

Voglio dedicare la tesi alla mia ragazza e alla mia famiglia.

Ringrazio tutti quelli che mi hanno aiutato nel mio percorso di laurea, durante ogni esame , durante lo sviluppo della tesi e ogni volta che ne avevo bisogno.

INDICE

Introduzione	4
Capitolo 1 Le possibili scelte di portafoglio prima della crisi	5
Capitolo 2 Come cambiano le scelte quando il rischio arriva sul mercato	12
Capitolo 3 Un nuovo attore arriva sul mercato	15
Capitolo 4 La curva dei rendimenti	22
Capitolo 5 Quali comparti azionari hanno guadagnato maggiormente dal QE?	28
Capitolo 6 Bad news is a good news	45
Conclusioni	60
Bibliografia	61
Sitografia	62

INTRODUZIONE

Gli argomenti da me affrontati nello sviluppo della tesi sono vasti, e per questo alcuni di essi non hanno avuto tutto lo spazio necessario alla loro discussione completa. Lo scopo di questa lavoro è quello di valutare gli impatti nel mondo finanziario, inteso come mercati mobiliari, delle politiche poste in essere dalle banche centrali per uscire dalla crisi che ha investito il mondo dal 2008 in poi. Ho cercato di analizzare mercati obbligazioni e azionari prima e dopo, mettendo in rilievo le correlazioni che erano presenti e che oggi si ritrovano ad essere cambiate in maniera drastica.

Essendo quindi le mie ricerche svolte su qualcosa di nuovo e quindi poco documentato le conclusioni che ho tratto durante lo sviluppo di questo lavoro sono frutto delle conoscenze che ho appreso nel mio percorso.

Gli argomenti da me affrontati partono dalle teorie del portafoglio illustrate da Harry M. Markowitz , passando poi per una valutazione del rischio.

Successivamente sono passato alla valutazione dell'influenza che le banche centrali esercitano nei mercati finanziari, fornendo liquidità e intervenendo direttamente sui mercati del debito.

La parte finale del mio lavoro è invece concentrata sullo studio delle curve dei rendimenti e sui comparti del mercato azionario che sono stati più influenzati dalle politiche straordinarie adottate dalle banche centrali.

Capitolo 1

LE POSSIBILI SCELTE DI PORTAFOGLIO PRIMA DELLA CRISI

Quando un investitore si trova davanti al problema della composizione di un portafoglio ben diversificato, deve prendere in considerazione quelle che sono le macro categorie di investimento.

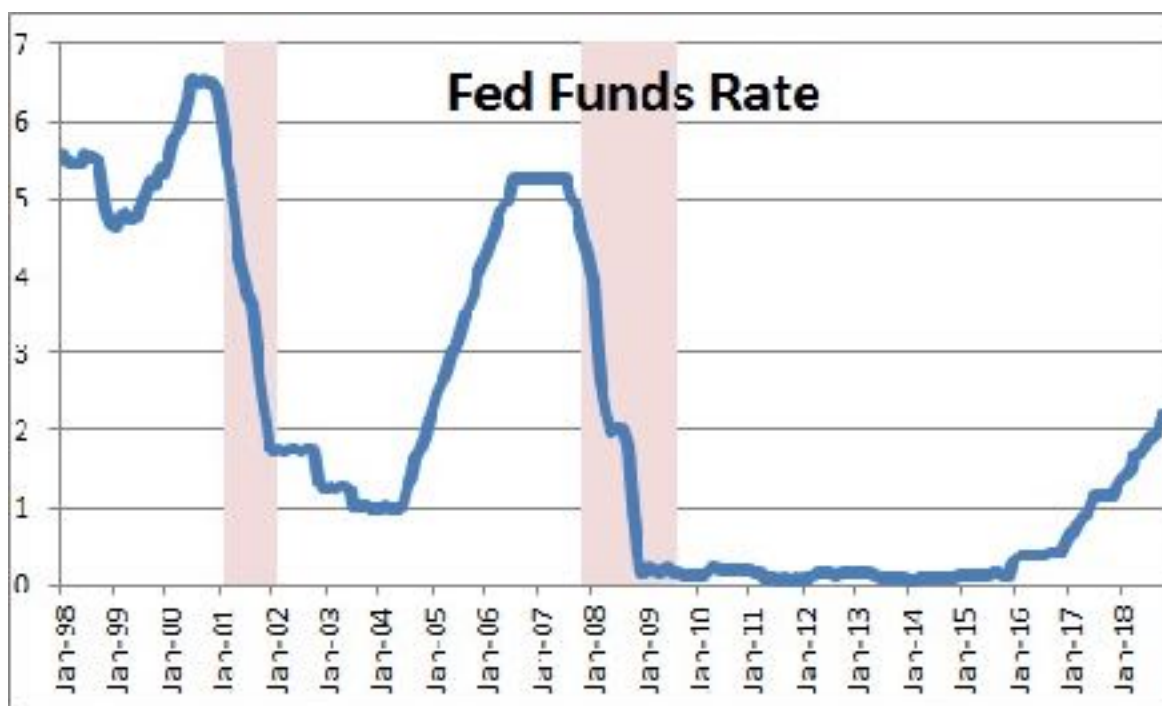
La diversificazione è fondamentale, poiché esiste una correlazione inversa tra rischio del portafoglio che tende a diminuire con l'aumentare dei titoli acquistati.

Deve quindi guardare al mercato monetario, al mercato obbligazionario e al mercato azionario.

Prima della crisi finanziaria del 2007 ci trovavamo in una situazione in cui i tassi nominali erano ampiamente positivi.

Come mostra la Figura 1 per il caso statunitense e la Figura 2 per quello europeo.

Figura 1 : Tassi Federal Reserve



Fonte : Federal Reserve

Figura 2 : Tassi Banca Centrale Europea

Fonte : European Central Bank

Questo permetteva agli investitori di confrontare rischi e rendimenti offerti e di poter così compiere scelte allocative.

La liquidità era sostanzialmente una risorsa preziosa e le tre macro categorie principali erano in competizione per attrarla a sé, questo, generava delle correlazioni dal punto di vista statistico, dove solitamente ad aumenti dei prezzi delle azioni, corrispondevano delle diminuzioni dei prezzi delle obbligazioni.

Questo fenomeno era connesso ad un miglioramento delle prospettive sull'attività economica, le quali spingono gli operatori del mercato ad aumentare le posizioni sul mercato azionario a discapito di quelle su un mercato obbligazionario meno rischioso ma allo stesso tempo meno redditizio (situazione di RISK ON).

Caso opposto si verifica durante le discese del mercato azionario (fase di RISK OFF), dove si vedevano acquisti sul mercato obbligazionario, utilizzando la liquidità generata dalla vendita di azioni.

Questo fenomeno è dovuto ad un pessimismo sulle condizioni economiche che spinge gli operatori ad uscire dal mercato azionario, per andare alla ricerca di una allocazione più sicura del denaro.

Quando si parla di teoria del portafoglio, non si può evitare di parlare di uno dei metodi pionieri, sviluppato da Harry M. Markowitz.

Prima di introdurre la sua teoria del portafoglio, è necessario fare una premessa.

In genere gli investitori non detengono tutta la loro ricchezza in un unico investimento, ma tendono a dividerla in parti più o meno uguali

Questo avviene poiché nessuno conosce il futuro, e anche se un investitore è più consapevole degli altri presenti sul mercato, poiché è in grado di valutare meglio le informazioni a disposizione (ipotizziamo che non esistano soggetti che sono a conoscenza di dati “privati”), nonostante ciò non avrà mai la certezza che qualcosa avvenga ma lo riterrà più o meno probabile.

Questa probabilità lo porterà a non rischiare di perdere una parte eccessiva del suo capitale in un unico investimento, ed è proprio sul “non riporre tutte le uova nello stesso paniere”, che è basata la sua teoria, che fu pubblicata sul “journal of Finance” nel 1952.

