

Roma, Maggio 2009

**Incontro con Fiom-Cgil del 13
Maggio 2009**

Le Origini e l'evoluzione della crisi finanziaria:
Principali elementi di valutazione

*a cura di **Rossana Venneri***

Indice

Sezione I	Origini
Sezione II	Cosa è successo
Sezione III	Perché
Sezione IV	Conseguenze
Sezione V	Interventi e Correzioni
Sezione VI	Scenari Futuri
Sezione VII	Risparmio Previdenziale

- Il modello americano di Bush e Greenspan.
- Gli effetti della politica monetaria espansiva e fiscale degli USA .
- Dopo il crollo di Borsa del 1987, e dopo gli attentati del Settembre 2001 i mercati vengono inondati di liquidità a tassi molto bassi.
- A sostegno dell'economia si favoriscono gli acquisti di nuove case, finanziati da mutui.
- Gli Usa spendono per finanziare le guerre al terrorismo (Afghanistan, Iraq)

- L'inflazione non cresceva grazie alla globalizzazione che assicurava prodotti e servizi a prezzi contenuti proveniente da Cina, India e altri paesi di nuova industrializzazione. E all'immigrazione che assicurava lavoro a basso costo.

Squilibri fondamentali nella bilancia dei pagamenti, nei conti pubblici e nei conti delle famiglie. Queste ultime avevano azzerato la propensione media al risparmio.

- Obiettivo di Bush e Greenspan, evitare una recessione che avrebbe fatto scoppiare la bolla immobiliare e avrebbe indebolito gli Usa.

- Politica monetaria ancorata alla crescita e all'inflazione, trascurando la bilancia dei pagamenti ed i conti pubblici.

- Molti Paesi Europei guardavano agli Usa come modello di riferimento ideale al sostegno della crescita
- Processo d'inasprimento delle diseguaglianze (all'interno dei singoli Paesi e a livello globale)
- Diseguaglianze di reddito e diseguaglianze di ricchezza (esistono 2 tipi di popoli)
- Un popolo che spende tutto il suo reddito, con conseguente discesa della domanda
- Un popolo che ha troppo reddito per riuscire a spenderlo, ed investe su asset finanziari, immobiliari, alla ricerca di redditività elevate

- In tal modo si creano 2 problemi: l'insufficienza della domanda, ed un meccanismo che tende sistematicamente a creare bolle speculative
- Aumento dei prestiti da parte della classe medio/bassa
- Globalizzazione della povertà, diffusa anche nei Paesi ricchi
- Grado insostenibile di perequazione nei Paesi democratici
- Diseguaglianze interne ai Paesi in aumento rispetto al 1990
- La distanza che separa lo sviluppo umano fra ricchi e poveri resta incolmabile

- Fallimento del Mercato, dei moderni mercati finanziari, ritenuti i più sofisticati del mondo
- 7 Febbraio 2007 – la Banca californiana New Century (istituto specializzato in mutui subprime) lancia un allarme utili. E' la prima avvisaglia della crisi che colpirà il mondo intero
- 8 Giugno 2007 – comincia il crollo di Wall Street che brucerà fino al 9/3/2009 31mila miliardi di dollari
- Febbraio 2008 – in Gran Bretagna la vittima si chiama Northern Rock, banca specializzata nei mutui, il Governo Britannico la nazionalizza dopo essere stata presa d'assalto dai risparmiatori presi dal panico

- 15 Marzo 2008 – Il colosso Bear Stearns finisce in crisi di liquidità. JP Morgan, con il sostegno della Federal Reserve la salva
- 15 Settembre 2008 – La Banca d'affari Lehman Brothers, in crisi da qualche mese, finisce in bancarotta. Il Governo Usa decide di non salvarla, da questo momento inizia un crollo vorticoso delle Borse.
- 19 Settembre 2008 – Dopo il crack Lehman il Governo Usa interviene. Salva Fannie Mae e Freddie Mac e Aig e vara il piano Paulson da 700 miliardi di dollari con l'obiettivo di acquistare i titoli tossici dalle banche.

•Fine 2008 – La crisi finanziaria si trasforma in una crisi dell'economia reale. Vanno in difficoltà industrie e famiglie. Molti Paesi finiscono in recessione. E' la prima volta che accade su scala mondiale.

•20 gennaio 2009 – Gli Stati Uniti hanno un nuovo Presidente: Barack Obama. Il neo Presidente ed il Ministro Geithner intervengono a sostegno dell'economia per "ripulire" I bilanci delle Banche dai titoli tossici.

