



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"IL RUOLO DEL SETTORE FINANZIARIO
NELLO SPIEGARE I CICLI ECONOMICI"**

RELATORE:

CH. MO PROF. BASSETTI THOMAS

LAUREANDO/A BOREAN EMANUELE

MATRICOLA 1135932

ANNO ACCADEMICO 2018-2019

Il candidato, sottoponendo il presente lavoro, dichiara, sotto la propria personale responsabilità, che il lavoro è originale e che non è stato già sottoposto, in tutto o in parte, dal candidato o da altri soggetti, in altre Università italiane o straniere ai fini del conseguimento di un titolo accademico. Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati ai fini della predisposizione dell'elaborato sono stati opportunamente citati nel testo e riportati nella sezione finale 'Riferimenti bibliografici' e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo al documento originale

Indice

Introduzione.....	4
Capitolo 1 - Il mercato del credito.....	5
1.2 Il ruolo delle banche centrali.....	9
1.2.1 Operazioni di mercato aperto.....	9
1.2.2 Coefficiente di riserva obbligatorio.....	10
1.2.3 Operazioni su iniziativa delle controparti.....	10
1.3 Ciclicità del mercato del credito.....	10
1.3.1 Quantitative easing.....	11
1.3.2 Quantitative tightening.....	12
Capitolo 2 - Conseguenze di una variazione del credito.....	13
2.1 Conseguenze sulle principali grandezze macroeconomiche.....	13
2.1.1 Prodotto Nazionale.....	13
2.1.2 Occupazione.....	14
2.1.3 Inflazione.....	15
2.1.4 Prezzi degli immobili.....	16
2.2 Conseguenze sui prezzi degli asset.....	17
2.2.1 Mercato azionario.....	18
2.2.2 Obbligazioni.....	19
2.3 Stagnazione e produttività.....	20
Capitolo 3 - Credit driven household demand channel.....	22
3.1 Caratteristiche del credit driven household demand channel.....	25
3.2 Altri modelli.....	26
3.3 Considerazioni sui modelli del tipo financial accelerator.....	27
Conclusioni.....	29
Bibliografia.....	30

Introduzione

Oggigiorno è noto come la salute di un'economia dipenda in gran parte anche dalla robustezza del suo settore finanziario ed è per questo che le banche e più in generale gli intermediari finanziari hanno acquisito un ruolo fondamentale in un'economia basata sul credito.

Guardando alla crisi finanziaria del 2007 il debito delle famiglie americane ha avuto un ruolo fondamentale, come sostenuto da Mian e Sufi (2018), paper che è stato usato come punto di partenza per questo elaborato.

Questo andamento trova le sue fondamenta nel ciclo della domanda di credito delle famiglie, che si struttura in due fasi. Per prima cosa, un aumento dell'offerta di credito è un elemento che genera crescita economica. In primo luogo la fase espansiva del credito influisce sull'economia aumentando la domanda delle famiglie. Successivamente poi a questa fase espansiva, vi è una contrazione che porta a un calo della domanda aggregata.

In questo elaborato si analizzerà quindi quanto e come il settore finanziario influenzi il ciclo economico.

Nel primo capitolo si discuterà delle caratteristiche dell'offerta di credito, come si crea e chi sono i soggetti chiave del mercato del credito. Ci si soffermerà particolarmente su un aspetto ritenuto fondamentale, ovvero la ciclicità dell'offerta di credito.

Nel secondo capitolo invece si analizzeranno le possibili conseguenze di una variazione del credito sulle principali grandezze macroeconomiche.

Nel terzo capitolo infine, si entrerà più nel dettaglio, andando a esaminare il "Credit driven household demand channel" e andandolo a comparare con altri modelli.

Capitolo 1 - Il mercato del credito

Da quando fecero la loro comparsa le banche hanno ottenuto un ruolo sempre più centrale nell'economia, imponendosi come intermediari nel mercato del credito.

Il mercato del credito infatti, rappresenta la nervatura del sistema economico, permettendo per esempio alle imprese di poter differenziare ciclo monetario e ciclo finanziario, e di poter quindi dilazionare i pagamenti nel tempo, elemento fondamentale per fare impresa.

I soggetti principali di questo mercato sono le banche, come specificato dall'art. 10, comma 1 del Testo Unico Bancario, (testo che raccoglie le norme giuridiche in materia bancaria e creditizia), che recita: "La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa.", attività il cui esercizio, secondo il comma 2 dello stesso articolo "è riservato alle banche".

Operando quindi in questo campo le banche hanno il potere di decidere l'offerta di credito, mentre la domanda viene determinata dalle scelte dei consumatori. Ci si può chiedere quali siano i fattori che influenzano questo mercato.

Esistono vari modelli che spiegano ciò che accade, uno in particolare, proposto da Panetta e Signoretti (2010), assume che la domanda di credito (L^d) sia data dall'equazione:

$$L^d = d(r, i, Y)$$

dove r rappresenta il tasso d'interesse sui prestiti, i il costo dei finanziamenti alternativi al credito e Y l'ammontare del Prodotto Nazionale. Il tasso i è la sommatoria del tasso risk free r^f e del premio per il rischio σ . La domanda di credito è influenzata positivamente da i e da Y , negativamente da r .

Per quanto riguarda l'offerta invece, si ipotizza che essa sia infinitamente elastica:

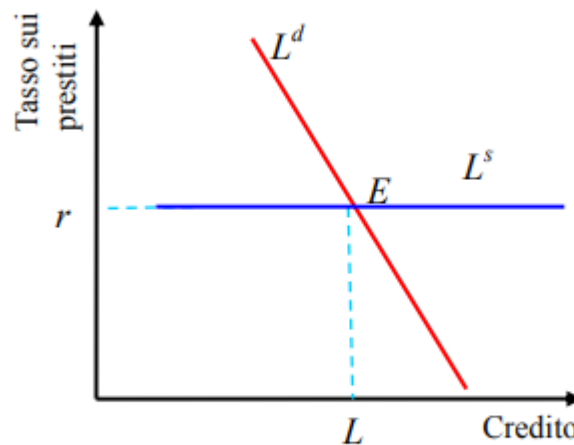
$$r = r^f + s(\sigma, OC)$$

dove al tasso risk free r^f viene aggiunto un mark up $s(\sigma, OC)$, che dipende dal premio per il rischio σ e da OC (Offer conditions), che rappresenta la propensione delle banche a soddisfare le domande di finanziamento della clientela.

Ciò che più determina uno spostamento della curva d'offerta non è tanto il tasso risk free (che rimane costante per lunghi periodi), quanto il mark up $s(\sigma, OC)$. Infatti un cambiamento del mark up può essere causato sia da un aumento o da un abbassamento del premio per il rischio σ , sia da una variazione di OC, le condizioni d'offerta. Variazioni di questo tipo si concretizzano per esempio in un deterioramento delle condizioni alle quali le banche si finanziano o un incremento dell'avversione al rischio delle stesse banche e in generale tutte quelle situazioni che spingono gli intermediari finanziari a ridurre l'offerta di credito.

Tenendo conto quindi delle caratteristiche della domanda e dell'offerta, il mercato del credito trova l'equilibrio come spiegato nella Figura 1.

Figura 1: Equilibrio del mercato del credito



(1) La curva di domanda L^d è definita dall'equazione: $L^d = d(r, i, Y)$; la curva di offerta L^s dall'equazione: $r = i + s(\sigma, CO)$, dove r è il tasso sui prestiti bancari; i è il costo dei finanziamenti alternativi al credito bancario, pari alla somma del tasso privo di rischio i^f e del premio per il rischio σ ; CO è una variabile che indica le condizioni dell'offerta.

In definitiva quindi, i fattori che muovono domanda e offerta di mercato sono i seguenti:

1) Una diminuzione di Y , che porta a uno slittamento verso sinistra della domanda di credito L^d , mentre r non varia. Il punto di equilibrio si sposta quindi da E a E' .