Come tutti i modelli economici, anche il seguente per funzionare ha la necessita di alcune ipotesi:

- 1) gli investitori selezionano i portafogli sulla base del **rendimento medio atteso** (si basano su dati storici per prevedere un valore medio

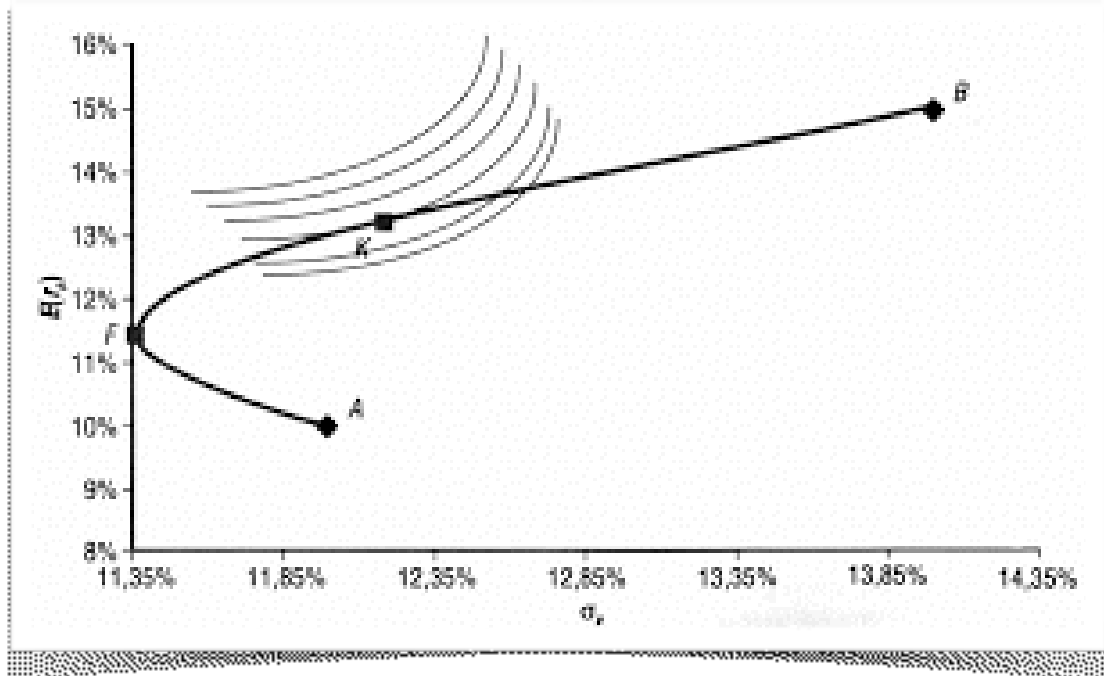
es; il rendimento medio storico basato sull'S&P 500 è pari all'11,3% e su questa ipotesi statistica si basa il mio rendimento atteso) e sul **rischio atteso** (viene misurato sulla volatilità storica che per questo paniere si attesta al 20%, ciò significa, come indicazione di massima che componendo il portafoglio come il paniere posso attendermi un rendimento compreso tra il + 31,3% e il -8,7%)

- 2) L'orizzonte temporale è uni-periodale
- 3) Gli investitori sono avversi al rischio (esistono tre tipologie di investitori; quelli avversi al rischio, quelli indifferenti e quelli amanti del rischio, i primi per ogni unità di aumento del rischio vogliono un incremento più che unitario, i secondi vogliono un aumento proporzionale, mentre gli amanti possono tranquillamente sostituire rischio e rendimento scambiandoli tra loro, quindi nel modello viene preso in considerazione un investitore cosciente che all'aumentare del rischio che dovrà sostenere vorrà essere ricompensato in maniera adeguata, quindi stiamo parlando di un investitore razionale mentre nel secondo caso si parla di investitori che non conoscono i pericoli che affrontano e nel terzo di giocatori d'azzardo)

Dalla prima e dalla terza ipotesi poste ci ricaviamo il principio della **media varianza**, il quale stabilisce che tra due opzioni di investimento noi andremo sempre a scegliere quella che a parità di rendimento presenta il profilo di rischio più basso e quindi la minor deviazione standard come mostrato nella figura 3.

Se noi andiamo a costruire un grafico, unendo tutti i punti, che non sono altro che portafogli ideali, che hanno massimo rendimento per minore rischio, troveremo la frontiera efficiente.

Figura 3 : Frontiera efficiente



Fonte : Teoria del portafolio Harry M. Markowitz

Un investitore che presenta tutte le ipotesi iniziali.

Durante la costruzione di un portafoglio si sposterà lungo la frontiera efficiente.

Capitolo 2

COME CAMBIANO LE SCELTE QUANDO IL RISCHIO ARRIVA SUL MERCATO

Per analizzare le scelte fatte dagli operatori bisogna capire prima di tutto cosa si intende con il termine rischio nel contesto dei mercati finanziari, come viene classificato e perché è fondamentale per la scelte che devono essere prese:

1)**Rischio di prezzo (specifico)**; acquistando un titolo azionario si diviene soci e si partecipa per intero al rischio economico dell'azienda stessa.

La remunerazione del titolo è legata all'andamento economico e in caso di fallimento si viene rimborsati solo dopo aver liquidato tutti i creditori, si corre quindi il rischio potenziale di perdere totalmente il capitale investito nell'azienda.

2)**Rischio di liquidità** ; è il rischio di non riuscire a disinvestire in tempi brevi il titolo, ossia convertire in tempi brevi in moneta.

Questo rischio è tanto minore quanto maggiori sono gli scambi che mediamente vengono effettuati sul titolo stesso nei mercati in cui viene trattato.

3)Rischio cambio ;è il rischio che si corre quando si acquista un titolo in valuta straniera senza proteggersi dalla variazione delle valuta domestica nei confronti della valuta in cui il titolo è emesso.

4)Rischio di mercato ; è il rischio derivante dall'andamento generale del mercato si può misurare con strumenti derivanti dal rapporto tra opzioni call e put (volatilità del mercato).

Queste sono alcune delle tipologie di rischi con i quali si ha a che fare nei mercati, e siccome non si posso eliminare vanno gestiti.

Spesso, si può riscontrare un alta correlazione tra le varie tipologie di rischio, perché quando il mercato viene percepito come più rischioso nel suo complesso, anche i rischi specifici aumentano.

Allo stesso tempo la liquidità tende a diminuire nelle fasi di stress, aumentando quindi il rischio di non poter smobilizzare un possibile asset.

Tutti i rischi devono essere sommati fra di loro per ogni specifico titolo, così da riuscire ad identificare il giusto valore per il rischio che un determinato titolo avrà in prospettiva.

Per capire le dinamiche future non ci si può soffermare sul passato.

Risulta infatti quasi inutile leggere i bilanci, dato che un titolo prezza le dinamiche future, e i dati sono già vecchi quando sono resi disponibili.

Molto più importanti risultano essere le guidance, ovvero le stime che i management rilasciano per i trimestri futuri (permettono anche di capire come le aziende sono posizionate rispetto ai loro piani strategici).

Uno dei fenomeni che generalmente si presentavano durante le fasi calde dei mercati (risk on) era quella del cosiddetto “fly to quality” ovvero di un passaggio della liquidità dagli asset più remunerativi ma più rischiosi, a quelli meno redditizi ma considerati più sicuri.

Solitamente si acquistano yen giapponesi nel valutario, titoli di stato tedeschi , mentre per gli operatori che devono avere per forza una percentuale di azionario in portafoglio (fondi azionari o bilanciati), si tendono a preferire titoli di consumo e utility.

Generalmente tali settori risultano meno legati al ciclo economico e anche nelle fasi recessive tendono a reggere meglio l’urto.

La fase più delicata per un operatore, è quella in cui si trova a prendere delle decisioni.

In questa fase ,influenzata dal sentiment del mercato,è necessario mettere a confronto tantissimi asset ,analizzare per ciascuno di essi i rischi futuri e le prospettive di crescita.

Il prezzo in ogni momento incorpora già tutte le notizie di pubblico dominio e i relativi rischi.

È inoltre fondamentale capire in un determinato momento quanta crescita futura è già incorporata in un titolo.

Solitamente si dice che i mercati anticipano la crescita dei 6/9 mesi futuri.

Capitolo 3

UN NUOVO ATTORE ARRIVA SUL MERCATO

La crisi finanziaria esplosa nel settore immobiliare americano ha costretto le banche centrali ad applicare politiche non convenzionali.

Abbiamo assistito a due approcci diversi, tra le FED e la BCE.

La prima è intervenuta rapidamente dopo aver sottovalutato in prima istanza il rischio effettivo e le dimensioni che una crisi senza precedenti stava riversando in America e nel resto del mondo.

Dato che i mutui che venivano concessi dalle banche erano privi di garanzie, non restavano nei loro bilanci, ma venivano inseriti in prodotti finanziari chiamati CDO.

I CDO (collateralized debt obligation) ,garantivano agli investitori rendimenti elevati.

A giudizio delle agenzie di rating che è bene ricordare essere società private per lo più controllate da grandi investitori come Moody's dove Il primo azionista , con una quota maggioritaria del capitale, risulta Warren Buffet, con la holding Berkshire Hathaway.

Successivamente, compaiono in ordine Capital World Investment (con il 12,60%), ValueAct Capital, T. Rowe, Vanguard, State Street e BlackRock.

Fonte: wikipedia

“Le aziende pagano S & P, Moody’s e Fitch per valutare i loro problemi di debito. Di conseguenza, alcuni critici hanno sostenuto che le agenzie di rating del credito sono soggette a questi emittenti e che i loro rating non sono oggettivi come dovrebbero, a causa di questo modello “pay-to-play”.”

Fonte: webeconomia, luca scialò ; Agenzie di rating , cosa sono, come funzionano e perché sono temute.

Questi prodotti sintetici creati dalle grandi banche erano formati da diversi prodotti finanziari come rate dei mutui, delle carte di credito, prestiti studenteschi, credito al consumo ecc..

Venivano valutati come ottimi investimenti, poiché molto diversificati.

In realtà i rating elevati erano assegnati non sul reale valore che era difficile da valutare , ma veniva dato in accordo con la banca che strutturava questi prodotti.

Se l'agenzia avesse voluto assegnare un giudizio ritenuto troppo basso, dalla banca, semplicemente quest'ultima sarebbe andata dalla concorrenza (chiaro esempio di conflitto di interesse).