- Il rischio finanziario è stato sottovalutato dagli operatori e dai supervisori (autorità di vigilanza) . L'innovazione finanziaria è stata talmente rapida negli ultimi anni, che gli operatori sofisticati non erano sempre in grado di comprendere a fondo la rischiosità degli strumenti finanziari costruiti.

- Il monitoraggio della rischiosità individuale di una singola azienda, non ha tenuto conto del rischio sistemico.

- I limiti della regolamentazione hanno innescato meccanismi amplificati degli shock. Più che da un fallimento del Mercato questa crisi è stata scatenata da un fallimento della regolamentazione.

•Il modello “originate to distribute” (si generano attività e si scaricano i rischi). Le istituzioni finanziarie hanno utilizzato un modello che prevede, tramite le cosiddette operazioni di cartolarizzazione, il trasferimento dei rischi dei loro investimenti ad altri operatori di Mercato.

•L’“azzardo morale” (l’irresponsabilità). Gli operatori economici si sono in molti casi sentiti incentivati ad intraprendere comportamenti temerari poichè pensavano che i costi di un eventuale esito negativo di queste scelte sarebbero ricaduti sulla collettività o su altre categorie di operatori. Molte banche hanno ritenuto di essere “troppo grandi” per fallire, e che a tutela dei risparmiatori sarebbero intervenuti gli Stati.

- I bonus milionari dei manager. Il sistema di incentivazione, basato su performance di breve periodo, ha incoraggiato l'assunzione di rischi elevati e la proliferazione di titoli tossici e prodotti rischiosi scaricati sul Mercato.

- Le Agenzie di rating, pagate da chi emette i titoli oggetto di valutazione, hanno avuto un chiaro conflitto di interessi. Tutte le operazioni di "cartolarizzazione" sono state valutate dalle agenzie di rating, ed acquistate da Banche e Fondi ed inserite nei portafogli di gestione (Cdo, Clo, Siv).

- L'utilizzo esagerato della cosiddetta "leva finanziaria" (la trappola del debito). Un eccessivo indebitamento sia delle famiglie (mutui), sia degli Investitori Finanziari (Banche, Assicurazioni, Fondi e Fondi Pensione) in titoli "cartolarizzati" con un'attività sottostante rischiosa.

- Rischio sistemico (contagioso) un rischio che coinvolge un intero sistema e non solo i singoli soggetti. La grande crisi è stata originata dal tracollo di alcune Istituzioni, generando una perdita di fiducia nei confronti del sistema finanziario, il quale a sua volta ha ridotto fortemente l'erogazione di credito al sistema economico. Da crisi finanziaria si è così passati ad una crisi dell'economia reale.

- Economia in recessione, con un aumento delle insolvenze nei confronti del sistema bancario da parte delle imprese alle quali sono state concesse linee di credito . E' prociclico (amplificatore) ciò che accompagna il ciclo economico e ne accentua gli aspetti.

- La sfiducia da parte delle banche nei confronti delle altre banche rende difficile alle istituzioni finanziarie il ricorso al mercato interbancario, fonte principale di finanziamento a breve da parte delle banche stesse. I tassi interbancari vanno alle stelle, le banche non hanno liquidità e non riescono a finanziarsi
- Le banche sono costrette a ridurre il loro attivo liquidando gli strumenti finanziari non tossici che per effetto di queste vendite perdono velocemente valore. I titoli tossici non hanno più mercato.
- I clienti perdono la fiducia nei confronti del sistema bancario e temono per i loro risparmi.
- Dopo tassi interbancari elevatissimi e liquidità inesistente, interviene la Bce a finanziare il sistema bancario.

- La maggior parte dei mercati finanziari di fatto non funzionano piu' e le istituzioni finanziarie centrali sono costrette ad esercitare un ruolo di garanzia dell'intero sistema delle bancario e a diventare di fatto il solo prestatore di fondi al sistema stesso.

- Alcune istituzione finanziarie fino a questo momento considerate a sicure sono costrette a dichiarare fallimento o vengono salvate con l'aiuto dei governi centrali con operazioni che di fatto scardinano le regole del gioco sulle quali si era basato il sistema finanziario negli ultimi decenni e piu'.