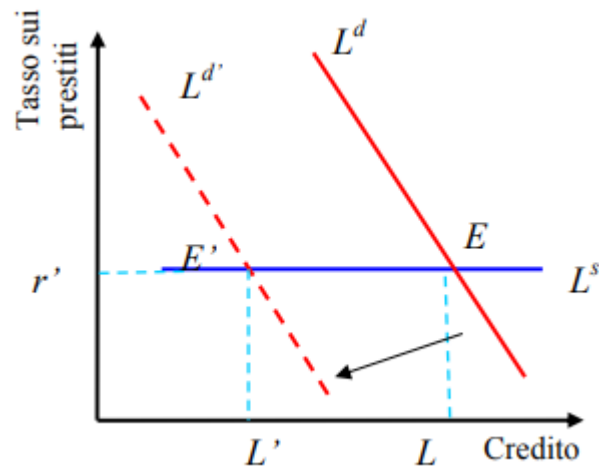
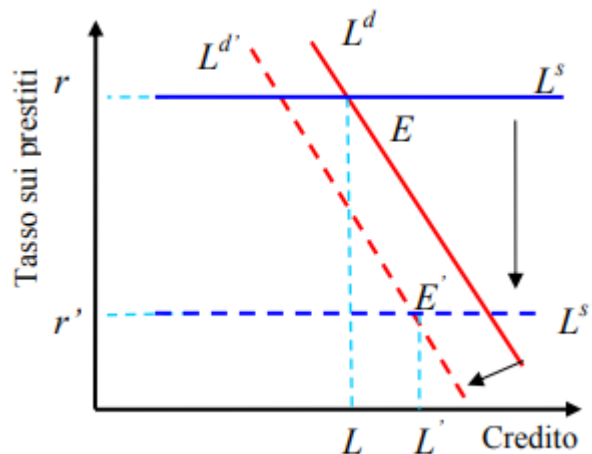


Figura 2: Spostamento dell'equilibrio di mercato in seguito a una diminuzione di Y

2) Una diminuzione del tasso risk free r^f , determinato per esempio da una politica espansiva della banca centrale, sposta verso il basso la curva di offerta, dato che r^f è uno dei componenti del tasso d'interesse e verso sinistra la curva di domanda. Nel nuovo punto di equilibrio E' il tasso di interesse è minore, mentre la domanda di credito passa da L a L' .

Figura 3: Spostamento dell'equilibrio di mercato in seguito a una diminuzione di r^f



3) Un aumento del premio per il rischio σ sposta verso l'alto la curva dell'offerta, poiché aumenta uno dei componenti del tasso r e verso destra la curva della domanda, poiché vengono attirati coloro che hanno un basso merito creditizio.

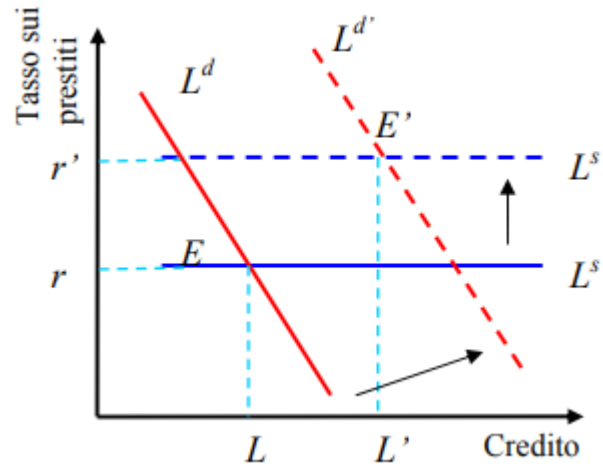
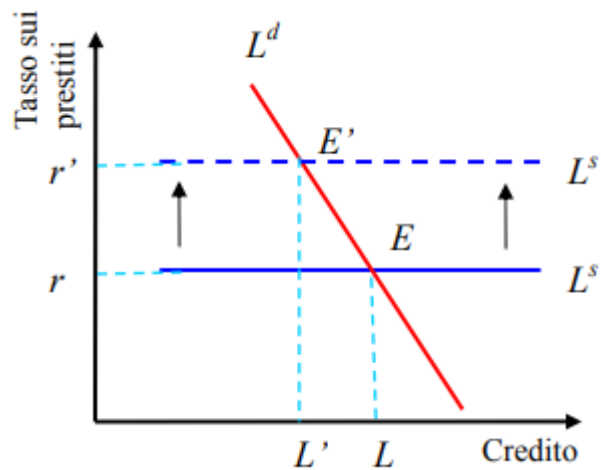


Figura 4: Spostamento dell'equilibrio di mercato in seguito a un aumento di σ

4) Un inasprimento di OC, muove verso l'alto la curva d'offerta, poiché le condizioni d'offerta sono uno dei componenti che condizionano il tasso r . Questa variazione non ha effetti sulla domanda e sposta il punto di equilibrio da E a E'.

Figura 5: Spostamento dell'equilibrio di mercato in seguito a un inasprimento di OC



1.2 Il ruolo delle banche centrali

Altro soggetto fondamentale del mercato del credito sono le banche centrali, organismi che controllano la politica monetaria e di conseguenza influenzano le banche commerciali.

Un esempio delle funzioni a cui assolvono le banche centrali può essere trovato nel Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea. Secondo l' art. 127, comma 1, di questo trattato “L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali [...] è il mantenimento della stabilità dei prezzi.”

Sempre secondo l'art. 127, comma 2, i compiti della banca centrale sono i seguenti: “definire e attuare la politica monetaria dell'Unione, svolgere le operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 219, detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri, promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento”

Dal punto di vista operativo invece, una Banca Centrale ha diversi strumenti per la politica monetaria:

- Operazioni di mercato aperto
- Coefficiente di riserva obbligatorio
- Operazioni su iniziativa delle controparti

1.2.1 Operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto partono da una decisione della Banca Centrale stessa, che decide gli strumenti e le condizioni.

- Main refinancing operations: sono operazioni che forniscono liquidità, di norma con cadenza settimanale, vengono utilizzate prevalentemente per intervenire nel settore finanziario
- Longer-term refinancing operations: sono strumenti che hanno una durata maggiore delle Main refinancing operations, solitamente dai 3 ai 48 mesi, per dare maggiore tempo e margine di manovra alle controparti.
- Fine tuning operations: vengono adoperate ad hoc per gestire situazioni di inaspettate fluttuazioni di liquidità in determinati mercati

- Structural operations: sono tipologie di operazioni che vengono utilizzate quando c'è da risolvere situazioni critiche in maniera duratura

1.2.2 Coefficiente di riserva obbligatorio

La Banca Centrale richiede alle banche commerciali di detenere in forma liquida una parte delle passività di queste ultime.

Lo scopo primario è quello di perseguire la politica monetaria, nel senso che un minore coefficiente di riserva incrementa l'offerta di moneta, dando alle banche commerciali più denaro da concedere in prestito nell'economia e abbassando il tasso d'interesse. Viceversa un coefficiente più alto riduce l'offerta di credito e riduce l'inflazione.

La Banca Centrale utilizza questo strumento anche per assicurarsi che le banche detengano abbastanza moneta per evitare che rimangano senza in situazioni di corsa agli sportelli.

1.2.3 Operazioni su iniziativa delle controparti

Questo tipo di operazioni partono da una richiesta da parte delle banche commerciali che hanno bisogno di gestire la liquidità overnight. Si distinguono in operazioni di rifinanziamento marginale, con cui le controparti hanno la possibilità di disporre di liquidità a breve termine a fronte di asset qualificati e operazioni di deposito, con cui le controparti effettuano depositi nelle Banche Centrali.

Da ciò deriva il cosiddetto "Corridoio dei tassi d'interesse" all'interno del quale si muove il tasso overnight, dove le operazioni di rifinanziamento marginale costituiscono il "tetto" e i depositi il "pavimento".