L'approccio della BCE fu completamente errato a mio modo di pensare.

In Europa la banca centrale ha un mandato diverso rispetto a quello che viene attribuito alla FED in America.

Infatti la banca centrale europea ha il solo obiettivo di controllare i prezzi, che devono crescere ad un ritmo vicino ma inferiore al 2% annuo.

Questo poiché se si fosse scelto lo 0 avremmo avuto probabilmente delle zone in cui vi era deflazione.

Mentre in America si abbassavano i tassi in Europa fù fatta una scelta diversa, ritoccando i tassi verso l'alto.

Come risposta abbiamo ottenuto un cambio più forte, che raggiunse vette storiche nei confronti del dollaro proprio in quel periodo.

Come si può vedere chiaramente dalla figura 4.

Figura 4: grafico del cambio euro dollaro



Fonte: tradingview

Questo si tradusse in una perdita di competitività delle industrie europee, (che notoriamente hanno una vocazione all'esportazione) in un momento di grande difficoltà per il commercio internazionale, dovuta alla crisi finanziaria.

Solamente quando si accorsero che le proporzioni della crisi erano devastanti ci fu un'inversione ad "U" da parte del board della BCE e nel giro di sei mesi portarono i tassi di riferimento dal 4 all'1%.

Possiamo notare che l'utilizzo da parte delle banche centrali dei tassi per stimolare l'economia nelle fasi recessive e per frenarla nelle fasi espansive, sono operatività standard per le banche centrali.

L'allentamento quantitativo invece è uno strumento nuovo che è giunto in aiuto ai banchieri centrali, nel momento in cui abbassare i tassi non era più sufficiente.

In europa il QE non fu avviato nel pieno della crisi come fecero invece la FED e BOE, ma si dovette aspettare il 2014 e solo con la deflazione che attanagliava l'europa fu avviato il programma di acquisti di titoli governativi .

Tuttavia non tutti gli stati furono inclusi, ma bensì solamente quelli che potevano vantare almeno un giudizio di investment grade da parte di una delle principali 4 agenzie di rating nord americane.

Oggi possiamo cercare di analizzare ex post gli effetti del QE.

Tuttavia a differenza di quello che i banchieri centrali si aspettavano in termini di inflazione, non ci sono stati grossi effetti sui prezzi dei beni dall'immissione di liquidità nel sistema.

Le teorie monetariste sostenevano che $M=V*P$, dove M è la moneta creata, V è la velocità di circolazione che nel breve periodo possiamo considerare costante e quindi trascurabile, mentre P sono i prezzi.

Se analizziamo questa relazione, dato che V risulta essere una costante, ad un aumento di M dovrebbe corrispondere un aumento di P.

La moneta creata si sarebbe dovuta trasferire nei prezzi aumentandoli sotto forma di inflazione, ma così non è stato, anzi per essere più precisi non si è trasferita nei prezzi degli asset reali, ma bensì nei prezzi degli asset finanziari.

Se si volessero analizzare oggi i mercati finanziari con un multiplo semplice come il rapporto PRICE/EARNINGS, possiamo notare come mediamente i mercati nel loro complesso risultino su prezzi molto elevati.

Questo perché le enormi masse di liquidità create dalle banche centrali con operazioni straordinarie come TLTRO o QE hanno inondato le banche private di liquidità nella speranza di far ripartire il mercato dei prestiti e quindi di conseguenza di evitare un credit crunch, così da stimolare la domanda di beni.

A causa delle operazioni di QE le banche centrali sono diventate i primi detentori di debito pubblico.

Questa forte domanda da parte delle istituzioni centrali fece aumentare i prezzi e di conseguenza abbattè i rendimenti.

Tuttavia questo calo repentino dei rendimenti ha spinto gli operatori alla ricerca di investimenti più fruttuosi nei mercati azionari.

Ovviamente questo portò ad aumentare i multipli a cui i titoli mediamente vengono scambiati su livelli record come si vede in figura 5.

Figura 5 : Bande di multipli nel mercato americano



Sources: Thomson Reuters Datastream, DKBomborg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, as of 2/21/10
* Each band represents the S&P 500's hypothetical price development assuming a P/E multiple of 10, 12, 14, 16, 18 and 20

Fonte: Deutsche Asset Management

Capitolo 4

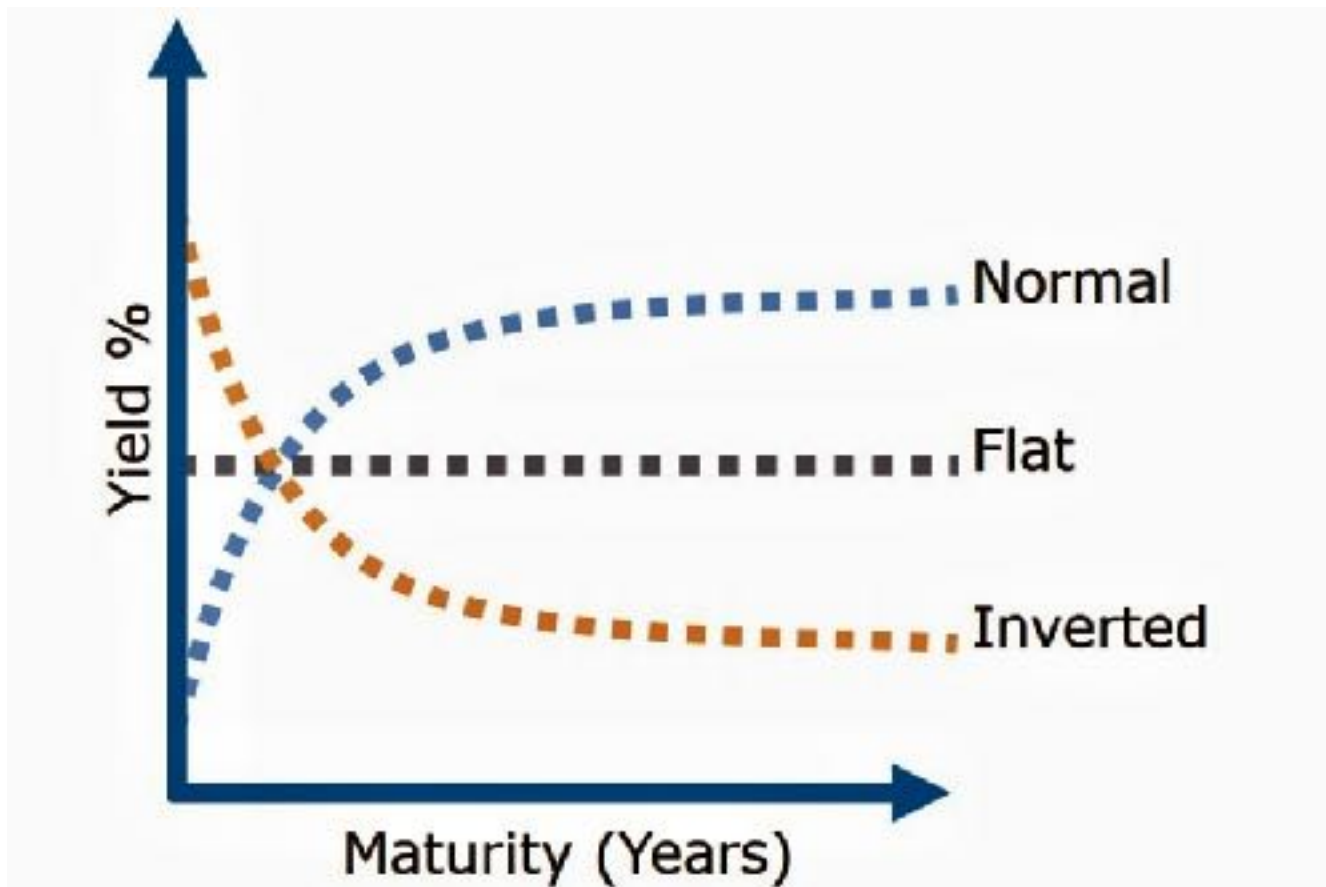
LA CURVA DEI RENDIMENTI

Per curva dei rendimenti si intende la curva formata dalle scadenze dei titoli di debito emessi da un soggetto giuridico, quindi da titoli che scambiano su un mercato secondario, e che sono emessi dallo stesso emittente ma con scadenze diverse nel tempo e quindi una con vita residua e rendimenti diversi.

In generale possiamo avere a che fare con tre tipologie di curve nel momento in cui andiamo ad analizzare le emissioni di un determinato emittente.

Gli emittenti esaminati sono paesi come gli USA, Italia, Germania ecc, anche se l'analisi si può estendere ad un emittente privato (il mio studio si limiterà ai primi).

Figura 6: Curve dei rendimenti



Fonte: wikipedia

La prima che ci troviamo ad esaminare è una curva di tipo crescente, quindi con scadenze che mano a mano che ci spostiamo nel tempo assumono rendimenti maggiori.

In genere una curva così formata, segnala che gli operatori hanno aspettative di aumenti dei tassi negli anni o nei mesi a venire, infatti per assumersi il rischio di un titolo a lunga scadenza vogliono essere ricompensati con dei rendimenti maggiori proprio perché i prezzi sono correlati in maniera inversa al rendimento delle obbligazioni.