- Le consistenti perdite subite dalle banche mettono in discussione la loro solidita' patrimoniale e la possibilita' di continuare a svolgere la loro funzione di finanziatori del sistema produttivo

- Il panico si sparge a macchia d'olio coinvolgendo anche quei prodotti finanziari complessi non legati al mercato immobiliare e la cui solidità non è stata intaccata dalla crisi del mercato delle case in USA.

- Cominciano le vendite in massa di questi prodotti che non trovano controparte nelle istituzioni finanziarie che fino a quel momento avevano fatto da cassa di compensazione al mercato. Il mercato di alcuni strumenti finanziari di fatto si blocca.

- Le banche cominciano a svalutare questi strumenti finanziari in attesa di poterli vendere e cominciano a registrare consistenti perdite

•I governi sono costretti ad intervenire nel capitale delle banche in quanto unici investitori che sono disposti a prendere il rischio e ad accettare una redditività differita.

•La crisi finanziaria contagia l'economia reale con gli effetti che sono sotto gli occhi di tutti: disoccupazione, crescita negativa, impoverimento della popolazione, difficoltà di accedere al credito, contrazione dei consumi.

•Va sottolineato che un certo modo di fare banca caratterizzato dalla mancanza di diretto contatto tra debitore e creditore ha avuto la sua rappresentazione anche nella gestione finanziaria delle aziende industriali che sono state costrette a ridurre il credito commerciale ai loro clienti amplificando di fatto gli effetti della crisi finanziaria sull'economia reale.

- Gli interventi pubblici che sono stati messi in atto dai governi e dagli organi di vigilanza centrali sono stati senza precedenti e secondo alcuni non esenti da critiche.
- La gestione della crisi è stata frutto di improvvisazione (salvare Bear Sterns e Aig e far fallire Lehman) senza una strategia coerente e criteri prestabiliti.
- Gli interventi delle autorità di politica economica hanno contribuito ad aggravare lo sconcerto e a diffondere panico e paura.
- Gli interventi di politica monetaria hanno portato i tassi di interesse ai livelli piu' bassi storicamente, contestualmente e' stata aumentata la quantita' di denaro in circolazione.

- I governi sono intervenuti inizialmente con un ruolo di facilitatori-garanti di operazioni tra privati e successivamente come unici sottoscrittori della ricapitalizzazione di interi settori finanziari.
- Questi interventi hanno portato alla nazionalizzazione del sistema bancario in piu' di un paese occidentale.
- Secondo alcuni gli interventi statali sono stati effettuati in ritardo e non hanno avuto l'obiettivo di risolvere il problema alla radice.

- All'inizio della crisi sono stati formulati diversi piani rivolti a risolvere la crisi intervenendo sul problema sottostante (perdita di valore della casa e conseguente non rimborso del mutuo) che però non sono stati presi in considerazione a favore di misure volte ad attenuare gli effetti secondari (perdita di valore dei titoli legati al settore immobiliare).

- La presenza massiccia dello stato ha aperto il dibattito sulla riscrittura delle regole del gioco allo scopo di prevenire il ripetersi della crisi e l'eliminazione di quelle sperequazioni che l'attuale congiuntura ha maggiormente evidenziato

- Non tutti i paesi si sono mossi allo stesso modo, tale comportamento è stato dettato non soltanto da una diversa urgenza e serietà della situazione ma anche da effettive difficoltà di bilancio pubblico

- Una regolamentazione correttamente impostata dovrebbe rispondere a 2 esigenze. Correggere gli incentivi distorti dei singoli intermediari o operatori finanziari. Ridurre le esternalità negative ed il rischio sistemico, quindi la dimensione assoluta della leva finanziaria e la sua pro-ciclicità.

- Sarà necessario elaborare nuove e dettagliate procedure per gestire fenomeni complessi quali il fallimento delle grandi banche e più in generale politiche tese ad evitare l'aggravarsi di crisi sistemiche.

- Poichè le grandi banche sono multinazionali, le procedure dovranno essere coordinate a livello internazionale.