1.3 Ciclicità del mercato del credito

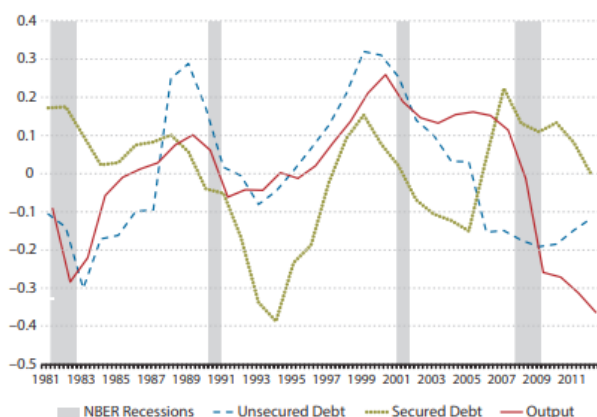
Una delle caratteristiche più interessanti del mercato del credito è la sua ciclicità. Il credito infatti è strettamente correlato al ciclo economico, cresce durante le fasi espansive e rallenta durante le fasi di recessione.

Occorre però fare una distinzione tra credito garantito e non. Come afferma Azariadis (2018), il credito non garantito (unsecured debt) risponde velocemente ai cambiamenti del Prodotto Nazionale, mentre il credito garantito (secured debt) si muove con breve ritardo. Questo avviene

perché l'entità del crediti garantiti sono sempre associati al valore degli asset, che durante i periodi di recessione subiscono sempre un deprezzamento. Questo andamento si può notare nella Figura 6, che mostra gli andamenti del PIL e del credito statunitense dal 1981 al 2011.

Figura 6: Andamento del credito USA

Unsecured and Secured Debt for Compustat Firms, and GDP Multiplied by Factor Four (1981-2012)



NOTE: Annual linearly detrended series. Gray bars indicate recessions as determined by the National Bureau of Economic Research (NBER).

SOURCE: Compustat.

Altro fattore che influisce sulla ciclicità sono le politiche monetarie delle banche centrali.

1.3.1 Quantitative easing

Il quantitative easing è una politica monetaria espansiva, dove la Banca Centrale acquista titoli di stato o altri titoli finanziari al fine di immettere liquidità nell'economia e combattere la deflazione. Nello specifico questo tipo di politica viene realizzato innanzitutto comprando titoli finanziari dalle banche commerciali o da altre istituzioni finanziarie, di conseguenza il loro prezzo aumenta e il loro rendimento decresce. Con queste operazioni di mercato aperto si ha l'obiettivo di raggiungere un certo tasso interbancario. Quando il tasso si avvicina allo zero, questo tipo di politica non può più essere svolto poiché c'è il rischio di incorrere in una particolare complicazione chiamata trappola della liquidità, dove la politica monetaria non ha più effetto. Uno degli obiettivi del quantitative easing è immettere liquidità nel settore bancario, facilitando l'accesso al credito a famiglie e imprese e stimolando quindi l'economia. Non è da sottovalutare però il rischio di inflazione che si può venire a creare se l'ammontare della moneta

prodotta è superiore al necessario; inoltre la politica del quantitative easing non ha effetto se le banche commerciali sono riluttanti nel concedere prestiti.

1.3.2 Quantitative tightening

Il Quantitative tightening è la politica monetaria inversa al quantitative easing, con la quale la Banca Centrale diminuisce l'ammontare di liquidità presente nell'economia. L'obiettivo principale è quello di innalzare progressivamente i tassi d'interesse al fine di evitare lo scongiuro dell'inflazione. Questo approccio viene attuato lasciando maturare a scadenza titoli finanziari senza ricomprarne altri.

Con l'innalzamento dei tassi d'interesse si ha inoltre lo spazio di manovra, in caso incorra una nuova recessione, per effettuare un'ulteriore politica monetaria espansiva.

Capitolo 2 - Conseguenze di una variazione del credito

Le politiche di espansione del credito portano con sé degli effetti più o meno visibili sia nel breve che nel lungo termine. Questo tipo di approccio viene di norma perseguito durante fasi di recessione per far ripartire il meccanismo economico.

Nei punti seguenti si andrà ad analizzare le ripercussioni di politiche monetarie espansive che mirano allo sviluppo del credito, con conseguenze che si presentano sul Prodotto Nazionale, sull'inflazione, sul tasso di disoccupazione e su molti altri campi.

2.1 Conseguenze sulle principali grandezze macroeconomiche

2.1.1 Prodotto Nazionale

Un settore finanziario sviluppato è un requisito fondamentale per lo sviluppo di un'economia, non a caso già nel 1939 l'economista Joseph Schumpeter sottolinea il ruolo della finanza come promotrice della crescita e dello sviluppo, sostenendo che i servizi forniti dalle istituzioni finanziarie come la gestione del risparmio e il risk management siano essenziali.

La domanda ora è se la crescita economica e la crescita del settore finanziario abbiano qualche tipo di relazione. La letteratura economica non ha una risposta univoca. Si possono identificare due scuole di pensiero che possono spiegare questo fenomeno; una secondo la quale la crescita economica induce un'espansione del sistema finanziario e quando un'economia si sviluppa ci sono nuove necessità di servizi finanziari. Nella seconda l'espansione del sistema finanziario precede la crescita del Prodotto Nazionale, le risorse che passano dai risparmiatori agli investitori tramite gli intermediari sono, quindi, di vitale importanza.

C'è anche però una strada intermedia, individuata da Cameron (1967), il quale sostiene che la direzione della causalità cambia durante il processo di sviluppo di un'economia. Nei primi momenti dello sviluppo infatti l'espansione del sistema finanziario precede il sistema economico, successivamente accade l'inverso dove la crescita economica fa espandere anche il credito.

Appurato come il credito può influenzare il Prodotto Nazionale, il prossimo passo è capire se l'influenza è positiva o negativa.

Goldsmith (1959) afferma che la struttura finanziaria di un'economia accelera la crescita economica dato che sposta risorse da chi non ne ha momentaneamente necessità (risparmiatori) a chi ne ha invece bisogno (investitori).

Ci sono però anche opinioni divergenti a questa. Kelly e altri (2013) osservano che il credito non ha alcun effetto sulla crescita nel breve periodo, mentre nel lungo l'effetto è addirittura negativo. Viceversa la crescita del Prodotto Nazionale contribuisce all'aumento del credito nel lungo periodo, mentre nel breve periodo l'effetto è negativo. La letteratura economica non è ancora quindi concorde su una opinione in merito agli effetti del credito sul PIL.

2.1.2 Occupazione

Anche dal punto di vista occupazionale sono interessanti gli effetti di un aumento del credito. Queste conseguenze si possono ancora notare dopo la crisi finanziaria del 2008, che ha provocato solo negli Stati Uniti e solo nel 2008 la perdita di 2,6 milioni di posti di lavoro, come dichiarato dal New York Times¹. Il tema riveste quindi grande importanza, poiché l'aumento della disoccupazione può portare a effetti negativi sul lungo periodo nel mercato del lavoro e nella crescita delle disuguaglianze (Matsumoto e altri, 2012).

A conferma di ciò Ball (2009) evidenzia questo tipo di fenomeno prendendo come campione le nazioni facenti parte dell'OEC. Ha stimato che una contrazione del credito nel momento di picco mediamente genera un incremento del tasso di disoccupazione dell'uno per cento, mentre l'impatto sulla disoccupazione giovanile è ancora più marcato, con un aumento del 2,4%. L'incidenza di questo aspetto risente anche del livello di indebitamento e della regolamentazione del lavoro. Infatti le nazioni più indebitate sono soggette a variazioni maggiori del tasso di disoccupazione, come i paesi con una regolamentazione del lavoro più rigida, specialmente tra i lavoratori giovani.

