

LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E DIREZIONE DELLE IMPRESE

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA DI ECONOMIA DELL'IMPRESA

IL MORAL HAZARD NELLE CARTOLARIZZAZIONI

Analisi, riferimenti storici, modelli e nuove possibili soluzioni

RELATORE: PROF. DAVIDE QUAGLIONE

CORRELATORE: PROF. CESARE POZZI

CANDIDATO: MICHELE LONGOBARDI

MATR. 653341

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

INDICE ANALITICO

1) Introduzione

1,1) Cenni: teorie neoclassiche ed asimmetria informativa Pag. 8

1,2) Moral hazard: concetto e problematiche Pag. 12

1,3) Ambiti di riferimento: dove sorge il problema Pag. 15

1,3,1) Inefficienze: la teoria dell'agenzia..... Pag. 17

1,3,2) Il moral hazard nelle organizzazioni Pag. 21

1,3,3) Too big to fail: moral hazard, dimensione, e leverage Pag. 23

APPENDICE: ESEMPI STORICI..... Pag. 29

A) Crisi delle Savings and Loans: debiti e garanzie pubbliche..... Pag. 29

B) Moral Hazard nelle dirigenze pubbliche: l'IRI..... Pag. 41

C) GSE: Fannie Mae, Freddie Mac, garanzie pubbliche..... Pag. 49

2) Moral Hazard nelle cartolarizzazioni

2,1) Securitization: Contesto e demografia Pag. 56

2,2) Da "*originate to hold*" a "*originate to distribute*" Pag. 60

2,3) Cartolarizzazione: nuove tecniche creditizie

2,3,1) Schema operativo della cartolarizzazione Pag. 62

2,3,2) Soggetti coinvolti nello schema Pag. 66

a) Debitori dell'originator

b) L'originator	
c) L'ente creato ad hoc: L' SPV	
d) Gli investitori	
2,3,3) I soggetti minori.....	Pag. 72
a) Agenzie di rating	
b) Capofila	
c) Fornitori di garanzie collaterali	
2,3,4) Credit enhancement: modalità e benefici.....	Pag. 78
2,3,5) Benefici ottenibili.....	Pag. 85
2,4) problematiche dei modelli: Moral Hazard.....	Pag. 90
2,4,1) Nuovo contesto: anni 2000: <i>macroeconomics</i>	Pag. 92
2,4,2) <i>Originate To Distribute</i> : complicazioni	Pag. 97
2,4,3) Schema operativo del modello OTD.....	Pag. 99
a) Originator	
b) Mutuatari	
c) Investitori	
2,4,4) problemi di moral hazard indipendenti dall' OTD.....	Pag. 112
a) Mortgage Broker	
b) Manager banca originator: agenzia e propensione al rischio	
c) Agenzie di rating	
2,4,5) La crisi abbatte il modello OTD	Pag. 130

3) COME LIMITARE IL MORAL HAZARD

3,1) Introduzione	Pag. 138
3,1,1) DODD FRANK ACT	Pag. 140
3,1,2) Riduzione pro-ciclicità.....	Pag. 146
3,1,3) Basilea III.....	Pag. 151
3,1,4) Nuove regole Europee.....	Pag. 155
3,1,5) Interesse economico Originator.....	Pag. 158
3,2) Criticità: inadeguatezza delle soluzioni prese.....	Pag. 161
3,3) MODELLI SPERIMENTALI: NUOVE IDEE	
3,3,1) Informativa nelle fasi di emissione ABS.....	Pag. 168
3,3,2) Disincentivare prodotti complessi.....	Pag. 174
3,3,3) Politiche remunerative per management.....	Pag. 177
3,3,4) Maggiore retention originator.....	Pag. 184
3,3,5) controllo ed incentivo per mortgage broker.....	Pag. 197
BIBLIOGRAFIA.....	Pag. 198