Quindi se si hanno aspettative di nuove emissioni che avverranno a tassi maggiorati gli operatori sono venditori di titoli a lunga scadenza.

In generale una lettura di questo tipo è correlata a dinamiche di crescita economica o a previsioni di aumenti dei tassi di inflazione e quindi di una banca centrale che si prepara a ritoccare i tassi verso l'alto.

La seconda curva che si può presentare sui mercati è una curva piatta, dove possiamo trovare titoli a lunga scadenza che hanno gli stessi rendimenti dei titoli a breve termine.

Una situazione del genere può identificare una fase di stallo nel board di una banca centrale, dove si aspetta di vedere il comportamento

dell'economia per capire se le politiche future saranno accomodanti oppure restrittive.

Questo ci segnala un'economia che continua per la sua strada o comunque un'economia che non ha livelli inflativi preoccupanti, che lasciano la banca centrale libera dal dover modificare le politiche monetarie nel breve termine.

Il terzo tipo di curva è quella più preoccupante, ovvero una curva invertita, dove i tassi a breve termine superano le scadenze a lungo, ipotizzando così una diminuzione del costo del denaro da parte delle autorità monetarie.

Questo fenomeno si presenta quando l'economia è diretta verso un rallentamento o verso una recessione.

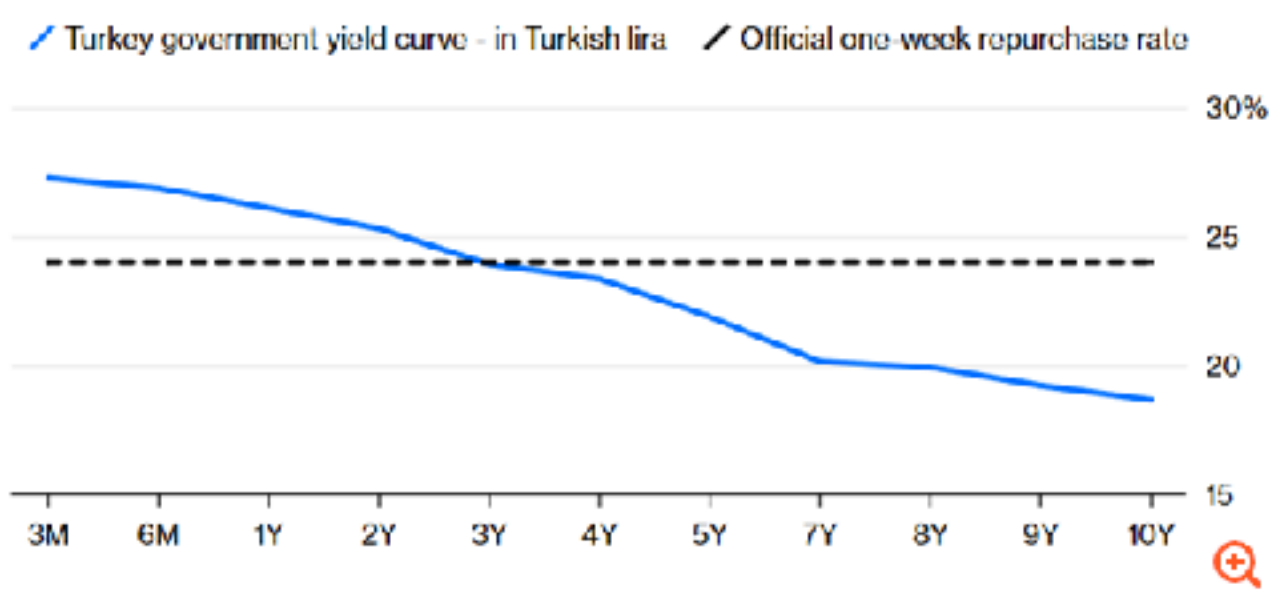
Gli operatori allora iniziano a scommettere su un abbassamento del tasso di riferimento e lo fanno vendendo titoli a breve termine e comprando le scadenze più lontane.

Ovviamente tanto maggiore sarà l'inclinazione e tanto più ampie saranno le dinamiche che ci troviamo ad osservare.

In generale, situazioni di crisi monetaria come quella vissuta di recente dalla Turchia presentano una differenza notevole tra i tassi a breve e quelli a lungo infatti nel suddetto caso siamo arrivati ad un costo del denaro

superiore al 24% con un tasso decennale vicino al 17%, come mostrato in figura 7

Figura 7: curva dei rendimenti della Turchia



Fonte : [investing.com](https://www.investing.com)

Dopo una prima introduzione si può notare come le curve non hanno una funzione previsionale diretta sulle dinamiche di crescita di un paese ma possono essere un indicatore su ciò che il mercato si aspetti diparte delle banche centrali.

Tuttavia spesso queste decisioni sono collegate all'andamento economico(nei limiti del mandato e quando la politica non mina all'indipendenza delle banche centrali).

Questo perché le banche centrali devono raggiungere determinati obiettivi come ad esempio un certo tasso di disoccupazione o devono aiutare a raggiungere certi livelli di crescita evitando di far aumentare i tassi quando aumenta la spesa governativa.

certamente gli obiettivi influenzano la pendenza delle curve stesse, ma non è l'unico fattore che ne determina forma e pendenza.

Inoltre non tutte le banche centrali hanno gli stessi obiettivi da raggiungere e questo implica che risposte diverse agli stessi problemi restituiranno curve diverse.

Tuttavia l'importanza di un'analisi delle curve, durante la composizione di un portafoglio non è secondaria ad altre dinamiche.

Come si può notare, oggi la liquidità iniettata o drenata dalle banche centrali è diventata il driver principale dei mercati, facendo viaggiare a braccetto mercati obbligazionari e azionari e mettendo spesso in secondo piano la maggior parte dei dati macroeconomici.

Capitolo 5

QUALI COMPARTI AZIONARI HANNO GUADAGNATO

MAGGIORMENTE DAL QE?

Se esaminiamo il comparto obbligazionario possiamo notare come il QE abbia aiutato ad abbassare i rendimenti dei titoli di stato.

Questo ha permesso agli stati che risultavano avere un merito creditizio detto di “investment grade” da parte delle 4 società di rating nord americano, di rifinanziare il debito nel mercato primario a tassi vantaggiosi per i debitori.

Poiché nel mercato secondario interveniva la BCE ad acquistare i titoli.

Ovviamente quando si abbassano i rendimenti dei titoli governativi la stessa cosa succede anche per quanto riguarda i corporate bond.

Nel mercato azionario il discorso è diverso , poiché il QE incide in maniera indiretta sulle quotazioni azionarie.

Permettendo alle aziende di finanziarsi , riducendo il rischio di crisi di liquidità, e soprattutto permette di farlo con un servizio del debito a dei livelli significativamente bassi .

A livello azionario i comparti che sono stati sostenuti maggiormente dal programma della banca centrale sono risultati essere;

quello industriale, poiché hanno potuto beneficiare del ribasso generalizzato del costo del debito (quindi della possibilità di fare ricerca e investimenti).

Quello delle utility, ovvero società che hanno crescite lente e costanti nel tempo ma che sono costrette ad avere un'importante situazione debitoria, dato che devono reinvestire annualmente gran parte dei profitti.

In condizioni normali il loro alto indebitamento tende ad appesantire il conto economico, quindi, sono senz'altro la categoria che ha guadagnato maggiormente dai bassi tassi.

Un altro settore che normalmente gode di buona salute in un periodo di tassi bassi è il settore immobiliare, poiché tassi bassi permettono di indebitarsi più facilmente, sostengo il comparto.

Il settore più interessante da analizzare è sicuramente quello bancario.

Infatti per una banca il QE ha effetti sia sul lato dell'attivo che del passivo.

Per capire se sono state penalizzate o aiutate dalle politiche ultra accomodanti delle banche centrali bisogna analizzare come gli IAS/IFRS

permettono alle banche di classificare le attività finanziarie che vanno a comporre lato attivo e passivo dei propri bilanci.

Il profilo contabile dei titoli nel portafoglio di proprietà delle banche

L'analisi proposta di seguito prende in esame il trattamento contabile riservato agli investimenti in titoli, detenuti dalle banche, all'interno del bilancio bancario.

Il quadro normativo italiano di riferimento è rappresentato dai principi contabili internazionali IAS/IFRS (International Accounting Standards e International Financial Reporting Standards) e dalla circolare di Banca d'Italia n.262 del 22 dicembre 2005 (Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione).

Con riferimento ai primi rileva in particolare il D.lgs 38 del 28 febbraio 2005, che ha dato applicazione all'obbligo per le banche, sottoposte alla vigilanza della Banca d'Italia, di redigere, in conformità ai principi contabili internazionali, il bilancio consolidato a partire dall'esercizio 2005 e il bilancio di esercizio a partire dal 2006, con l'opzione in quest'ultimo

caso di anticipare all'esercizio precedente.

Per quanto concerne, invece, la circolare 262/2005 (primo aggiornamento del 18 novembre 2009), essa fornisce una serie di informazioni inerenti agli schemi di bilancio (lo stato patrimoniale, il conto economico, il prospetto della redditività complessiva, il prospetto delle variazioni del patrimonio netto, il rendiconto finanziario e la nota integrativa) e alla relazione sulla gestione.