Un altro studio che analizza in modo approfondito la relazione tra mercato del credito e disoccupazione è Nickell e altri (2005). In questa pubblicazione viene evidenziato come le contrazioni del mercato del credito vadano a condizionare la grandezza e la durata delle successive crisi occupazionali. Questo impatto viene quantificato in media tra un quarto e un

1 <https://www.nytimes.com/2009/01/09/business/worldbusiness/09iht-jobs.4.19232394.html>

mezzo dell'aumento del tasso di disoccupazione nel periodo di quattro anni successivi a una contrazione del mercato del credito, con ulteriori effetti che si protraggono nel lungo periodo attraverso un difficile recupero dello stato originale del mercato del lavoro.

Altro punto di vista simile a questo è quello di Mian e Sufi (2018), dove si ipotizza quale sia il meccanismo con il quale il mercato del credito ha influenzato l'occupazione nella recente crisi economica. Si parte dal presupposto che le fluttuazioni del credito possano portare a fluttuazioni del Prodotto Nazionale, che è legato a sua volta al mercato del lavoro. In seguito quindi a una contrazione della domanda le conseguenze possono essere un aumento della disoccupazione e/o una diminuzione dei salari. Questa ultima variante non si è concretizzata nel 2008 a causa della rigidità dei salari, perciò la contrazione della domanda ha riversato i suoi effetti unicamente sul tasso di disoccupazione, facendolo incrementare notevolmente.

In conclusione quindi la letteratura economica sembra concorde sugli effetti che hanno le contrazioni del credito sull'occupazione, suggerendo che questo possa avere un ruolo importante nel prevedere le dinamiche del lavoro. Questo all'atto pratico si traduce con maggiori necessità di supervisione da parte della politica per mitigare gli effetti che le contrazioni del credito portano con sé.

2.1.3 Inflazione

Altra variabile che subisce l'influenza della politica monetaria è l'inflazione. L'inflazione è una delle grandezze a cui le banche centrali si focalizzano di più e nel farlo causano degli effetti più o meno evidenti nell'economia. Per esempio una politica espansiva può articolarsi come segue

- La Banca Centrale riduce i tassi d'interesse
- Le aspettative dei mercati finanziari cambiano, in particolare nel corso del tempo le famiglie e le imprese incrementeranno la loro domanda di credito, riducendo i loro risparmi, inoltre aumenteranno la domanda di beni e servizi, secondo il modello IS-LM
- Dato l'aumento della domanda di beni e servizi, aumenteranno nel tempo i prezzi e i salari

Questo meccanismo di trasmissione dipende quindi da come le politiche influenzano le aspettative di famiglie e imprese, che rispondono chiedendo in prestito più denaro, consumando e

investendo di più. Questo tipo di meccanismo avrà ripercussioni anche sull'inflazione, attraverso vari canali descritti da Cagan (1972).

L'exchange rate channel è un modo nel quale gli interessi influenzano l'inflazione. Interessi bassi contribuiscono a ridurre il tasso di cambio, rendendo i beni e servizi domestici più competitivi sul mercato internazionale e aumentando quindi la domanda. Inoltre un tasso di cambio più basso rende i beni e servizi esteri meno convenienti rispetto a quelli prodotti internamente. Tutto ciò comporta a un aumento generale dei prezzi.

Un altro importante canale di trasmissione che si può menzionare è il cash flow channel, che ha come teoria di base il fatto che i tassi d'interesse influenzano i flussi di cassa delle famiglie e delle imprese. Infatti nel caso in cui un soggetto sia indebitato, un decremento dei tassi d'interesse abbassa il costo del denaro, permettendo quindi di spostare la capacità di spesa verso consumi e investimenti. Anche attraverso questo canale la domanda di beni e servizi aumenta e di conseguenza il livello generale dei prezzi.

Da tutto ciò si evince che una politica monetaria espansiva ha un effetto positivo sull'inflazione, poiché crea le condizioni per un aumento del Prodotto Nazionale, che a sua volta crea le condizioni per un aumento generale dei prezzi.

2.1.4 Prezzi degli immobili

Per quanto riguarda la relazione tra prezzi degli immobili e mercato del credito la letteratura economica è concorde nel dire che c'è una relazione, è invece in disaccordo sulla causalità, ovvero se il primo fattore influenza il secondo o viceversa.

Una prima teoria è quella secondo la quale i prezzi degli immobili influenzano il credito. Secondo Goodhart e Hofmann (2008) un maggiore prezzo degli immobili induce maggiori prestiti, dato che spesso gli immobili vengono usati come garanzia di pagamento.

Una seconda versione invece, di Tsatsaronis e Zhu (2004) propone un altro punto di vista, secondo il quale un incremento dell'offerta di credito può avere effetti sui prezzi degli immobili. Infatti questi possono essere visti come un investimento, che genera flussi di cassa. Un incremento dell'offerta di credito contribuisce ad abbassare i tassi d'interesse che attualizzano i flussi di cassa e quindi a rendere più vantaggiosi questo tipo di investimenti, stimolando il

mercato immobiliare. Di conseguenza il prezzo degli immobili tenderà a salire dati i maggiori ritorni.

Per quanto riguarda questa versione, sempre Tsatsaronis e Zhu (2004) sostengono che ci sono tre variabili del credito che incidono sul mercato immobiliare, ovvero le condizioni a cui si può ottenere accesso, gli interessi a breve termine e gli spread applicati dalle singole banche. Sono tutti e tre ugualmente importanti e spiegano circa un terzo della varianza osservata del prezzo degli immobili nel lungo periodo. Ma quanto sono determinanti? Indicativamente un decremento dell'uno per cento degli interessi a breve termine comporta un incremento dell'1,2% dei prezzi nei due anni successivi.

A supporto di questa linea di pensiero è possibile trovare un ottimo case study. Infatti la seconda versione in particolare sembra spiegare quello che è avvenuto negli anni precedenti alla crisi americana dei mutui sub prime del 2007. In seguito alla bolla delle dot com, la FED decise di creare le condizioni per una ripresa economica abbassando i tassi d'interesse e facilitando le condizioni di accesso al credito. Le banche trovandosi nella possibilità hanno concesso prestiti anche a individui con basse o nulle garanzie, che sono riusciti a comprare un immobile. Date la facilità con cui si poteva ottenere un mutuo, la domanda di immobili crebbe così tanto da dare origine alla bolla che scatenò la successiva crisi finanziaria.

2.2 Conseguenze sui prezzi degli asset

L'idea che il credito possa influenzare i prezzi degli asset non è nuova. Già nel secolo scorso Irving Fisher (1932) investigò sulle cause che portarono a periodi di espansione e periodi di crisi, concentrandosi sul ruolo del credito e su come la leva poteva apportare danni alla stabilità del sistema finanziario.

Nel loro studio Borio, Kennedy e Prowse (1994) sostengono che il rapporto tra credito privato e Prodotto Nazionale possa spiegare i prezzi degli asset, insieme ad altre determinanti come l'entità dei profitti attesi, la crescita del PIL e i tassi di interesse.

Sempre a sostegno di questa linea di pensiero, Helbling e Terrones (2003) affermano che nel periodo di tre anni che precede un crollo del mercato azionario o del mercato immobiliare l'offerta di credito tende ad aumentare, soprattutto nel secondo caso.

Il rischio maggiore di una espansione del credito è che possa creare le condizioni per una bolla di un determinato asset, ovvero una situazione nella quale il prezzo supera il valore fondamentale di un asset, dovuto dal fatto che possa essere venduto a un prezzo più alto in futuro.

Le bolle speculative sembrano avere delle caratteristiche comuni, individuate da Vogel (2009)

- La disponibilità di moneta e di credito oltre a quello che occorre per la crescita del Prodotto Nazionale tende a stimolare attività speculative, che possono concludersi con bolle dei prezzi degli asset
- Il punto di crisi sembra avvenire quando l'ammontare di moneta e di credito addizionale non riesce a sopperire al debito che si è creato precedentemente
- Il periodo precedente allo scoppio della bolla è normalmente caratterizzato da prosperità, inflazione moderata, interessi a lungo termine non troppo elevati e un clima di euforia
- Viceversa lo stato d'animo prevalente in seguito allo scoppio della bolla è la paura (questa fase di regola ha una durata inferiore alla fase espansiva della bolla speculativa)

2.2.1 Mercato azionario

Gli economisti hanno a lungo dibattuto se una espansione del credito possa portare a instabilità del sistema finanziario e dell'economia. Infatti l'ultima crisi finanziaria ha stimolato la curiosità di parecchi economisti nello scoprire come una espansione del credito possa avere effetti sul mercato azionario.