BREVE RIASSUNTO DELL'ELABORATO: STRUTTURA, TEMATICHE, CENNI

La tematica trattata in questa sede ci è sembrata particolarmente attuale ed interessante, vista l'evoluzione dello scenario finanziario degli ultimi anni. Economisti e politici spesso hanno incolpato ed utilizzato come capro espiatorio il mondo dei prodotti finanziari, considerati di per sé una delle fondamentali cause della crisi, evidenziando spesso l'idea per cui, all'interno di un mercato avanzato e altamente sviluppato, la presenza "eccessiva" di prodotti finanziari complessi e strutturati possono portare ad una crisi globale: in realtà la questione resta molto più complessa, poiché dietro ad una vera e propria esplosione dei mercati, come quella vista nel 2007-2008, vi sono problemi molto più complessi e profondi, che si celano dentro l'essenza stessa dei mercati. Uno dei problemi principali riguardanti il mercato, quello che approfondiremo in maniera più decisa, è l'asimmetria informativa, **in particolar modo l'asimmetria informativa "post-contrattuale" nelle cartolarizzazioni**. Questa operazione finanziaria, nata qualche decennio fa e letteralmente esplosa durante lo scorso decennio, è stata messa sotto esame per la sua opacità, per la sua struttura diventata fin troppo complicata, ed infine per l'opacità su cui poggiano le basi di questa operazione dallo schema piuttosto complesso che tuttavia ha negli ultimi anni conosciuto una diffusione mai vista. Proprio da questo punto è nostra intenzione partire: vedremo come funziona l'asimmetria informativa che vogliamo approfondire, cioè il **moral hazard**, con esempi di natura storica, italiani ed internazionali, dopo di che cercheremo di capire come questo pernicioso fenomeno di squilibrio contrattuale si insinua all'interno delle cartolarizzazioni, analizzando i vari modelli su cui si imperniano queste operazioni. L'ultima fase di questo

lavoro, di natura sperimentale, autonomamente condotta ed effettuata per cercare un riallineamento di interessi effettivo ed una distribuzione più uniforme ed equilibrata dell'informazione, tratterà le soluzioni che ho trovato per limitare questo fenomeno, e quindi ciò che ancora si potrebbe fare, con idee, spunti personali ed eventuali dimostrazioni.

Se nelle organizzazioni come le aziende, o tra i singoli individui, vi sono delle informazioni mal distribuite, ed in secondo luogo vi siano interessi divergenti tra gli individui (cosa contemplata e certamente incorporata nel modello neoclassica), si sarà sempre un processo secondo cui quello che abbiamo definito "il detentore delle informazioni" cercherà di perseguire i propri interessi personali all'interno della contrattazione a scapito degli altri contraenti, semplicemente facendo poco trapelare o mal trapelare le informazioni che ha a disposizione.

Quando dunque l'asimmetria informativa porta a delle distorsioni nelle contrattazioni e negli scambi dopo la chiusura del contratto per la presenza di persone con maggiori dati ed informazioni a disposizione che tendono a seguire i propri interessi a scapito degli altri, e di conseguenza a scapito dell'intera collettività: questo è il moral hazard, un opportunismo post-contrattuale causato da una informazione asimmetrica, interessi divergenti e la possibilità di compiere azioni (nel caso del detentore delle informazioni, per esempio) senza che le controparti possano osservarle.

Per evitare questi problemi è necessaria una giusta contrapposizione tra i *diritti residuali di controllo* (la possibilità di disporre di un bene anche per diritti non direttamente ed esplicitamente previsti dal contratto -è necessario parlare di diritti residuali, visto che nessun contratto è perfetto, nessun contratto può dunque rappresentare tutte le possibili contingenze

presenti e future-) ed i *rendimenti residuali*, cioè tutto il plusvalore, il profitto, rimanente dopo aver pagato tutti gli altri contraenti (in un'azienda, per esempio, ciò che rimane dopo aver remunerato tutti i fattori produttivi e gli stakeholders).

Senza questo meccanismo di compensazione degli incentivi, infatti, vi sarà sempre qualcuno dotato di più benefici rispetto ai poteri e le responsabilità che assume, e questa cosa, unita ad una asimmetria informativa a costui favorevole, farà esplodere i problemi di azzardo morale.

Dopo aver effettuato degli esempi storici (mi sono soffermato su come i pubblici manager delle società pubbliche poste un tempo sotto l'egida dell'IRI, ed ora, se non ancora detenute dal tesoro, spogliate dei loro più preziosi gioielli, svendute o liquidate, abbiano compiuto opere socialmente inefficienti a spese del contribuente proprio per "moral hazard", sulle Savings and Loans e sulle GSE, istituzioni finanziarie di vario genere in ogni caso foriere di rischi eccessivi tutti a carico del sistema finanziario proprio per via delle troppe garanzie pubbliche messe loro a disposizione) mi occupo della disamina concettuale principale del lavoro: il moral hazard nelle cartolarizzazioni.

