

Dopo la crisi finanziaria. Le nuove strategie di investimento delle famiglie

Luigi Guiso

EUI & EIEF

Roma 16 Marzo 2010



La domanda

- Ora che è passata la tempesta finanziaria ritorneremo al “business as usual” o vi sarà un break qualitativo nel modo in cui gli investitori:
 - Comporranno i loro portafogli
 - Selezioneranno singoli strumenti
 - Si affideranno agli intermediari



La tesi

- L'esperienza della crisi potrebbe avere effetti duraturi:
 - sulle scelte finanziarie delle famiglie
 - sui rapporti con gli intermediari
- La nuova configurazione potrebbe assomigliare a quella prevalente a metà anni 90
 - Prevalenza di strumenti liquidi, a breve e con ritorni prevedibili
 - Bassa partecipazione al mercato finanziario



I lasciti della crisi

Due eredità notevoli:

- Un aumento considerevole della avversione al rischio
- Un crollo della fiducia verso l'industria finanziaria
 - Documento entrambi
 - Discuto effetti potenziali
 - Avanzo alcune proposte per risollevare la fiducia (poco può essere fatto per cambiare le preferenze)

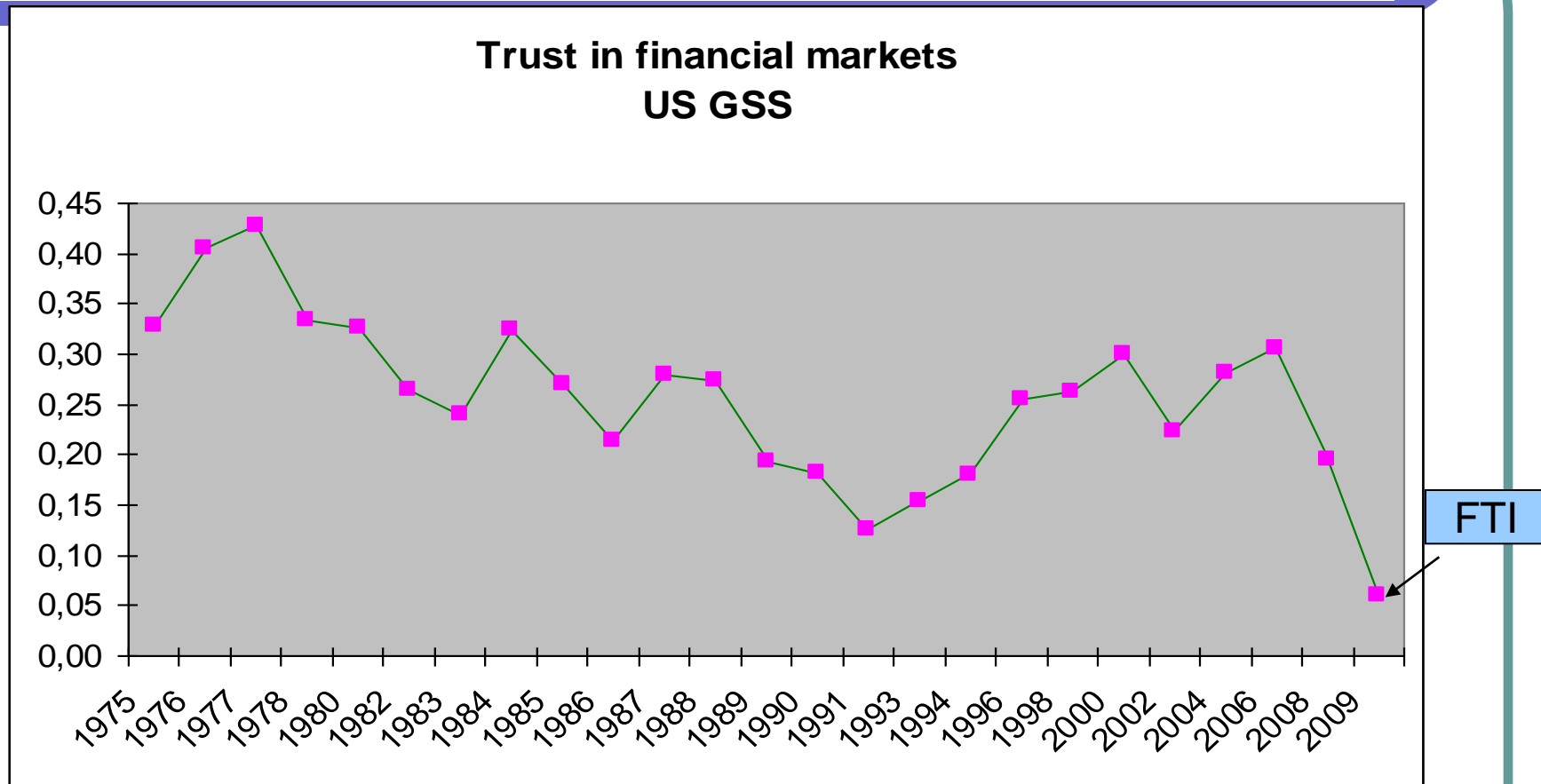


Dati sulla fiducia

- Uso dati dal Financial Trust Index
 1. Nuova survey trimestrale su 1,000 famiglie USA: Financial Trust Index (FTI)
 1. 5 waves
 2. La prima a dicembre 2008
 2. FTI non ha profondità storica: link alla GSS che ha dati sulla fiducia per il passato
 1. Guardo ad analoghi dati italiani dall'indagine Unicredit (non ci sono dati comparabili per il passato)



Lascito n. 1: Il collasso della fiducia



- Quota che si fida molto degli intermediari : fino al 2008, GSS poi FTI
- Mai così basso dal 1975
- Solo il 5% ha piena fiducia verso la finanza



Fiducia relativa (quanta fiducia ha verso ...)

Trust towards financial intermediaries and markets relative to generalized trust towards anonymous people
Historical level from GSS= 1.5