Ci sono diversi punti di vista sulla questione; secondo Rajan (2006), l'espansione del credito può condurre a maggiori rischi presi da banche e intermediari finanziari nelle proprie scelte strategiche per quanto riguarda gli investimenti nel mercato azionario.

Infatti, sapendo di appartenere alla categoria "too big to fail" e quindi di avere le spalle coperte dallo Stato, le banche e gli intermediari finanziari rischiano di più per aumentare i profitti, prendendo comunque bassi rischi.

Una seconda linea di pensiero individuata da Minsky (1977) invece ipotizza che periodi prolungati di crescita economica possano portare a ottimismo, che a sua volta possa condurre a

scelte di investimento fatte in condizioni di maggiore leggerezza; un'espansione del credito potrebbe essere quindi dannosa per il mercato azionario.

2.2.2 Obbligazioni

Per quanto riguarda questo argomento gli studi si sono concentrati sulla relazione che i titoli obbligazionari hanno con il credito in quanto beni sostituti. Difatti le imprese più grandi, in base alla convenienza possono usare uno o l'altro strumento per ottenere risorse finanziarie.

Questo concetto di intercambiabilità è espresso da Becker e Ivashina (2011), che mostrano una correlazione tra il costo dei prestiti e la quantità di obbligazioni emesse dalle imprese. In particolare al crescere del costo, le imprese si finanzieranno sempre meno con prestiti bancari e sempre più attraverso il mercato obbligazionario.

Inoltre un'altra relazione si può osservare con la politica monetaria attuata dalla Banca Centrale. Come si può vedere dalla Figura 7 negli ultimi anni c'è stata una forte riduzione degli interessi dei titoli a lungo termine, spiegato dai massicci acquisti di bond che le banche centrali hanno fatto in seguito alla crisi economica.

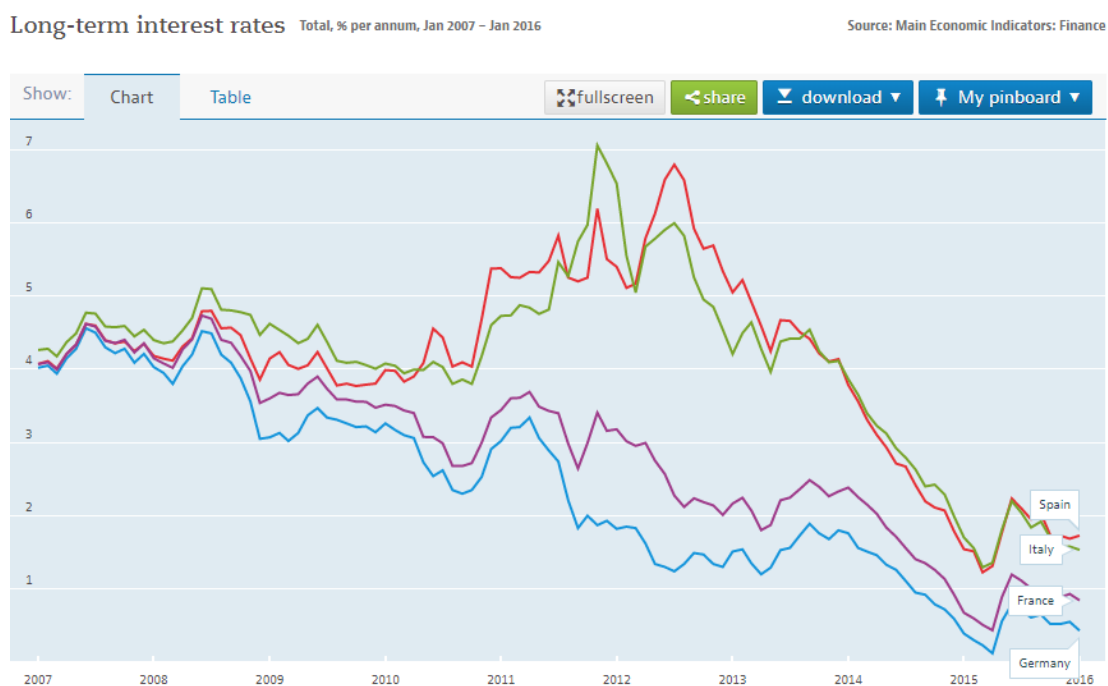


Figura 7²: Andamento dei rendimenti dei titoli di Stato decennali di Spagna, Italia, Francia e Germania, in percentuale

2 Fonte: OECD Data, <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

Possono però esserci altre spiegazioni a questo fenomeno. Infatti come afferma Obstfeld (2015), i rendimenti e quindi il valore delle obbligazioni europee è correlato positivamente ai rendimenti delle obbligazioni americane, e questo vale anche per i titoli delle economie emergenti. Questo legame, mentre prima del 2005 circa esisteva a malapena, da dopo quella data diventò sempre più forte. Sempre in questo paper viene stimato il valore di questo fenomeno: una variazione di 100 punti dei rendimenti dei titoli a lungo termine statunitensi provoca una variazione media di circa 40 punti dei rendimenti di altri paesi. Questo fenomeno accade perché le politiche monetarie, specialmente dopo il 2005 sono sempre più influenzate l'una dall'altra; ora come ora infatti, una Banca Centrale deve tenere conto degli effetti della propria politica monetaria non solo nel proprio paese, ma anche a livello mondiale.

2.3 Stagnazione e produttività

La stagnazione è definita come un periodo caratterizzato da crescita nulla o quasi nulla dell'economia ed elevata disoccupazione. Caratteristiche comuni alle situazioni di stagnazione sono il mercato del lavoro rallentato, l'immobilità dei salari e l'assenza di stimoli economici.

Esattamente come la cosiddetta "Secular Stagnation", descritta da Summers (2016) come un "rallentamento della crescita economica nel lungo periodo"; anche se il termine originale è stato coniato da Hansen (1939), che predisse che un rallentamento della crescita della popolazione e del progresso tecnologico avrebbe messo freni alla crescita economica.

Il Fondo Monetario Internazionale addossa la colpa di ciò alla bassa crescita della produttività, nello specifico alla produttività del lavoro, che frena anche la crescita dell'occupazione. Proprio qui potrebbe entrare in gioco l'offerta di credito, che potrebbe avere un ruolo importante nella produttività, anche se l'effetto è ancora ambiguo. Una parte della letteratura economica sostiene che un aumento del credito possa essere positivo per la produttività, in quanto le risorse possono essere investite in innovazione e quindi far crescere la produzione nel lungo periodo. Amiti e Weinstein (2017) sostengono una linea di pensiero analoga, ovvero che una diminuzione dell'offerta di credito ha delle ripercussioni sugli investimenti delle imprese.

Un'altra parte della letteratura economica è di diverso avviso: un aumento dell'offerta di credito è dannoso per la produttività. Field (2003) sostiene che in condizioni di scarsità un'impresa deve stare più attenta a scegliere i progetti più remunerativi.

A conclusione di tutto si può dire che anche se il compito di una Banca Centrale, almeno sulla carta, sia quello di attuare la politica monetaria, nella realtà questa ha molta più importanza. La Banca Centrale grazie alle sue scelte ha, come si è potuto vedere, la possibilità di influenzare molti altri campi, rendendola un soggetto fondamentale nell'economia.

Capitolo 3 - Credit driven household demand channel

Come si è potuto vedere dai passaggi precedenti il credito può influenzare il ciclo economico. Questo può avvenire in due modi: nel primo un aumento dell'offerta di credito permetterebbe alle imprese di richiedere più risorse finanziarie potenziando così la loro capacità produttiva, mentre nel secondo caso un'espansione del credito permette alle famiglie di consumare di più, aumentando così la domanda.