Dopo aver spiegato come funziona la cartolarizzazione, e come il trasferimento di asset, con rischi annessi, sia diventato, con il passaggio fondamentale, da **"originate to hold"** ad **"originate & distribute"**, ed infine **"originate to distribute"**, il mezzo principale attraverso cui il moral hazard diffondeva perniciosi effetti di inefficienza economica (anche a causa di incentivi del tutto distorti assolutamente indipendenti dallo schema cartolare), passerò a rendere chiaro come e chi viene colpito dal moral

hazard nel processo cartolare “originate TO distribute”, nelle nuove condizioni macroeconomiche degli anni 2000 (per esempio: politica monetaria USA eccessivamente espansiva, grande accesso al credito, innovazione finanziaria e creazione di prodotti sempre più complessi ma comunque accessibili per moltissime persone, non tutte aventi caratteristiche tipiche di debitori PRIME).

Ad esempio:

-originator: In presenza di securitization, in particolar modo nel caso di un modello di origination tutto sbilanciato sulla creazione di notes, l’originator ha minore interesse a concedere dei mutui che siano di ottima qualità, a persone affidabili, benestanti, con perfetto status di debitore, e con magari ampie sacche di risparmi da cui prelevare in caso di necessità: è a questo punto che scatta il moral hazard. Una minore cautela nei delicatissimi passaggi di screening e monitoring rende tali crediti concessi più soggetti a fattori di rischio ed a default dati dalla scarsa quantità dei prenditori.

“Lenders have an incentive to originate loans that rate high based on characteristics that are reported to investors, even if other unreported variables imply a lower borrower quality” (The Failure of Models That Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults, di Rajan, Seru, Vig, 2010).

Così nascono dunque i mutui subprime.

-mutuatari: Possiamo individuare, dal punto di vista dell’informazioni e delle azioni compiute, dei problemi di moral hazard, quando i mutuatari ottengono il prestito immobiliare in una catena di cartolarizzazione, due tipi

diversi di moral hazard, a seconda di quale tipologia di debitori: cioè mutui subprime e mutui prime. Nei subprime scatta in questa circostanza: detenendo informazioni superiori rispetto all'istituto concedente credito, questi clienti caratterizzati fino a poco tempo prima come "pessimi pagatori" avrebbero avuto tutti gli incentivi del caso a non ripagare il debito: non avendo messo personalmente le loro risorse nel mutuo ("they didn't put their skin in the game", in gergo) avrebbero un grande incentivo a non ripagare, a fare default, anche se momentaneamente non in difficoltà. Nel caso di mutui prime, nel caso in cui la propria casa e le case del vicinato comincino a valere molto meno rispetto a quando sono state acquisite, c'è incentivo a non pagare più la propria causa, ottenendo un "extraprofitto" di natura economica, dato dalla differenza tra il valore residuo del mutuo da ripagare e l'attuale valore della casa sul mercato.

-Mortgage broker: l'incentivo di breve termine assegnato all'home broker diviene un elemento ancor più distorsivo nel sistema tutto sbilanciato sulla concessione iniziale rispetto all'impegno a portare il credito verso un buon esito.

-Manager banca originator: gli incentivi dati ai manager attraverso compensazioni a chiusura dei contratti, indipendentemente dallo schema cartolare, rendono la struttura contrattuale eccessivamente sbilanciata sul breve termine, poco concentrata cioè sull'effettiva riuscita del contratto stesso. Questo è il dato fondamentale: passando poi alla tipicità dello schema, notiamo come il trasferimento del rischio, unito a degli incentivi troppo di breve termine, portano a dei comportamenti eccessivamente

rischiosi da parte dei manager, similmente a quanto accade per i mortgage broker (in questo caso però le perdite generalizzate possibili che ricadono poi sulla collettività sono molto più vaste e dannose che nel caso precedente)

-Agenzie di rating: le agenzie non hanno effettuato un adeguato processo di controllo e di revisione dei rating: qui nascono problemi di moral hazard nella catena della cartolarizzazione. A chi viene assegnato un basso livello di rischio, attraverso una pratica di selezione del rating non proprio limpida (come lo shopping visto in precedenza), potrebbe balenare l'idea di poter incominciare a correre rischi maggiori per ottenere più alti extraprofitti, aiutati, magari, anche dalla compiacenza e dalla nonchalance nelle valutazioni delle agenzie stesse. In questo caso, dunque, un moral hazard viene, per così dire, subito, dalle agenzie di rating (che ottiene le risorse per una buona valutazione andata però a buon fine senza sostenere almeno parzialmente rischi di errate valutazioni e default): dopo una buona valutazione dello standing creditizio l'emittente potrebbe decidere di correre rischi ulteriori che potrebbero fare venir meno la bontà stessa della valutazione.