TFI	Wave I: Dec 08	Wave II: Mar 09	Wave III: Jun 09
Banche	0.99	0.94	1.00
Banchieri	0.88	0.84	0.92
Brokers	0.71	0.69	0.72
Fondi comuni	0.86	0.87	0.88
Stock market	0.70	0.71	0.71
Governo	0.77	0.78	0.83
Grandi imprese	0.71	0.67	0.73
The FED	0.77	0.78	0.84

=> E' la fiducia verso la finanza che è crollata non quella generalizzata

=> Tendendo l'ultima costante la fiducia verso banche e fondi è caduta di circa un terzo

Caduta non limitata agli USA: variazione della fiducia in Italia (quanto è mutvata la sua fiducia verso .. tra ottobre 2008 e giugno 2009)

	La sua banca o consulente finanziario	Le banche in generale	I banchieri	Stock market
Diminuita molto	8.0	24.3	25.7	32.4
Diminuita un pò	8.0	22.1	22.2	19.8
Nesun cambiamento	77.5	51.2	50	44.0
Aumentata un pò	4.5	2.1	2	3.3
Aumentata molto	2.1	0.3	0.1	0.4



Sommario up

- Caduta drammatica della fiducia verso intermediari e mercato
- Effetto più mercato verso segmenti in cui si collocano strumenti meno famigliari (e potenzialmente ambigui)
 - Fondi comuni
 - Stock market
- Calo più contenuto (ma presente) della fiducia verso le persone in genere
 - ⇒ sfiducia **verso la finanza ha uno spill over e ha generato sfiducia in generale**
- Caduta è universale anche se di entità differenziata (sulla base dei dati di cui si dispone)



Perché la fiducia è crollata?

- La crisi ha portato in superficie pratiche opportunistiche diffuse e anche gravi casi di frode
- Dopo il fallimento di Lehman Brothers molti si sono sentiti raggirati
 - Diversi investitori avevano investito in Lehman perché quegli strumenti erano stati propagandati come privi di rischio
 - Fino a pochi mesi prima del collasso Lehman godeva di un elevatissimo rating da S&P
- Il caso Madoff 's (seguito dalla frode di Lord Stanford) ha, nella sua enormità, scosso la fiducia nell'intera industria finanziaria