In questo ultimo caso si parla di "Credit driven household demand channel", fenomeno studiato da Mian e Sufi (2018).

Questa linea di pensiero parte dal presupposto che un aumento del credito possa avere effetti sul consumo delle famiglie, anziché sul livello di investimento delle imprese.

Secondo Mian e Sufi (2018) questo fenomeno si può scomporre in tre momenti:

- Inizialmente c'è un incremento dell'offerta di credito per ragioni esogene
- Questa variazione del credito provoca un aumento della domanda proveniente dalle famiglie
- Il tutto si conclude poi con l'esplosione della bolla e una frenata a livello economico

Questo fenomeno è stato notato in più occasioni, due però risaltano maggiormente.

La prima accade negli anni '80 negli Stati Uniti in occasione della deregolamentazione del mercato bancario in seguito al Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, che permise alle banche di fondersi e alzò la copertura statale sui depositi da 40.000\$ a 100.000\$. Questa politica del credito può aver avuto un ruolo nella crisi economica negli Stati Uniti dei primi anni '90.

Mian, Sufi e Verner (2019) dimostrano che l'espansione del credito causata dalla deregolamentazione ha avuto i suoi effetti sull'economia reale attraverso il cosiddetto "household demand channel", prendendo in esame il processo di deregulation attuato nei cinquanta stati americani.

In particolare è stato notato che gli stati americani che hanno per primi implementato la deregulation hanno poi sperimentato variazioni maggiori della domanda aggregata, sia inizialmente in senso positivo, che successivamente in senso negativo. Questo pattern è visibile anche in altre grandezze, come il tasso di disoccupazione, l'occupazione globale, il PIL pro capite e il prezzo degli immobili.

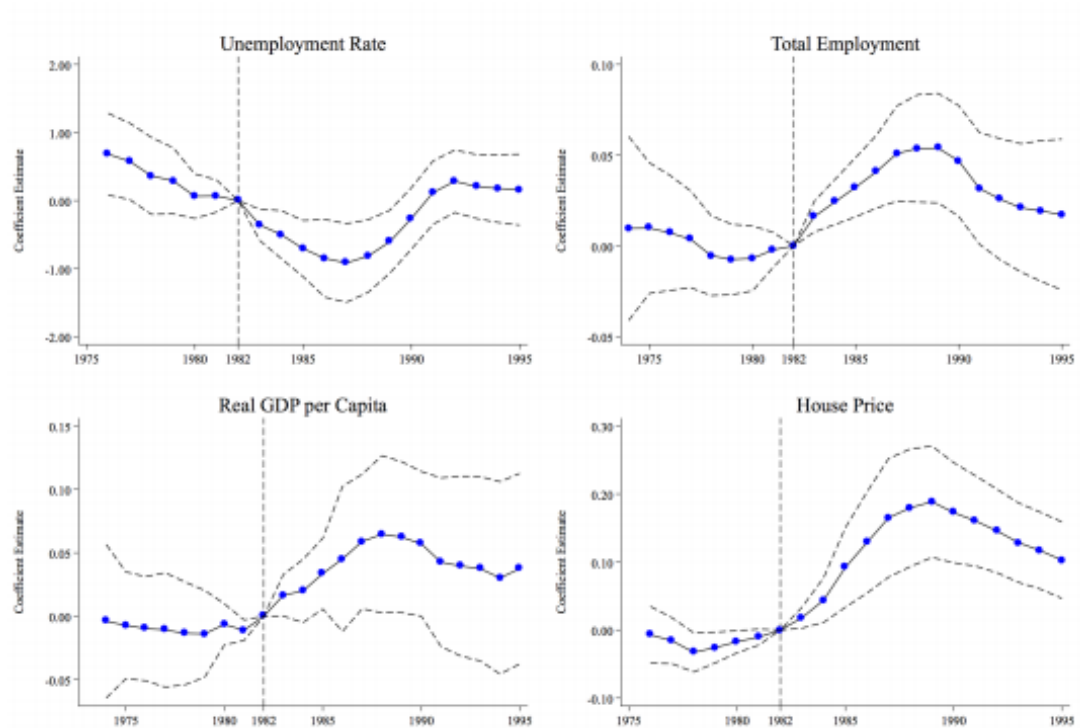


Figura 8: Andamento del tasso di disoccupazione, occupazione generale, PIL pro capite e prezzo degli immobili, nei 50 Stati americani, in percentuale

La Figura 8 rappresenta l'andamento complessivo misurato in variazioni percentuali tenendo come anno di riferimento il 1982 nei cinquanta stati americani per quanto riguarda il tasso di disoccupazione, l'occupazione generale, il PIL pro capite e il prezzo degli immobili; i punti blu rappresentano i valori medi, mentre le linee tratteggiate rappresentano l'intervallo di confidenza al 95%.

Come si può notare l'incremento dell'offerta di credito accentua le variazioni dei cicli economici; gli stati che hanno percepito in maniera più profonda e veloce i cambiamenti in merito di regolamentazione bancaria (che sono quelli più vicini come andamento al margine superiore dell'intervallo di confidenza) presentano andamenti migliori nel periodo tra il 1982 e il 1989 (anni di crescita economica), mentre hanno andamenti peggiori dopo il 1989, dopo l'inizio della crisi.



Figura 9: Andamento dell'indice dei prezzi al consumo

Il meccanismo attraverso il quale il credito scarica i suoi effetti è il già citato “Household demand channel”, attraverso quindi la domanda aggregata e non per mezzo delle attività produttive, il che spiegherebbe l'andamento analogo dell'indice dei prezzi al consumo alle grandezze precedenti (Figura 9). Mian, Sufi e Verner (2019) fanno notare come negli stati che hanno sperimentato un'espansione del credito, vi sia stato un contemporaneo aumento del prezzo relativo dei beni non commerciabili e una crescita dell'occupazione del relativo settore, che spiegherebbero il fenomeno, dato che un aumento dell'offerta di credito che accresce la produttività non produce questo tipo di effetti.

Un'altra occasione in cui si può notare la presenza del “Credit driven household demand channel” è la recente crisi finanziaria, dove anche qui un'espansione dell'offerta del credito ha avuto un ruolo importante.

Mian e Sufi (2018) individuano il meccanismo che ha permesso al credito di condizionare la domanda delle famiglie, ovvero la securitization.

La securitizzazione è il processo con cui diversi tipi di crediti vengono raggruppati al fine di creare un unico asset, il CDO (collateralized debt obligation) che viene poi venduto sul mercato. Questo elemento ha contribuito al crescere dei mutui sub-prime, prestiti ipotecari ai soggetti che sono più a rischio di default. Tutto questo ha portato a un aumento dell'indebitamento delle famiglie, anche su quelle che avevano un credit score più basso. Ciò ha avuto conseguenze importanti: l'incremento dell'indebitamento nel periodo dal 2000 al 2007 riesce a spiegare una parte della

diminuzione dell'occupazione nel periodo dal 2007 al 2009 negli Stati Uniti (Mian, Sufi, Verner, 2019).

3.1 Caratteristiche del credit driven household demand channel

Il “Credit driven household demand channel” è un fenomeno che si può analizzare sotto diversi aspetti. Quello che sopraggiunge a primo impatto è il fatto che un'espansione dell'offerta di credito porti con sé prima uno sviluppo dell'economia reale seguito da un rallentamento. Questo è dovuto all'indebitamento delle famiglie, come mostrato da Mian e Sufi (2016). I dati dimostrano che in più occasioni un aumento del credito porta a un incremento dell'indebitamento delle famiglie, che a sua volta ha ripercussioni sul ciclo economico. Infatti uno shock positivo dell'indebitamento genera un tipo di crescita che è destinata a durare poco nel tempo (dai due ai tre anni), a cui segue una contrazione del Prodotto Nazionale.