Vista l'elevata complessità dei prodotti frutto delle cartolarizzazioni le banche di investimento esigono un supporto informativo per rendere più facilmente collocabili gli strumenti presso il mercato e soprattutto presso i grandi investitori istituzionali. Ciò dunque ha portato all'uso dei rating soprattutto perché gli investitori istituzionali, come si è visto, vengono classificati in primis dal punto di vista del funding, poi per la tipologia di impieghi effettuati e per il volume e la qualità del patrimonio di vigilanza detenuto proprio in base al rating ottenuto dalle agenzie: il ruolo di queste

ultime è dunque divenuto indispensabile nel sistema economico. Inoltre i prodotti strutturati, essendo per la natura dei loro collateral molto più complessi da analizzare, ed essendo difficile reperire informazioni sulla composizione del pool di crediti alla base, necessitano di una misura del loro rischio che fosse intuitiva e facilmente comprensibile: il combinato disposto di questi fattori rende prima di tutto le valutazioni sempre più complesse, ed al tempo stesso sempre più importanti per i fondamentali economici delle compagnie stesse.

Questi problemi sono stati affrontati dalla ri-regolamentazione europea ed americana, attraverso le nuove regole di Basilea, il Dodd-Frank act, le nuove CRD (CRD iv, in particolare), ma non davvero implementate all'atto pratico (mancano ancora buona parte dei regolamenti attuativi: ciò significa che il processo si è, de facto, arenato).

Ho creato alcune proposte per evitare nuovo moral hazard nelle cartolarizzazioni, partendo dal presupposto che io ritengo senza alcun dubbio la securitization uno strumento importantissimo per rilanciare credito, sviluppo e prestiti per risollevare l'economia reale. Queste sono le mie idee, che spaziano dalla riduzione della regulatory capture a nuove legislazioni fino a nuove politiche remunerative e di incentivo per i dipendenti (queste ultime da imporre non tramite il governo ma tramite i consigli di amministrazione, che così potrebbero continuare a ottenere grossi profitti, rischiare meno e pagare comunque in maniera grandemente incentivante i propri dipendenti migliori).

Queste sono le mie idee:

a) informazione nelle fasi di emissione ABS

b) più informativa “specifica” per gli investitori

c) più informativa per tutto il pubblico

d) *disincentivare* i prodotti più complessi, già ora in fase calante

e) NUOVE POLITICHE DI REMUNERAZIONE PER IL MANAGEMENT:

tra queste menziono, rimandando a spiegazioni più precise in fase di discussione della tesi:

-le **NOTE OPTIONS**

-le **STEP-BY-STEP COMPENSATION**, per una remunerazione selettiva e prudente, valida anche per meglio incentivare i mortgage broker.

f) **MIGLIORE RETENTION ORIGINATOR: ATTRAVERSO IL SELECTIVE BAIL-IN** creare uno strumento di retention migliore per il riallineamento degli incentivi, più flessibile e molto meno oneroso della first loss position.

g) maggior controllo legislativo dei mortgage broker, per una migliore divulgazione della soft information spesso non rivelata per concludere più contratti e quindi più compensazioni nel breve.

BIBLIOGRAFIA

“Raghuram G. Rajan:

HAS FINANCIAL DEVELOPMENT MADE THE WORLD RISKIER?”

November 2005

NBER WORKING PAPER SERIES Working Paper 11728

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH

1050 Massachusetts Avenue

Cambridge, MA 02138

Williamson O.,

THE ECONOMIC INSTITUTIONS OF CAPITALISM, NEW YORK,

THE FREE PRESS,

1985

ROSS S.