- La crisi non è finita .
- Non sarebbe corretto parlare di crisi del capitalismo o della globalizzazione
- La crisi è scoppiata per via di alcuni problemi tecnici riguardanti il funzionamento e la regolamentazione dei mercati finanziari, ed è stata acuita da una serie di errori commessi durante la gestione della crisi stessa. Adeguate e profonde riforme della regolamentazione finanziaria sono necessarie per un via d'uscita.
- L'attenzione e' comunque focalizzata sui dati macroeconomici e microeconomici trimestrali alla ricerca di una ragione per poter tirare un sospiro di sollievo

- Al momento i dati economici non danno una chiara indicazione dello stato di salute dell' economia mondiale anche se sembra essersi diffuso un certo consenso intorno allo scenario che il fondo sia stato toccato o che comunque sia molto vicino
- Rimane comunque un eccesso di capacita' produttiva del sistema che dovra' essere riassorbita e questo processo non sara' certamente indolore e privo di costi
- Sicuramente il sistema finanziario del futuro sara' sicuramente piu' regolamentato e sicuramente ci sara' un ritorno "al passato" nel modo di fare banca

- Considerazioni di carattere etico avranno un ruolo maggiore e alle banche sara' sicuramente chiesto di svolgere un ruolo maggiore nel perseguimento dell'interesse collettivo che dovra' essere integrato con il loro obiettivo reddituale.

- Un certo tipo di finanza "innovativa" e' auspicabile che non si ripresenti mai piu' ma nello stesso tempo bisogna essere prudenti e non avere preconetti nei confronti di quegli strumenti che durante questa crisi sono stati considerati cause mentre invece sono vittime.

- Dal punto di vista dei risparmiatori e investitori questa crisi ha scardinato le presunzioni che hanno dominato il modo di pensare degli ultimi decenni.

- Considerazioni legate al rapporto rischio/rendimento, al fatto che un rendimento superiore al tasso dei BOT, ad esempio, non può non accompagnarsi ad un rischio superiore, così come concetti quali capitale garantito torneranno ad assumere un ruolo centrale.
- Sarebbe altresì auspicabile che venisse meno una eccessiva ed esclusiva attenzione verso la valutazione dei risparmi e degli investimenti in termini relativi e spostare l'attenzione verso considerazioni oggettive e certe. Al fine di permettere una reale valutazione del rendimento del risparmio.
- La sfida delle riforme è quella di creare condizioni che riportino i mercati finanziari al servizio dell'economia reale, nel loro ruolo di allocatori efficienti delle risorse e del rischio.

•Come dice Jacques Attali, uno degli economisti più attenti alle prospettive della globalità, voluto da Sarkozy nel suo governo, per ridare stabilità al sistema finanziario globale bisogna seguire 2 linee guida ugualmente importanti.

•Da una parte le regole che devono essere globali e gestite da un'autorità sovranazionale, dall'altra le risorse.

•Prepararsi a cogliere le formidabili opportunità che le nuove tecnologie offrono per inventare un mondo nuovo.

•Governare l'esplosione delle transazioni finanziarie, creare una solidarietà ed una volontà internazionale per contrastare i cambiamenti climatici, consolidare nuovi parametri etici che convincano del fatto che *“l'umanità può sopravvivere soltanto se tutti si rendono conto che vale la pena di comportarsi meglio degli altri”*.

•La sfida più importante è quella di riuscire a far diventare lo sviluppo dei Paesi poveri il vero motore della salvezza economica dei Paesi ricchi.

Orizzonte Temporale:

- **L'età.** E' l'elemento chiave che determina l'orizzonte temporale dell'investimento. L'assioma dice che più lunga è la distanza dalla pensione, maggiore può essere l'esposizione al mercato azionario; un assioma vacillato durante questa crisi, ma non del tutto crollato. Il ciclo di vita, ad esempio, prevede l'adeguamento periodico di azioni e obbligazioni nel portafoglio degli aderenti a seconda dell'età anagrafica: con la quota massima di azioni all'inizio della vita lavorativa, per ridursi progressivamente fino a zero vicini alla quiescenza.

Orizzonte Temporale:

• **L'anzianità aziendale.** Di pari passo con l'anzianità anagrafica, determina non solo la possibilità di ottenere anticipazioni dal proprio fondo pensione – dopo otto anni di permanenza -, ma anche la possibilità di restituire al fondo la cifra di permanenza, detraendola fiscalmente. Movimenti che possono incidere sul piano previdenziale e sul comparto cui si aderisce

Benchmark:

- **Il benchmark**, parametro di riferimento, consente un controllo utile delle capacità del gestore, ma non esaustivo.
- Tra gli aspetti più discutibili del benchmark quella sorta di “**effetto gregge**” che caratterizza i rendimenti dei fondi pensione. La maggior parte sono gestiti in maniera passiva, puntando a non discostare i rendimenti dalla rivalutazione del benchmark. Sono caratterizzati da una scarsa innovazione con conseguente incapacità a gestire momenti di crisi finanziarie.
- Si definisce un buon gestore, quello capace di “**battere**” il benchmark, anche se i due dati hanno un segno negativo spesso anche significativo.