Questo effetto del credito sull'economia reale può però provenire da diversi canali, come la domanda delle famiglie o la capacità produttiva delle imprese, influenzando il loro livello di investimento, come sostenuto da Bernanke e altri (1997) e Kiyotaki e Moore (1997).

Jordà, Schularick e Taylor (2015) sostengono che l'indebitamento delle famiglie sembra anticipare le crisi finanziarie, infatti un elevato rapporto tra credito ipotecario e Prodotto Nazionale riesce a predire shock finanziari alla stessa maniera di altri indicatori che hanno come base i crediti non ipotecari.

Altra caratteristica interessante del fenomeno è l'effetto moltiplicatore che segue un iniziale calo della domanda. La spiegazione di ciò, fornita sempre da Mian e Sufi (2018), risiede nel fatto che i soggetti più indebitati hanno una propensione al consumo più alta rispetto agli stessi meno indebitati. Mian, Rao e Sufi (2013) inoltre mostrano come coloro che presentano un leverage più alto (e quindi un livello di indebitamento relativo più alto) nel periodo dal 2006 al 2009, abbiano poi tagliato i consumi in maniera più aggressiva rispetto a chi era meno indebitato. Questo mostra come l'indebitamento possa spiegare la gravità della recessione che segue un incremento dell'offerta di credito.

3.2 Altri modelli

Un modello alternativo a quello precedente è quello presentato da Bernake, Gertler e Gilchrist (1999), un modello del tipo “financial accelerator”, ovvero che non pone al centro l’indebitamento delle famiglie e il consumo, ma le imprese e la loro capacità di investimento e produzione.

Il modello prevede tre tipi di soggetti: le famiglie, che lavorano, consumano e risparmiano, i commercianti al dettaglio, che comprano e rivendono beni e gli imprenditori, che hanno un ruolo fondamentale nel modello. Il patrimonio degli imprenditori riveste speciale importanza, poiché secondo il modello le sue fluttuazioni possono amplificare shock esogeni nel sistema economico. Il modello è stato testato in situazioni di shock di politica monetaria. La Figura 10 mostra come il Prodotto Nazionale risponde a uno shock inaspettato degli interessi a breve termine (che genera quindi un incremento dell’offerta di credito).

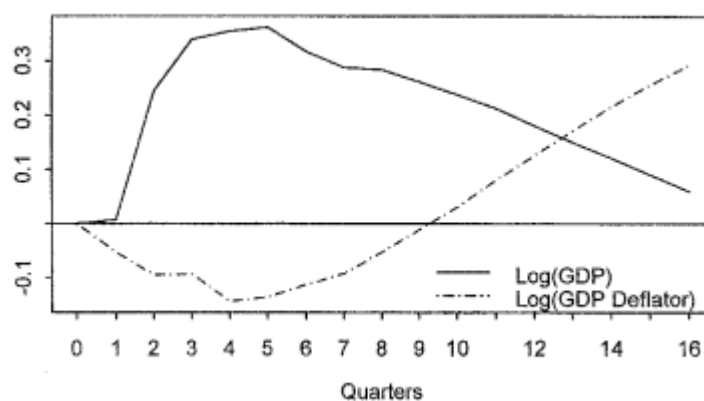


Figura 10: Reazione del Prodotto Nazionale a un innalzamento dei tassi di interesse a breve termine

Secondo il modello il sistema finanziario avrebbe un effetto moltiplicativo sull’economia, a causa del leverage che le imprese detengono. La Figura 11 mostra l’impatto di una diminuzione di 25 punti base dei tassi di interesse nominali sulla produzione e investimento delle imprese (il grafico mostra la variazione annua prevista dal modello), che come specificato ampiamente dalla letteratura economica, avrebbe un effetto positivo su entrambi. La linea tratteggiata rappresenta l’andamento della produzione e dell’investimento escludendo l’effetto moltiplicativo del sistema finanziario, mentre la linea continua indica l’andamento considerando il modello nella sua

interezza; in questo caso il grafico mostra chiaramente che una politica monetaria espansiva ha effetti che persistono in maniera più ampia e duratura.

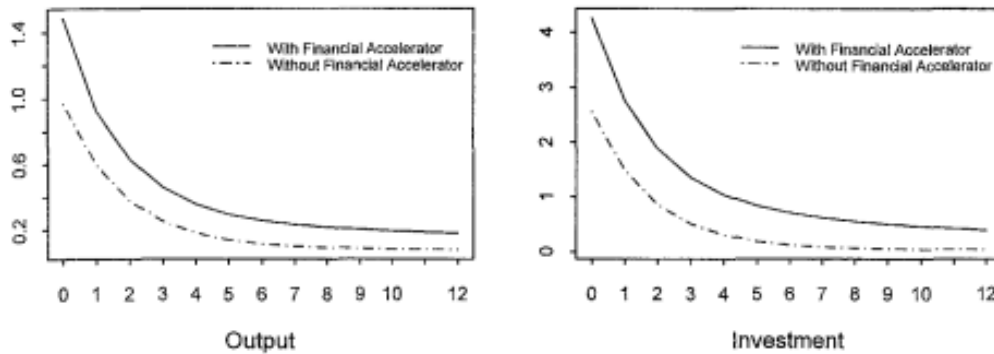


Figura 11: Impatto di una diminuzione di 25 punti base dei tassi di interesse nominali sulla produzione e investimento delle imprese

3.3 Considerazioni sui modelli del tipo financial accelerator

Il modello di Mian, Sufi e Verner (2013) presenta delle similarità con quello di Bernake, Gertler e Gilchrist (1999). Tuttavia c'è da fare una precisazione sui modelli del tipo financial accelerator, ovvero che i principali sono risalenti al secolo scorso e sono stati elaborati in altre condizioni, mentre il modello del tipo household demand (più recente) considera anche dei nuovi aspetti emersi dall'ultima crisi finanziaria. L'indebitamento delle famiglie, come sostenuto da Mian e Sufi, riuscirebbe a predire successivi rallentamenti del Prodotto Nazionale, come è accaduto nel 2009, quando raggiunse livelli elevati, come si può notare dalla Figura 12.

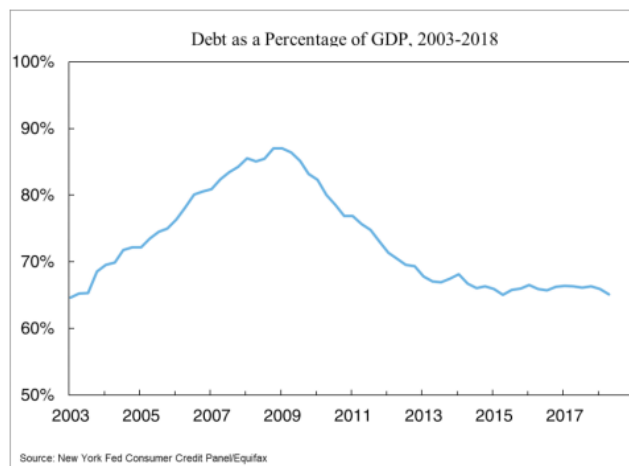


Figura 12: Andamento dell'indebitamento delle famiglie in relazione al PIL, in percentuale

L'andamento del corporate debt (indebitamento delle imprese), che secondo i modelli del tipo financial accelerator riuscirebbe a predire un rallentamento del PIL, ha un andamento sia ciclico, ma crescente, (come indicato dalla Figura 13), mentre l'indebitamento delle famiglie rimane sempre all'interno di un range (come si può notare dalla Figura 12, dove questo rimane all'interno di un intervallo compreso tra il 60% circa e il 90%).