Definizione di strumento finanziario in base ai principi contabili internazionali

Il principio contabile internazionale IAS 32 (Strumenti finanziari: esposizione nel bilancio) propone una definizione alquanto ampia e generica di strumento finanziario.

Si definisce strumento finanziario come "un qualsiasi contratto che dia origine ad un'attività finanziaria per un'entità e a una passività finanziaria o a uno strumento rappresentativo di capitale per un'altra entità".

In particolare:

- per attività finanziaria si intende una qualsiasi attività rappresentata da: disponibilità liquide, uno strumento rappresentativo di capitale di un'altra entità, un diritto contrattuale a ricevere disponibilità liquide (es: crediti verso clienti, crediti per titoli obbligazionari, crediti per prestiti ecc.) o un'altra attività finanziaria, un diritto contrattuale a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità (a condizioni che siano potenzialmente favorevoli all'entità stessa) ed infine, un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti di capitale dell'entità. Tale categoria include al suo interno anche i finanziamenti e i crediti (Loans and Receivables);
- la classe relativa alle passività finanziarie comprende tutti quegli elementi che si possono configurare come: un'obbligazione contrattuale che prevede la consegna di disponibilità liquide (es: debiti verso fornitori, debiti per prestiti ecc.) o di un'altra attività finanziaria, un'obbligazione contrattuale a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità (a condizioni che siano potenzialmente sfavorevoli all'entità) ed un contratto che sarà o potrà

essere estinto tramite strumenti di capitale dell'entità;

- con strumento rappresentativo di capitale ci si riferisce a "qualsiasi contratto che rappresenti un'interessenza residua nelle attività dell'entità dopo aver dedotto tutte le sue passività"

Categorie di attività finanziarie, i criteri di valutazione e i riflessi contabili

L'aspetto che rileva maggiormente dal punto di vista contabile, relativamente a ciascun singolo investimento della banca, è rappresentato dall'incrocio degli elementi di classificazione e di valutazione previsti dallo IAS 39 (strumenti finanziari: rilevazione e valutazione) per ciascuna attività finanziaria. Nell'ambito della nostra analisi, con riferimento al tema measurement and classification, sarà posta particolare attenzione al caso dei titoli, identificati come strumenti finanziari e più specificatamente come attività finanziarie dalle disposizioni normative contenute nei principi contabili IAS/IFRS.

Gli elementi di valutazione delle attività finanziarie

Prima di procedere con l'analisi degli elementi valutativi previsti ai fini contabili, con riguardo ai diversi portafogli di attività finanziarie, si rende doveroso fare una premessa. In prima analisi il principio contabile internazionale IAS 39 sancisce che la rilevazione di una attività/passività finanziaria, all'interno del bilancio di esercizio di una banca, ha luogo nel momento in cui l'entità diventa parte delle clausole contrattuali dello strumento finanziario.

L'unica eccezione è rappresentata dagli acquisti o vendite standardizzate (regular way) di attività e passività finanziarie la cui rilevazione può avvenire o alla data di negoziazione o alla data di regolamento.

In sede di rilevazione iniziale tutte le attività (passività) finanziarie sono valutate al fair value, generalmente pari alla somma pagata per l'acquisto o emissione dello strumento, tenendo conto anche dei costi di transazione (IAS 39) direttamente attribuibili alle suddette operazioni (acquisto/emissione). Tuttavia nel novero dei costi sono esclusi i premi, gli sconti e i costi amministrativi interni. A seguito della prima rilevazione, lo IAS 39 prevede la seguente categorizzazione in ambito di valutazione delle attività (passività) finanziarie:

- criterio del fair value (valore equo);
- criterio del costo ammortizzato con impairment test.

Per quanto concerne il primo criterio, questo si identifica , alla luce di quanto disposto dallo IAS 32, come "il corrispettivo al quale un'attività finanziaria potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione tra parti consapevoli e indipendenti" (IAS 32).

Da questa definizione si evince come il principio del fair value non si sostanzia in un mero accoglimento automatico del prezzo di mercato, ma rappresenta un parametro astratto in grado di esprimere il prezzo stabilito dalle parti di una potenziale operazione di scambio, avente ad oggetto una specifica attività finanziaria.

La determinazione del "valore di mercato" viene effettuata mediante il ricorso di specifiche modalità, la cui individuazione dipende dalle caratteristiche dello strumento valutato. Generalmente il fair value viene rappresentato dal prezzo delle attività finanziarie, pubblicamente disponibile e misurabile su un mercato attivo. A tal proposito si rende opportuno

precisare che si è in presenza di mercato attivo solo nel caso in cui i prezzi, disponibili regolarmente, riflettano le normali operazioni di

mercato per la specifica attività finanziaria, soggetta a valutazione.

Tuttavia, se il prezzo di mercato non dovesse essere disponibile o attendibile, il valore equo viene determinato attraverso l'utilizzo della tecnica di valutazione. Quest'ultima, che fa affidamento ad una serie di fattori osservabili direttamente sul mercato, quali ad esempio le aspettative economiche e i profili rischio-rendimento relativamente allo strumento finanziario, mira a stabilire il prezzo di una transazione, come se quest'ultima si fosse realmente verificata.

Se nessuna variabile di mercato suddetta risulti disponibile, il fair value sarà calcolato sulla base di tecniche di valutazione che considerano esclusivamente le caratteristiche dell'attività finanziaria, e dunque da parametri non osservabili sul mercato.

Pertanto il processo di valutazione del fair value, dal punto di vista meramente operativo, si esprime mediante la presa in considerazione di differenti configurazioni di valore in base ad una scala gerarchica, articolata in tre distinti livelli (IFRS 7):

- - Livello 1: prezzi quotati sui mercati attivi;
- - Livello 2: dati di input, diversi dalle quotazioni dello strumento finanziario, osservabili sul mercato;
- - Livello 3: dati di input non osservabili sul mercato.

Il secondo criterio di valutazione è quello del costo ammortizzato.

Questo è definito come "il valore a cui è stata misurata al momento della rilevazione iniziale l'attività o la passività finanziaria al netto dei rimborsi di capitale, aumentato o diminuito dall'ammortamento complessivo utilizzando il criterio dell'interesse effettivo su qualsiasi differenza tra il valore iniziale e quello a scadenza, e dedotta qualsiasi riduzione (operata direttamente o attraverso l'uso di un accantonamento) a seguito di una riduzione di valore o di irrecuperabilità"(IAS 39).

L'applicazione di tale criterio consiste in un adeguamento, di anno in anno, del valore iniziale di iscrizione in bilancio (pari al fair value, che corrisponde al valore del prestito erogato dalla banca, comprensivo dei costi di transazione a carico del cliente) dell'attività o passività finanziaria,

sulla base dell'attualizzazione dei futuri futuri di cassa, generati dall'attività o passività, attesi fino alla scadenza.

L'individuazione del costo ammortizzato come criterio di valutazione comporta la previsione e dunque l'attuazione di una serie di fasi, così sintetizzate:

- rilevazione del valore iniziale;
- attualizzazione dei futuri flussi di cassa attesi;
- misurazione degli interessi sulla base del tasso contrattuale;
- determinazione del tasso interno di rendimento (IRR): tasso che rende l'attualizzazione dei futuri flussi di cassa attesi, fino alla scadenza, pari al valore di rilevazione iniziale;
- misurazione degli interessi sulla base dell'IRR;
- stima della perdita di valore (impairment).

La classificazione delle attività finanziarie

L'altro aspetto sul quale è necessario richiamare l'attenzione riguarda la distinzione in classi delle attività finanziarie. Nello specifico, si individuano quattro diverse categorie (IAS 39):

1. attività finanziarie valutate al fair value con rilevazione in conto economico (FVTPL: Fair Value Through Profit And Loss). Esse si distinguono in due sotto-classi:

- - attività finanziarie detenute per la negoziazione (HFT: Held For Trading): si tratta di strumenti finanziari (titoli di capitale, titoli di debito, derivati, finanziamenti e crediti ecc.) sottoscritti con lo scopo di trarre profitto dalle fluttuazioni dei prezzi sul mercato nel breve termine e allocate all'interno del portafoglio di negoziazione;
- - attività finanziarie valutate al fair value: formano oggetto di rilevazione nella presente categoria tutte quelle attività finanziarie (titoli di capitale, titoli di debito ecc.) nei confronti delle quali la banca esercita, al momento della loro rilevazione iniziale, la

cosiddetta fair Value Option (FVO);

2. attività finanziarie detenute sino alla scadenza (HTM: Held To Maturity): alla luce di quanto disposto dalla circolare di Banca d'Italia n.262/2005, si tratta di titoli di debito e di finanziamenti, quotati (su un mercato attivo) e allocati nel portafoglio detenuto fino alla scadenza.