L'asset allocation.

- L'attuale crisi dei Mercati Finanziari ha sostanzialmente mutato lo scenario di riferimento, dopo anni di rialzo dei mercati azionari. Gli operatori si sono trovati ad affrontare una situazione sconosciuta e complessa.
- In queste condizioni di mercato è quindi diventato sempre più difficile comprendere quali fossero le strategie "decorrelate" dai mercati che potessero effettivamente consentire di ottenere rendimenti positivi e stabili.
- In tali situazioni anche i tradizionali investimenti "alternativi" hanno spesso forti difficoltà a generare rendimenti positivi: sono questi scenari "alternativi" di mercato che devono spingere alla ricerca di strategie indipendenti dall'andamento dei mercati.

Le politiche di investimento alternative.

- Le nuove politiche di investimento si basano su 4 approcci fondamentali: le strategie macro, la volatilità, i trend, e le strategie cosiddette di arbitraggio. Approcci validi sia sui mercati obbligazionari che azionari e valutari.

- Le strategie macro.** L'approccio "macro" è quello più tradizionale, fa riferimento alle aspettative di variazione di prezzi provocati dall'andamento dei fondamentali macroeconomici (crescita, tasso di inflazione, bilancia dei pagamenti)

- **La volatilità.** Considerata tradizionalmente un indicatore di rischio, se ben utilizzata è una fonte di performance.

•**Il trend.** Cavalcare l'andamento dell'economia per realizzare performance stabili e durature.

•**Le strategie di arbitraggio.** Strategie "decorrelate" dal mercato sono ad esempio quelle che sfruttano arbitraggi, cioè inefficienze che si presentano con regolarità sui mercati finanziari e che consentono di realizzare rendimenti positivi con bassa volatilità.

•I metodi che puntano a realizzare performance grazie alla volatilità, I trend e gli arbitraggi, richiedono strumenti complessi di analisi quantitativa.

- Sarebbe un errore demonizzare i mercati finanziari quando le responsabilità del disastro sono nelle regolamentazioni e nei mancati controlli.

- La maggior parte delle Sgr fa capo, ancor oggi, ad Istituti Finanziari, limitandone una consulenza realmente indipendente nelle scelte di investimento.

Cavalcare i trend demografici e dell'economia per realizzare performance di Borsa positive e relativamente stabili, potrebbe essere una strategia per gli investitori di lunghissimo termine. Dalle grandi infrastrutture, alla salute, dalle energie rinnovabili al business dell'agricoltura intensiva.

- Nei prossimi anni la popolazione oltre i 65 anni crescerà quattro volte più velocemente rispetto all'andamento demografico totale. Questo trend favorirà due segmenti distinti: quello della biotecnologia e quello dei farmaci generici.

- L'intero settore dei prodotti agricoli e per l'alimentazione si sta evolvendo rapidamente. L'aumento della ricchezza nei Paesi emergenti spinge verso l'alto la domanda di cibo di buona qualità.

Il trend dell'economia verde, accelerato dalla crisi economica e dai piani di riconversione voluti dal Presidente Obama, spinge nel campo dell'energia, l'eolico, il solare e le biomasse. Vento e solare sono le due forme di energia rinnovabile più promettenti e con tassi di crescita sostenibili nel lungo periodo.

Le correzioni del Mercato, il riprezzamento degli asset, la trasformazione delle economie globali, richiedono oggi un ripensamento degli investimenti e lasciano spazi a nuove opportunità.

- Benchmark e investimenti di “nuova generazione” come gli *absolute return* e *strategie combinate con zero coupon governativi*, sono più garantisti di indici finanziari volatili.

- Il risparmio richiede “**rispetto**”. Deve essere *protetto, tutelato e salvaguardato* sempre, ma ancor più quando si tratta di risparmio pensionistico.

Roma, Maggio 2009

“La scoperta consiste nel vedere quello che tutti vedono e nel pensare quello che nessuno pensa”

Albert Von Szent-Gyorgyi (1893-1986)

Le principali fonti utilizzate per i rif. citati nella presente:

*Il Sole 24 ore
L' Economist
Affari e Finanza
Corriere Economia
Prometeia*