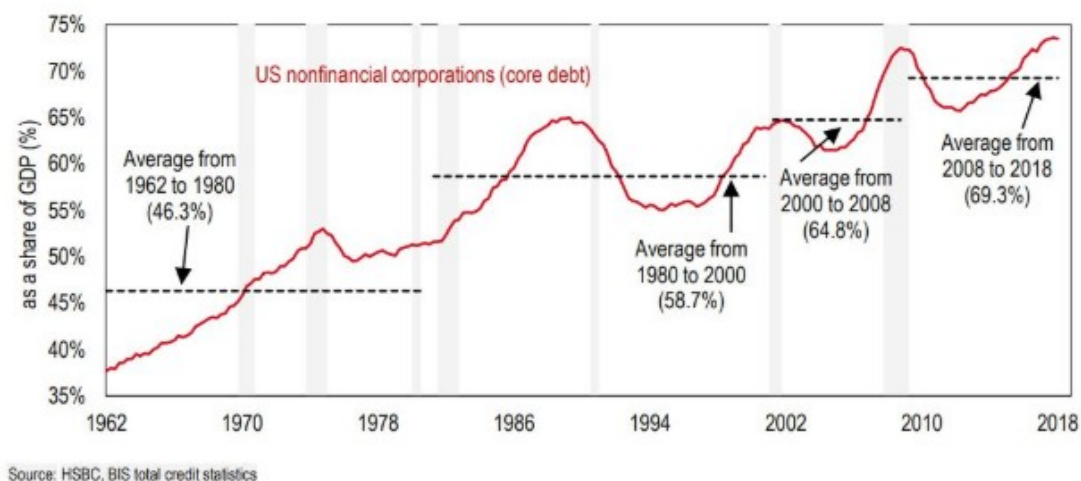


Figura 13: Andamento del corporate debt statunitense

Può trarre in inganno il fatto che l'andamento del corporate debt sia negativo nei periodi di recessione economica (indicato in grigio), ma questo è dovuto al fatto che esso segue il ciclo economico e quindi non lo prevede; l'andamento sempre crescente dal 1962 non ha fermato la crescita del Prodotto Nazionale. L'indebitamento delle famiglie, composto per la maggior parte da debito a lungo termine, è invece un indicatore migliore di una possibile recessione, come affermato da Haughwout e altri (2019).

Conclusioni

L'obiettivo primario di questo elaborato era analizzare quanto e come il settore finanziario influenzi il ciclo economico, per scoprire se avesse effettivamente un ruolo attivo e protagonista.

Nel primo capitolo, dove sono stati analizzati i principali meccanismi del mercato del credito, è apparso che quest'ultimo è un mercato complesso, sia per i soggetti che per le caratteristiche.

Andando più a fondo nell'argomento, nel secondo capitolo sono state studiate, raccogliendo da varie fonti della letteratura economica, le conseguenze di una variazione dell'offerta di credito.

Ciò che è risultato è che una variazione dell'offerta di credito può avere diverse ripercussioni, anche su grandezze economiche con le quali non sembra esserci (all'apparenza) nessuna correlazione. Il terzo capitolo invece, andava ancora più nello specifico, esaminando il "credit driven household demand channel" e confrontandolo con i modelli del tipo "financial accelerator". Da quanto analizzato è emerso che il fenomeno "household demand channel" è quello attraverso il quale il ciclo economico viene influenzato.

Dato lo scopo di questo lavoro, ovvero quello di analizzare il settore finanziario e studiare il suo ruolo nell'economia, in conclusione si può dire che esso sia un settore eterogeneo e che, attraverso varie sfaccettature, influenzi il ciclo economico.

Bibliografia

Amiti, M. and D.E. Weinstein. 2017. “How much do idiosyncratic bank shocks affect investment? Evidence from matched bank-firm data”.

Azariadis, C. “Credit cycles and Business Cycles”. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, First Quarter 2018, pp. 45-71.

Ball, L.M. 2009. “Hysteresis in unemployment: Old and new evidence”. National Bureau of Economic Research (NBER).

Bank for International Settlements. 2018, Annual Report. Disponibile su <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f4.1?p=20184&c=>>

Bernanke, B.S., M. Gertler and M. Watson. 1997. “Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks”. Brookings Papers on Economic Activity. pp. 91-157.

Bernanke, B.S., M. Gertler and S. Gilchrist. 1999. “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”. Handbook of Macroeconomics, Volume 1, Part C. pp. 1341-1393.

Borio, C., N. Kennedy, and S. D. Prowse (1994), “Exploring aggregate asset price fluctuations across countries, measurement, determinants, and monetary policy implications”, BIS Economic Papers, No. 40.

Cagan, P. 1972. “The channels of monetary effects on interest rates”. National Bureau of Economic Research (NBER).

Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385

Field, A. J. 2003. “The Most Technologically Progressive Decade of the Century”. The American Economic Review, Vol. 93, pp. 1399–1413.

- Fisher, I. 1932. "Booms and depressions, some first principles". Adelphy Company.
- Goldsmith, R. 1959. "The Comparative Study of Economic Growth and Structure". pp. 114 – 123. National Bureau of Economic Research (NBER).
- Goodhart, C. and B. Hofmann. 2008. "House prices, money, credit and the macroeconomy". Oxford Review of Economic Policy, Vol. 24. pp. 180-205.
- Hansen, A.H. 1939. "Economic Progress and Declining Population Growth". The American Economic Review Vol. 29, No. 1, pp. 1-15.
- Helbling, T., and M. Terrones. 2003. "When bubbles burst". World economic outlook.
- Haughwout, A. et al. 2019. "Trends in Household Debt and Credit". Staff Report No. 882. Federal Reserve Bank of New York.
- Jordà, O., M. Schularick and A.M. Taylor. 2015. "Betting the house". Journal of International Economics. Volume 96, Supplement 1, pp. S2-S18
- Kelly, R., K. McQuinn and R. Stuart. 2013. "Exploring the steady-state relationship between credit and GDP for a small open economy". Working Paper Series no. 1531.
- Kiyotaki, N. and J. Moore. 1997. "Credit Cycles". Journal of Political Economy 105, no. 2 . pp. 211-248.
- Matsumoto, M., M. Hengge and I. Islam. 2012. "Tackling the youth employment crisis: a macroeconomic perspective".
- Mian, A. R., K. Rao and A. Sufi. 2013. "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump". The Quarterly Journal of Economics, Volume 128. pp. 1687–1726.

Mian, A. R. and A. Sufi. 2016. “Household Debt and Defaults from 2000 to 2010: The Credit Supply View Online Appendix”

Mian, A. R. and A. Sufi. 2018. “ Finance and Business Cycles: The Credit Driven Household Demand Channel”. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 32, Number 3, pp 31–58.

Mian, A. R., A. Sufi and E. Verner. 2019. “How Does Credit Supply Expansion Affect the Real Economy? The Productive Capacity and Household Demand Channels”.

Minsky, H. 1977. “The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to ‘standard’ theory”. *Nebraska Journal of Economics and Business*.

Nickell, S., L. Nunziata and W. Ochel. 2005. “Unemployment in the OECD since the 1960s. What Do We Know?”. *The Economic Journal* Vol. 115, No. 500 (Jan., 2005), pp. 1-27.

Obstfeld, M. 2015. “Trilemmas and tradeoffs: Living with financial globalisation”.

OECD data, 2019, Annual Report. Disponibile su
<https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

Panetta, S., e F. M. Signoretti. 2010. “Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria”.

Rajan, R. 2006. “Has finance made the world riskier?”.

Rondo, C., 1967. "Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History". New York: Oxford University Press.

Schumpeter, J. A., 1939. “Business cycles: a theoretical, historical, and statistical analysis of the capitalist process.”. Mansfield Centre, Connecticut: Martino Pub.

Summers, L.H., G.B. Eggertsson, and N.R. Mehrotra. 2016. "Secular Stagnation in Open Economy". National Bureau of Economic Research (NBER).

Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art. 127

Uchitelle, L. 2009. "Us lost 2.6 million jobs in 2008". New York Times, 9 Jan.

<https://www.nytimes.com/2009/01/09/business/worldbusiness/09iht-jobs.4.19232394.html>

Vogel, H. 2009. "Financial Market Bubbles and Crashes". Cambridge University Press.