Lo IAS 39 specifica, invece, che gli investimenti Held To Maturity non sono altro che "attività non derivate con pagamenti fissi o determinabili e scadenza fissa che un'entità ha oggettiva intenzione e capacità di possedere sino alla scadenza". Stando a quest'ultima definizione, nel portafoglio HTM possono essere allocati solo i titoli di debito e i crediti/finanziamenti. Pertanto, si noti come il contenuto di tale portafoglio sia regolato in maniera diversa dal principio contabile, che prevede solo le attività sopra riportate, e dalla circolare 262/2005, che considera le sole attività finanziarie quotate;

3. finanziamenti e crediti (LR: Loans and Receivables): sono rappresentate da attività finanziarie non derivate con pagamenti fissi

o determinabili, che non esprimono un prezzo quotato su un mercato attivo;

4. attività finanziarie disponibili per la vendita (AFS: Available For Sale): nella presente classe figurano tutti quegli strumenti finanziari non riconducibili in nessuna delle precedenti categorie analizzate.

Pertanto si tratta di una classe residuale di investimento, al cui interno troviamo attività finanziarie che, seppur rappresentative di investimenti temporanei, non sono destinate ad una vendita immediata, in quanto il loro possesso non rileva dal punto di vista della gestione della liquidità nel breve termine.

Incrociando poi gli elementi di valutazione con le diverse categorie di attività finanziarie appena analizzate, è possibile individuare le diverse caratteristiche, in termini di criterio di valutazione, per ciascun portafoglio di attività. In particolare:

- - le attività finanziarie FVTPL vengono valutate in base al criterio del fair value, rilevato a conto economico;

- - le attività finanziarie HTM, così come le LR, sono assoggettate ad una valutazione effettuata sulla base del criterio del costo ammortizzato con impairment test. Le perdite di valore e le variazioni nel costo ammortizzato sono imputate al conto economico;

- - le attività AFS sono valutate al fair value con imputazione allo stato patrimoniale delle variazioni di fair value e al conto economico delle relative perdite di valore rilevate con il procedimento dell'impairment test. Entrando più nel dettaglio della questione gli aspetti che rilevano maggiormente si possono sintetizzare nei seguenti punti:
 1. le variazioni di fair value figurano nel patrimonio netto, nella parte di risultato economico complessivo (OCI: other comprehensive income) successiva al calcolo del reddito di esercizio. Tali fluttuazioni di valore impattano sul risultato d'esercizio solo in seguito alla cessione delle attività considerate;

2. Lo IAS 39 definisce la perdita di valore, stornata dal patrimonio netto e contabilizzata in conto economico, come differenza tra il costo sostenuto per l'acquisizione dell'attività e il fair value corrente.

Per quanto riguarda la nostra analisi è necessario semplificare il bilancio e ipotizzare che le attività che una banca ha in portafoglio si dividano in crediti erogati all'economia e in titoli di stato.

Anche se andiamo ad escludere altri investimenti le due categorie prese in considerazione rappresentano in media oltre l'80% dell'attivo bancario, quindi abbiamo una rappresentazione veritiera.

Come sappiamo, il QE agisce attivamente sui titoli di stato e quindi influenza il valore del loro attivo.

Tuttavia se le banche detengono i titoli di stato a scopo di investimento questi saranno considerati immobilizzazioni finanziarie e saranno valutati col criterio del costo ammortizzato.

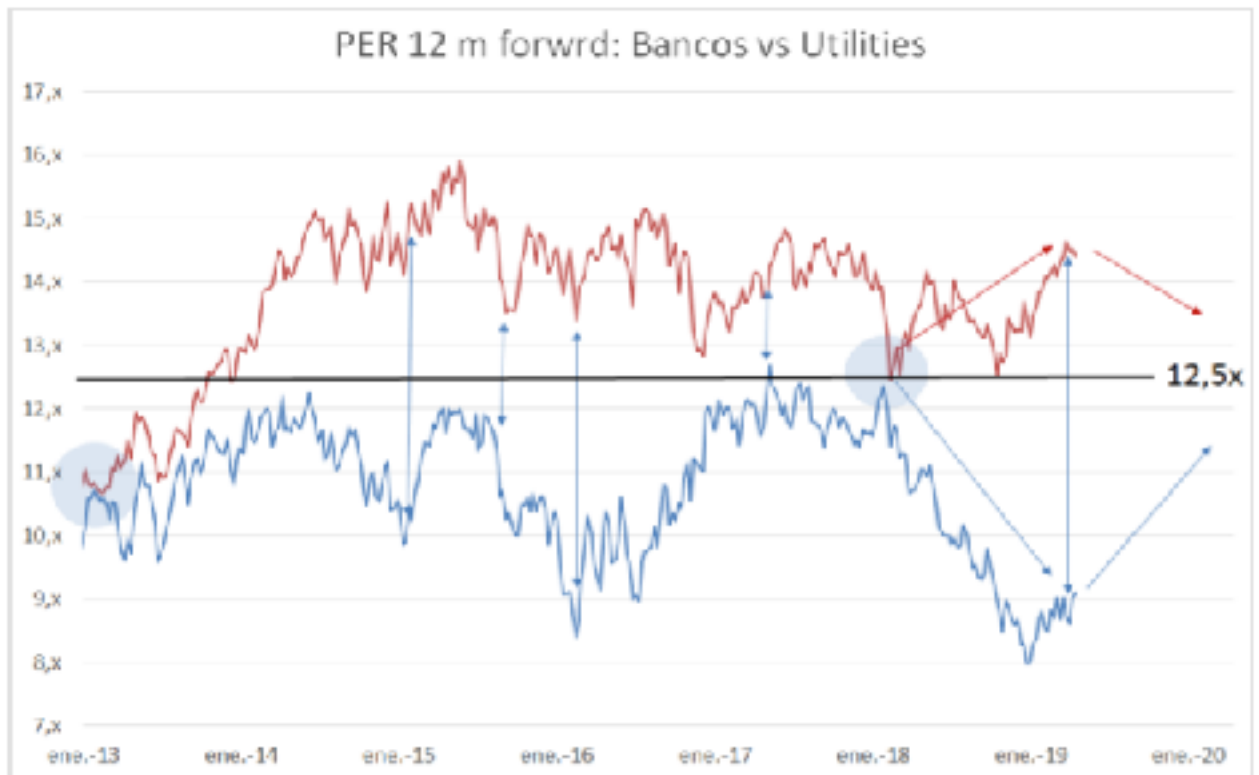
Se invece sono detenuti a fini speculativi saranno valutati al minore tra prezzo di carico e valore di realizzo presunto, questo significa che in realtà il QE non ha risollevato il valore delle attività detenute, poiché se detenute fino a scadenza saranno comunque rimborsate al valore pari a 100 e se detenute per fini speculativi avranno un impatto sul conto economico solo al momento della vendita.

Da quel momento in poi qualsiasi ulteriore acquisto effettuato dalle banche sarà a rendimenti sempre più bassi, quindi in sostanza ha solo permesso un guadagno immediato ma a discapito di guadagni futuri.

Per quanto riguarda il margine di interesse e quindi l'attività svolta in preponderanza dalle banche, il QE ha deteriorato notevolmente il margine di intermediazione, poiché le banche come attività caratteristica raccolgono i capitali a breve termine e li prestano a lungo, assumendosi i rischi tipici di un prestito, quindi lavorano sulla curva dei rendimenti, guadagnando maggiormente quando questa è inclinata.

Possiamo quindi dedurre che le banche sono certamente la categoria più penalizzata dai tassi bassi e dalla abbondante liquidità che inonda i mercati in questo determinato periodo storico.

Figura 8 : multipli utile settore bancario e utility



Fonte : wikipedia

Capitolo 6

BAD NEWS IS A GOOD NEWS

Per capire perchè un dato o una serie di dati macroeconomici negativi, possano essere interpretati come positivi, bisogna cambiare atteggiamento verso i mercati e ragionare dal punto di vista della liquidità.

Possiamo affermare che esisteva un mercato prima della crisi dei mutui sub-prime e ne esiste uno completamente diverso oggi.

Dopo il primo QE, i mercati si sono iniziati a muovere solo sulla base dell'aumento della liquidità.

Il perché è molto semplice, ai mercati non interessa se un asset è sopravvalutato, l'importante è poterlo rivendere ad un prezzo superiore a quello al quale è stato acquistato.

Fino a che la liquidità aumenta e inonda i mercati finanziari, gli investitori saranno obbligati a spostarsi da investimenti con un rischio relativamente basso come i mercati monetari, verso mercati obbligazionari e poi verso quelli azionari.

Ovviamente nei mercati obbligazionari si andranno a pescare le asset class che in precedenza erano lasciate in mano agli specialisti, come high yield o titoli con scadenze molto lunghe.