THE THEORY OF AGENCY: THE PRINCIPAL’S PROBLEM,

american economic review

1973

Christina and David Romer,

“DOES MONETARY POLICY MATTER? A NEW TEST IN THE
SPIRIT OF FRIEDMAN AND SCHWARTZ,”

in NBER Macroeconomics Annual, Vol. 4, ed. by Olivier Blanchard and

Stanley Fischer (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)

1989

John B. Taylor

THE FINANCIAL CRISIS AND THE POLICY RESPONSES:
AN EMPIRICAL ANALYSIS OF WHAT WENT WRONG,

Critical Review: A Journal of Politics and Society Volume 21:

Causes of the Financial Crisis, pubblicato anche tra NBER

working papers, lavoro n°14631

Issue 2-3, 2009 Special Issue

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH

1050 Massachusetts Avenue

Cambridge, MA 02138

January 2009

Mitchell A. Petersen Kellogg School of Management, Northwestern
University

INFORMATION: HARD AND SOFT

NBER WORKING PAPERS

July 2004

Kanis Saengchote, Kellogg School of Management - Department of
Finance

SOFT INFORMATION IN THE SUBPRIME MORTGAGE MARKET,

26th Australasian Finance and Banking Conference

October 30, 2013

Adam Smith

AN INQUIRY INTO THE NATURE AND CAUSES OF THE WEALTH
OF THE NATIONS

1776

London

Olivier Blanchard

RIEQUILIBRI NECESSARI

lavoce.info

15.10.2010

Banca d'Italia

DISPOSIZIONI DI VIGILANZA PRUDENZIALE PER LE BANCHE E
PER LE SIM; RECEPIMENTO DELLE MODIFICHE APPORTATE
DALLA DIRETTIVA 2010/76/CE ALLE DIRETTIVE 2006/48/CE E
2006/49/CE MODIFICHE ALLA DISCIPLINA PRUDENZIALE DEGLI
INTERMEDIARI VIGILATI NECESSARIE PER RECEPIRE GLI
EMENDAMENTI INTRODOTTI DALLA DIRETTIVA EUROPEA
2010/76/CE (cd. CRD III): recepimento direttive europee.

Agosto 2011

IMF, World economic and financial surveys

GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT: NAVIGATING THE
FINANCIAL CHALLENGES AHEAD

oct. 2009

George j Benston

THE FUTURE OF ASSET SECURITIZATION: BENEFITS AND COSTS
OF
BREAKING UP THE BANK

pubblicato in: global asset backed securities market 3

Steven L. Schwarcz

THE ALCHEMY OF ASSET SECURITIZATION,
Stanford Journal of Law, Business & Finance 133-154
1994

Marco Pagano, Paolo F. Volpin,

SECURITIZATION, TRANSPARENCY AND LIQUIDITY

November 30, 2010

EFA 2009 Bergen Meetings Paper & AFA 2010 Atlanta Meetings Paper

Rony Hamoui , STORIA MAESTRA DI VITA. E DI CRISI
FINANZIARIE, 21.06.2010

lavoce.info

George A. Akerlof, THE MARKET FOR "LEMONS": QUALITY
UNCERTAINTY AND THE MARKET MECHANISM

The Quarterly Journal of Economics

Vol. 84, No. 3

Aug. 1970

Uday Rajany, Amit Seruz, Vikrant Vig

THE FAILURE OF MODELS THAT PREDICT FAILURE: DISTANCE,
INCENTIVES AND DEFAULTS,

August 2, 2010

Pietro Reichlin, RICETTE CHE NON RISOLVONO LA CRISI

26.09.2008,

LAVOCE.INFO

Adam B. Ashcraft, Til Schuermann, Oliver Wyman

UNDERSTANDING THE SECURITIZATION OF SUBPRIME
MORTGAGE CREDIT

Federal Reserve Bank of New York paper

Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43

March 2008

Laeven, Luc, and Fabian Valencia

SYSTEMIC BANKING CRISES: A NEW DATABASE

IMF Working Paper 08/224 (Washington: International Monetary Fund)

2004

Laeven, Luc and Fabian Valencia,

“THE USE OF BLANKET GUARANTEES IN BANKING CRISES,”

IMF Working Paper

2008

Benjamin J. Keys, Harris Tanmoy K. Mukherjee, Amit Seru, Vikrant Vig

FINANCIAL REGULATION AND SECURITIZATION: EVIDENCE

FROM SUBPRIME LOANS, SCHOOL OF PUBLIC POLICY

London Business School

February 18, 2009

Martin Neil, Baily Douglas, W. Elmendorf, Robert E. Litan

THE GREAT CREDIT SQUEEZE: HOW IT HAPPENED, HOW TO

PREVENT ANOTHER

May 16, 2008

M. Balconi, L.Orsenigo, P.A. Tonelli

TRA GERARCHIE POLITICHE E MERCATI: IL CASO DI IMPRESE

PUBBLICHE IN ITALIA, IN MAGATTI: POTERE, MERCATI E

GERARCHIE

Bologna, il Mulino,

1995

A.D. Chandler, F. Amatori, T. Hikino

BIG BUSINESS AND THE WEALTH OF NATIONS,

Cambridge, New York, Cambridge University Press

1997

Tito Boeri, Luigi Guiso

L'EREDITÀ DI GREENSPAN

21.08.2007

pubblicato su LAVOCE.INFO

Case, Karl E. and Robert J. Shiller

IS THERE A BUBBLE IN THE HOUSING MARKET?

