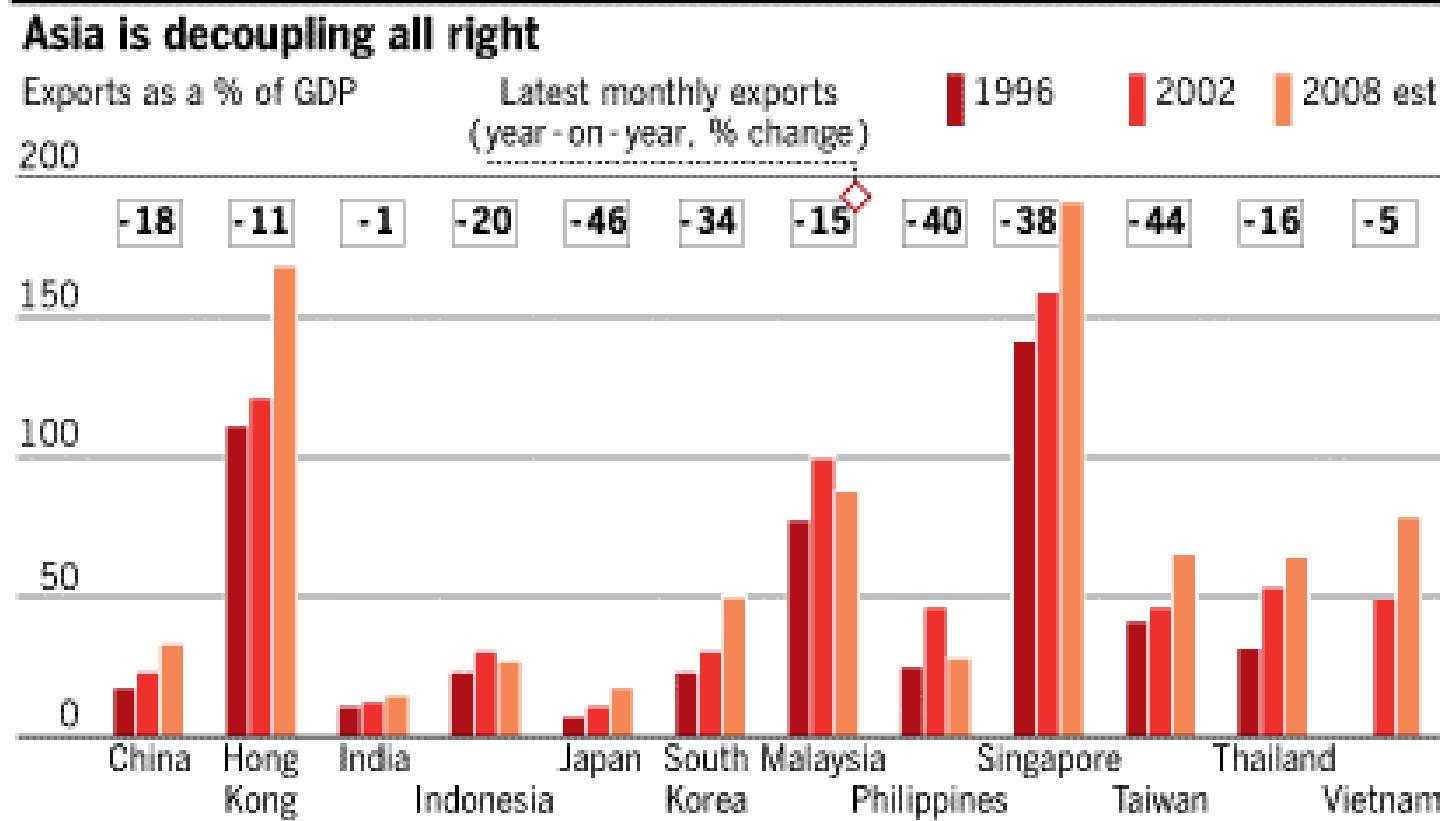


Table 1.1. Overview of the *World Economic Outlook* Projections

(Percent change, unless otherwise noted)

	Year over Year					
	Projections				Difference from November	
	2007	2008	2009	2010	2008 WEO Projections	2010
World output¹	5.2	3.4	0.5	3.0	-1.7	-0.8
Advanced economies	2.7	1.0	-2.0	1.1	-1.7	-0.5
United States	2.0	1.1	-1.6	1.6	-0.9	0.1
Euro area	2.6	1.0	-2.0	0.2	-1.5	-0.7
Germany	2.5	1.3	-2.5	0.1	-1.7	-0.4
France	2.2	0.8	-1.9	0.7	-1.4	-0.8
Italy	1.5	-0.6	-2.1	-0.1	-1.5	-0.1
Spain	3.7	1.2	-1.7	-0.1	-1.0	-0.9
Japan	2.4	-0.3	-2.6	0.6	-2.4	-0.5
United Kingdom	3.0	0.7	-2.8	0.2	-1.5	-0.9
Canada	2.7	0.6	-1.2	1.6	-1.5	-1.4
Other advanced economies	4.6	1.9	-2.4	2.2	-3.9	-1.0
Newly industrialized Asian economies	5.6	2.1	-3.9	3.1	-6.0	-1.1

La politica monetaria: FED

Bilancio FED: 26 Marzo 2008

Attivo		Passivo
Securities		Fed. Res. Notes 780,6
Held outright	612,3	
Rep. Agreements	106,8	
Loans		Commercial Bank Riserve 21,6
Primary Credit	0,58	
Secondary Credit	106,8	
Term Auction Credit	80,0	
Primary Dealer Credit	37,6	Liabilities related to Foreign Official
Other Credit Extension	0	and US Treasury Deposit 48,92
Foreign Exchange reserve	27,3	Other Liabilities 3,8
Gold	11,0	Total liabilities 854,924
Other assets	20,12	
Total Assets	895,78	Capital 40,8

Fonte: Federal Reserve Statistical Release H.4.1

La politica monetaria: FED

Bilancio FED: 22 Gennaio 2009

Attivo		Passivo	
Securities			
Held outright	505,5	Fed. Res. Notes	848,2
Rep. Agreements	20,0	Commercial Bank Riserve	808,3
Loans			
Primary Credit	62,9		
Secondary Credit	28,0		
Seasonal Credit	1,0		
Primary Dealer Credit	33,3		
Term Auction Credit	416,0	Liabilities related to Foreign Official	
Others loans	24,1	and US Treasury Deposit	331,7
Net portfolio holding of Com. Paper			
funding facility	350,5		
Net portfolio holdings of LLOs			
funded through the Money Market	0,0		
Net portfolio holdings of Maiden			
Lane LLC	27,2		
Net portfolio holdings of Maiden			
Lane II LLC	19,8		
Net portfolio holdings of Maiden			
Lane III LLC	27,0		
Other federal reserve assets	3,7	Other Liabilities	11,8
Gold	11,0		
Other assets	511,8	Total liabilities	2000
Total Assets	2.041,9	Capital	41,8

Fonte: Federal Reserve Statistical Release H.4.1.

Politiche fiscali USA: il budget di Obama

Federal spending and receipts