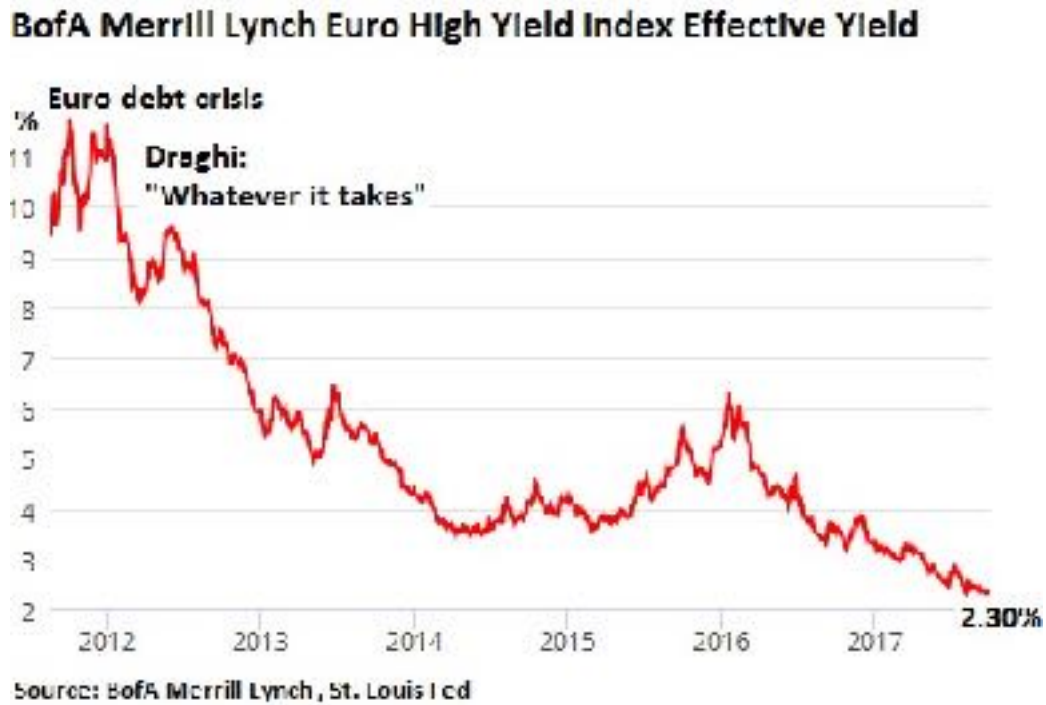
Questo cambiamento nella valutazione delle attività finanziarie ha provocato una diminuzione del rischio percepito.

A sua volta, la diminuzione della percezione dei rischi porta molti operatori ad acquistare in maniera più aggressiva e a spingere i rendimenti verso il basso.

La diminuzione del rendimento come mostrato in figura 9, nella catena causa-effetto, ha a sua volta provocato un aumento molto importante degli emittenti ad alto rischio.

Poiché ora si possono finanziare a delle condizioni che fino a qualche anno prima erano impensabili.

Figura 9: Euro High Yield inde



Fonte: BofA Merrill Lynch

Tuttavia, il mercato richiedeva tassi più elevati per questi emittenti poiché il rischio di default era molto elevato.

Un ulteriore effetto collaterale del QE, per quanto può sembrare assurdo è la riduzione della volatilità.

Questa diminuzione, tende a provocare una sensazione di compiacenza negli investitori che a quel punto fanno il pieno di asset, che rendono

molto meno di quello che dovrebbero (per il rischio reale che hanno incorporato).

Un ulteriore elemento negativo che discende dalle politiche ultra espansive è quello dei buyback .

Le grandi società quotate stanno utilizzando questo periodo storico anomalo per ricomprare le proprie azioni, come mostrato dalla figura 10.

Questa pratica se protratta a lungo rischia di squilibrare la struttura finanziaria delle società.

queste società non utilizzano il capitale raccolto nel mercato del debito per fare investimenti nell'economia reale, generando così maggior occupazione o nella ricerca, ma lo utilizzano per ricomprare le proprie azioni ed aumentare l'EPS.

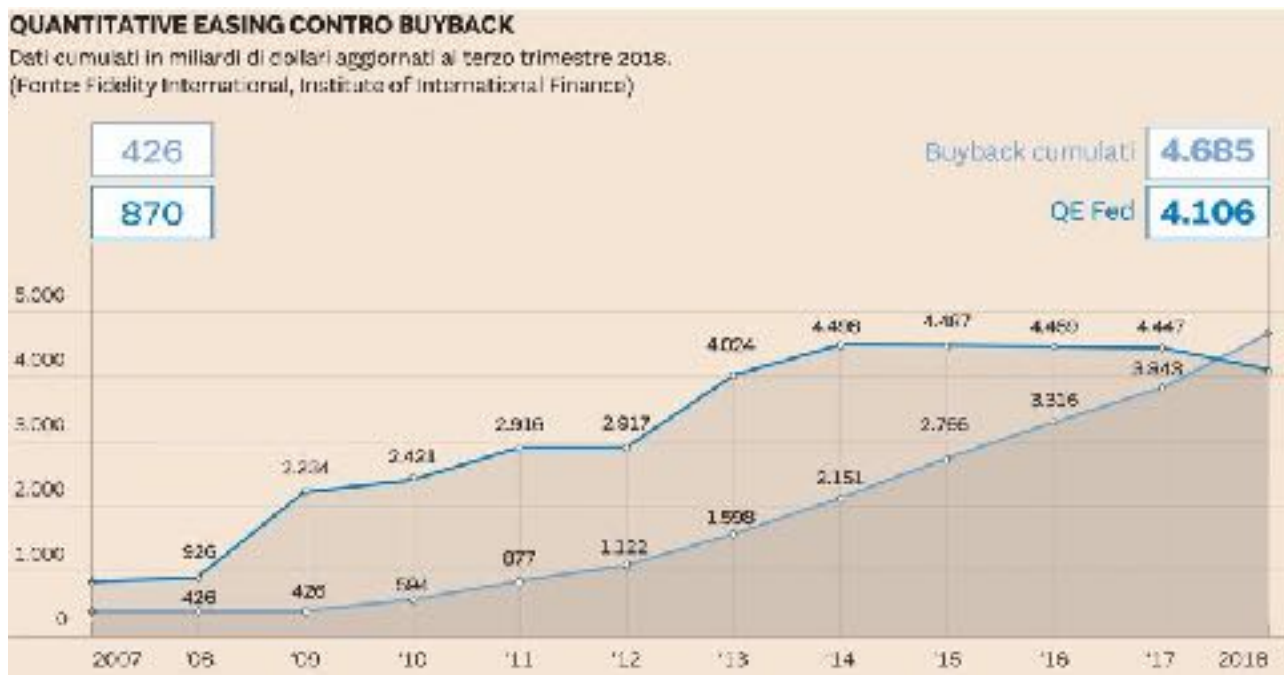
Questo meccanismo genera un aumento delle quotazioni finanziarie.

Tuttavia questo aumento del valore non è sostenibile nel tempo poiché non è generato da un aumento della ricchezza reale o da un aumento stesso della marginalità o dalla crescita del fatturato, ma bensì da un aumento sempre più considerevole del debito.

Alcuni dei fattori che ho presentato spiegano il perché in genere, in periodi di politiche accomodanti i mercati tendono a gettare le basi per crisi sistemiche future.

Come la storia insegna, quando poi le banche centrali tentano di rialzare i tassi le bolle scoppiano, e il conto in genere non lo paga chi ha approfittato del denaro a basso costo ma bensì gli operatori che con i mercati finanziari non hanno nulla a che fare.

Figura 10: QE vs BuyBack



Fonte: Il Sole 24 Ore

È proprio dietro a queste logiche distorte che nasce il “bad news is a good news”.

Proprio per il fatto che se l’economia nel suo aggregato va male le banche centrali saranno prese per la gola e dovranno pompare altra liquidità.

Possiamo ipotizzare che la BCE al prossimo round dovrà rimuovere dagli intermediari finanziari quegli asset inliquidi che giacciono nei loro bilanci dalla crisi dei mutui sub-prime.

Proprio come a suo tempo fece la Fed (per adesso si è dimostrato funzionare) anche se ciò tende a provocare il fenomeno del “Moral Hazard”.

Chi non sarebbe disposto a correre dei rischi in queste circostanze?

Se le cose vanno bene i profitti rimangono in mano a pochi privati , se vanno male sarà la comunità a pagare il conto, poiché le perdite verranno socializzate .

In Europa attualmente è ancora presente un problema che pone le proprie radici nella vecchia crisi.

Gli intermediari europei hanno in pancia un elevatissimo controvalore di strumenti così detti “derivati” che grazie al market to market, si trovano

nei loro bilanci a dei prezzi fittizi, alcuni non scambiano dall'inizio della crisi e quindi l'ultimo prezzo segnato non rispecchia il reale valore di mercato.

È paradossale l'attenzione che viene mostrata dalla supervisione unica bancaria verso strumenti relativamente meno complessi, quali i crediti in sofferenza incagliati nei bilanci delle banche del sud Europa.

Forse non sono in grado nemmeno i regolatori di capire il reale valore oppure ci sono pressioni troppo grandi affinché venga chiuso un occhio per non creare problemi a questi colossi finanziari dai piedi di argilla.

Si lascia invece libertà ai modelli interni delle banche del nord, di avere valutazioni non realistiche di troppi asset.

“Nei bilanci delle banche europee c'è una montagna di attivi e di passivi, pari a 6.800 miliardi di euro, con una caratteristica che non può non inquietare almeno un po': l'opacità. A tanto ammontano infatti i cosiddetti titoli illiquidi, quelli nel gergo tecnico chiamati di «Livello 2 e 3» e nel linguaggio più popolare «titoli tossici».