Brookings Papers on Economic Activity 2:2003: 299-342

2003

Credit Suisse

MORTGAGE LIQUIDITY DU JOUR: UNDERESTIMATED NO MORE

Equity Research. (March).

2007

Demyanyk, Yuliya and Otto Van Hemert

“UNDERSTANDING THE SUBPRIME MORTGAGE CRISIS.”

Unpublished paper, Federal Reserve Bank of St. Louis and New York

University. (February)

2008

Patrizio Messina

CARTOLARIZZAZIONI SENZA REGOLE COMUNI

16.02.2010,

lavoce.info

7°aggiornamento delle Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le Banche

IL MANTENIMENTO DI INTERESSI NELLA

CARTOLARIZZAZIONE: LE DISPOSIZIONI DI VIGILANZA DI

BANCA D'ITALIA SULLA RETENTION RULE,

pubblicato in data 28 gennaio 2011

E. monti

MANUALE DI FINANZA PER L'IMPRESA,

ISEDÌ,

2009, nuova edizione

Hal R. Varian

MICROECONOMIA

A cura di Medio A., CAFOSCARINA, edizione 6, 2007

F. Amatori, A. Colli,

IMPRESA ED INDUSTRIA IN ITALIA, DALL'UNITÀ AD OGGI

biblioteca Marsilio,

2008

Milgrom-Roberts

ECONOMIA, ORGANIZZAZIONE, MANAGEMENT, Il Mulino,

Bologna,

1994

Ferri, D'apice

CRISI FINANZIARIE E REGOLAMENTAZIONE: politiche economiche

per un capitalismo stabile,

Carocci editore,

2011

Allan Sloan

HOUSE OF JUNK

Fortune magazine,

29 ottobre 2007

Econbrowser

ANALYSIS OF CURRENT ECONOMIC CONDITIONS AND POLICY

Federal Reserve reverse repurchases

en.wikipedia.org

WWW.MATEMATICA.UNIBOCCONI.IT

Michael Jensen, William Meckling

THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOUR, AGENCY
COSTS, OWNERSHIP STRUCTURE

University of Rochester,

Journal of Financial Economics,

North Holland Publishing Company, pag 305-360

De Bonis, Ferri, LA CRISI DELLE SAVINGS AND LOANS
STATUNITENSI: CAUSE, SOLUZIONI ED IMPLICAZIONI
EVOLUTIVE

Servizio Studi Banca d' Italia

Mimeo, Roma,

1998

Benmelech, Dlugosz,

THE CREDIT RATING CRISIS, 2009,

NBER working paper

n°15045

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff,

IS THE 2007 U.S. SUB-PRIME CRISIS SO DIFFERENT? AN
INTERNATIONAL HISTORICAL COMPARISON

national bureau of economic Research (NBER)

Working Papers n°13761,

2008

Reinhart, Gavin, Kaminsky

AN EXAMINATION OF THE BANKING CRISES OF THE 1980S AND
EARLY 1990S

chapter 4: The Savings and Loan Crisis and Its Relationship to Banking.

Christopher Longinetti

THE CREDIT CRISIS IN COMMERCIAL REAL ESTATE

PSU Center for Real Estate, Quarterly & Urban Development Journal,
2nd Quarter 2009

Krugman, Paul

THE RETURN OF DEPRESSION ECONOMICS AND THE CRISIS OF
2008.

W.W. Norton Company Limited
2009

ISBN 978-0-393-07101-6

Summers, Lawrence,

"BEWARE MORAL HAZARD FUNDAMENTALISTS".

Financial Times.

Retrieved 2008-01-15. (2007-09-23)

C. Shapiro and J. Stiglitz

'EQUILIBRIUM UNEMPLOYMENT AS A WORKER DISCIPLINE
DEVICE'.

American Economic Review 74 (3), pp. 433-444
1984

Ho inoltre consultato i siti internet www.fitchratings.com e
www.moodys.com per comprendere come sono state elaborate alcune
statistiche, per vedere alcuni grafici di come funzionava il mercato degli
ABS e come erano dati rating elevati