Sebbene questo appellativo sia sbagliato per molti aspetti, nei bilanci delle banche europee c'è un gigantesco rischio potenziale e imponderabile: gli

attivi e passivi illiquidi hanno un ammontare 12 volte superiore a quello dei crediti deteriorati e per il 75% sono concentrati in due soli Paesi. Cioè Germania e Francia. Basterebbe che subissero una svalutazione del 5% per erodere mediamente il capitale delle banche più esposte di 330 punti base. Con punte di 1.500. Insomma: se accadesse, buona parte del cataclisma patrimoniale colpirebbe gli istituti di due soli Paesi. Quelli ritenuti più solidi...

Ecco perché la Banca d'Italia, in un Convegno organizzato dall'Università Cattolica con Crif e Credit Risk Club, ricordando questi dati emersi in un suo studio, ha ancora una volta puntato il dito sugli attivi e passivi illiquidi: perché rappresentano un potenziale problema sul quale la Vigilanza europea deve alzare la guardia. «Possono non essere tossici - commenta Fabio Panetta, Vicedirettore generale della Banca d'Italia e componente del Consiglio della Vigilanza Bce -, ma producono potenzialmente rischi materiali».

«La pericolosità è sconosciuta - gli fa eco Rosario Roca, ispettore senior di Bankitalia -, ma verosimilmente non è distante da quella dei crediti in sofferenza». Questo perché gli attivi di «Livello 2 e 3» sono tutti gli strumenti (spesso complessi e opachi) per i quali non esiste un mercato di

riferimento che stabilisca un prezzo: non avendo un valore certo, dunque, le banche li iscrivono nel bilancio a un prezzo ricavato o dal confronto con titoli simili (nel caso del «Livello 2») oppure da complessi calcoli matematici (nel caso del «Livello 3»). Insomma: una montagna da 6.800 miliardi di euro è iscritta nei bilanci a valori opinabili. E non verificabili da parte della Vigilanza.

È Rosario Roca ad elencare i potenziali rischi. Uno: il processo di valutazione da parte delle banche è discrezionale. «Gli istituti creditizi sono incentivati a usare la discrezione nel valutare questi attivi a proprio vantaggio». Due: «Le banche hanno l'interesse a classificare il più possibile gli strumenti al Livello 2 piuttosto che al Livello 3, per evitare una stigmatizzazione sul mercato». Questo perché quelli di Livello 3 sono ritenuti da mercato e agenzie di rating più “tossici”. Tre: per le banche è difficile fare corrette coperture dei rischi (hedging). Negli ultimi stress test l'[Eba](#) ha imposto di stimare shock esterni sugli attivi tossici, dimostrando crescente attenzione sul tema. Ma c'è un problema, evidenziato da Andrea Resti, Professore della Bocconi: il valore di partenza di questi attivi è stato, anche negli stress test, quello che le banche le banche si auto-assegnano. E, come detto, proprio questo valore è opinabile.”

Fonte : il Sole 24 Ore

Con Basilea 4 si cercherà di porre quanto meno una limitazione nel capitale di garanzia che queste banche detengono a garanzia di questi strumenti. Non potrà essere inferiore al 70% del valore di chi non utilizza i modelli interni.

Tutta via questa misura non è minimamente sufficiente a compensare gli enormi ammanchi di capitale che queste banche hanno, anche perché molti di questi strumenti non sono valutati dalle agenzie di rating e quindi la regola del 70% non è valida per la maggior parte di questi contratti .

La storia più recente ci dimostra che anche la FED è ormai sotto ricatto dei mercati ed è stata costretta a smentire se stessa.

Quando all'inizio del mese di dicembre ha alzato i tassi, inoltre aveva previsto di farlo per almeno due volte nel corso del 2019, e solo due settimane dopo è stata costretta a dire il contrario e a prevedere che forse saranno abbassati nel 2020.

Di sicuro tutto questo non è stato un bel colpo per la reputazione della più importante banca centrale al mondo.

Oggi i mercati non vengono più mossi dai dati macroeconomici relativi alla produzione come gli indici manifatturieri o ai dati anticipatori come dovrebbe accadere in condizioni normali, ma ciò che conta sono le prospettive di liquidità.

Sono infatti quei dati che hanno una correlazione più stretta con le possibili mosse da parte delle banche centrali a farla da padrone.

È per quello che il dato più interessante, tra quelli osservati è quello sull'inflazione e soprattutto sulla sua parte "core", ovvero quella depurata dalle sue componenti più volatili come mostrato in figura 11 dove si può vedere il suo andamento.

Figura 11 : inflazione e inflazione “core”

Fig.1 – Sempre in attesa di un rialzo duraturo dei prezzi core che per ora continua a non arrivare



Fonte: Thomson Reuters & ricerca Iniza Sanpaolo

Fig. 2 – La scarsità del fattore lavoro favorirà un aumento di salari e prezzi e interni?



Fonte: Thomson Reuters & ricerca Iniza Sanpaolo

Fonte: Thomson Router

Fino a che quest'ultima rimarrà sotto controllo gli stimoli da parte delle banche centrali potranno continuare e il meccanismo di creazione continua della liquidità continuerà a generare una crescita nel valore di tutti gli asset finanziari.

Come in tutti i meccanismi che sembrano perfetti, basterà che un granello di sabbia lo inceppi e solo allora vedremo l'altro lato della medaglia e potremo scoprire quali sono le conseguenze reali di queste politiche monetarie, che ad oggi sono completamente sconosciute per tutti.

Come si vede nella Figura 10, la liquidità è continuata ad aumentare poiché il QE, accompagnato dai tassi vicino allo zero hanno continuato a spingere le corporale ad aumentare il debito aziendale, passando dal 22% rispetto al PIL americano negli anni 50 fino a raggiungere il 47% attuale.

Rispetto al 2007 se sommiamo la quantità di liquidità creata dalle politiche espansive abbiamo un aumento pari a circa 8 trilioni di dollari.

Come la storia recente ci insegna, se esiste un modo facile di fare soldi le persone sono portate a perseguirlo.

Sono coscienti che prima o poi qualcosa capiterà, ma nessuno, comprese le autorità di vigilanza vogliono mai interrompere la festa.

Nasce qui lo sbaglio, perché nella crisi del 2007 generata da anni e anni di non controlli e di pratiche criminali, chi doveva intervenire non lo ha fatto, e siccome la storia ama fare la rima bisogna prestare molta attenzione.

Vorrei concludere il mio studio su queste affascinanti politiche adottate in questi anni e che sicuramente hanno evitato che l'economia finisse per come la conosciamo, con la speranza che questa volta sia diverso.

Dobbiamo augurarci che chi di dovere vigili, ed eviti se possibili di intervenire prima che un'altra bolla di dimensioni ancora maggiori rispetto a quella che si è creata nella crisi sub-prime possa nuovamente esplodere.

Ci troviamo in un economia, che ha visto crescere il debito mondiale in maniera esponenziale, solo per potersi riprendere dalla crisi precedente.

Il vero problema del debito tuttavia non nasce solo con il suo incremento, ma quando le prospettive di crescita, diminuendo danno l'impressione di non poterlo più sostenere.

È in quel preciso momento che il meccanismo della fiducia si inceppa e il castello di carta finisce per crollare, facendo pagare le conseguenze alle fasce più deboli della popolazione.

CONCLUSIONI

La sintesi di questo studio, è che sicuramente i mercati finanziari sono cambiati dalla crisi del 2007 e che quindi qualunque scelta posta in essere per approcciarsi ad essi deve tenere conto di questi cambiamenti.

Il QE si è rivelato indispensabile per evitare che la situazione precipitasse per l'economia reale, e questo ha gettato sicuramente le basi per una ripresa, che tuttavia è rimasta debole, soprattutto perché gli effetti di queste politiche hanno coinvolto principalmente le fasce medio alte.

Tuttavia sono portato a pensare che per i mercati finanziari il QE sia alla stregua di una droga che genera molta dipendenza.

Questo strumento potrebbe essere in futuro visto come il seme che ha gettato il germoglio per la prossima crisi finanziaria.

Questo ci deve portare a concludere che qualche regola del “gioco dell'economia” non funziona e va cambiata al più presto, prima di dover prendere atto che il gioco è finito e che va riposto dentro la scatola.

BIBLIOGRAFIA

- Alessandrini Pietro (2015), *Economia e Politica della Moneta*, Il Mulino.
- Brealey, Richard A., Myers Stewart C., Allen Franklin (2014), *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill.
- Dornbush Rudiger, Fisher Stanley, Startz Richard, Canullo Giuseppe, Pettenati Paolo (2014), *Macroeconomia*, McGraw Hill.
- Quagli Aberto (2015), *Bilancio di Esercizio e Principi Contabili*, Giappichelli Editore.
- Keynes John Maynard (2013), *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET.
- Markowitz Harry (1952), *Portfolio Selection*, *The Journal of Finance*, 7, pp 77-91.
- Saunders Anthony, Cornett Marcia Millon, Anoli Mario, Alemanni Barbara (2015) *Economia degli Intermediari Finanziari*, McGraw Hill.

SITOGRAFIA

www.bancaditalia.it

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.ecb.europa.eu

www.ilsole24ore.com

www.pimco.it

www.thomsonreuters.com

www.wikipedia.org