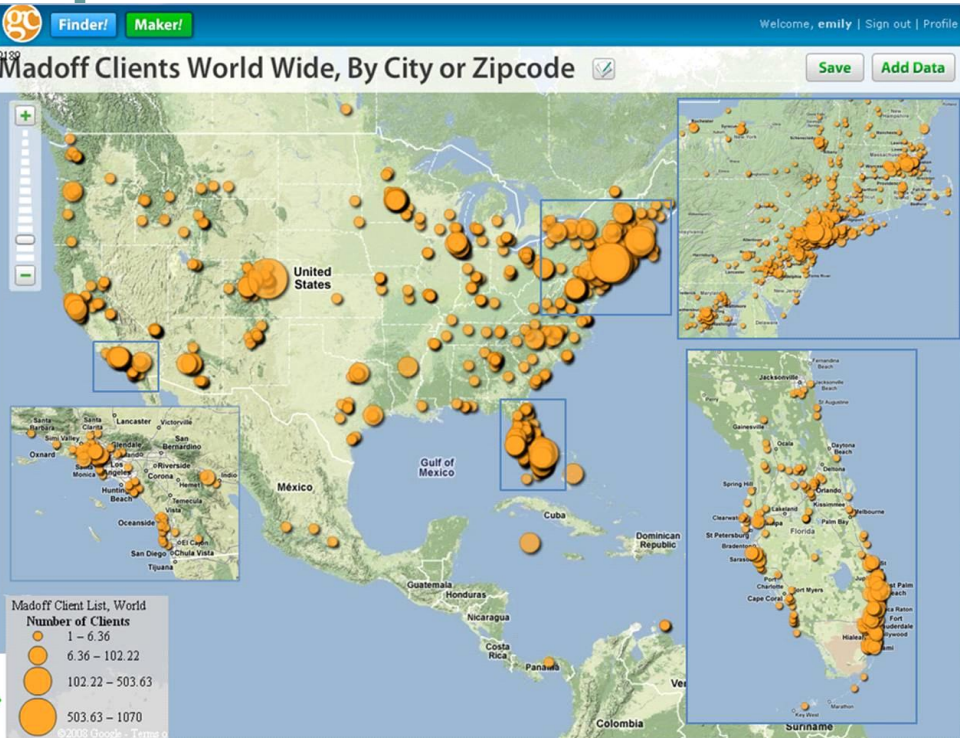


Fiducia & frodi : come possiamo provare il legame?

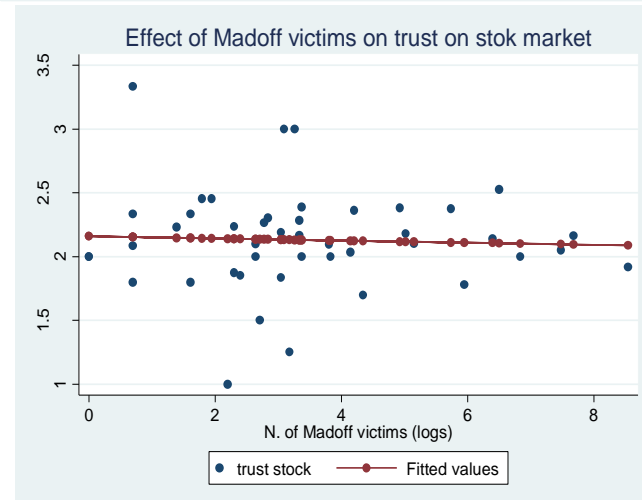
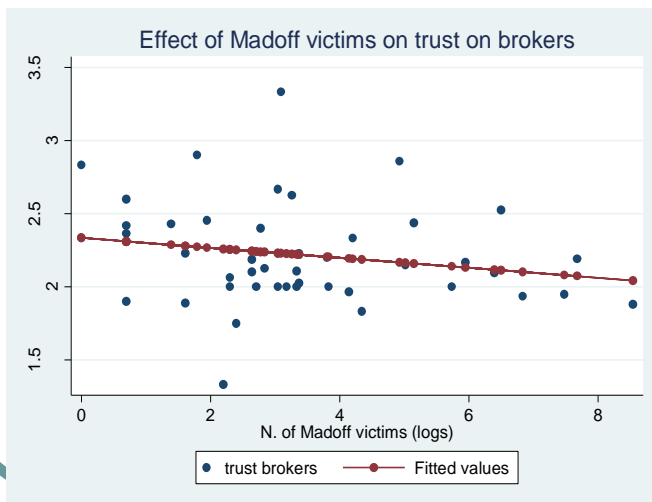
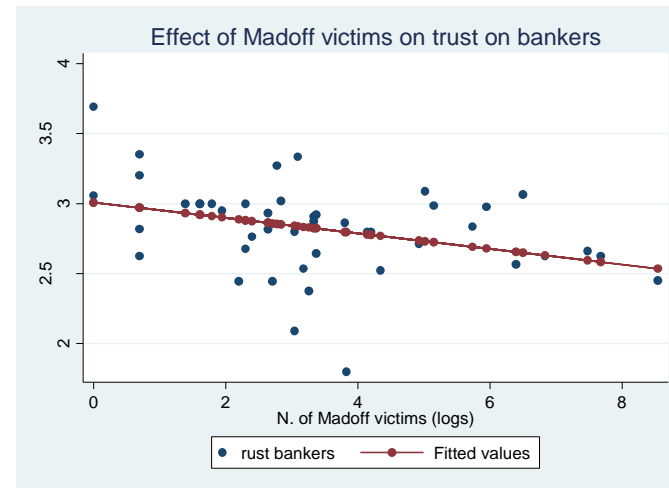
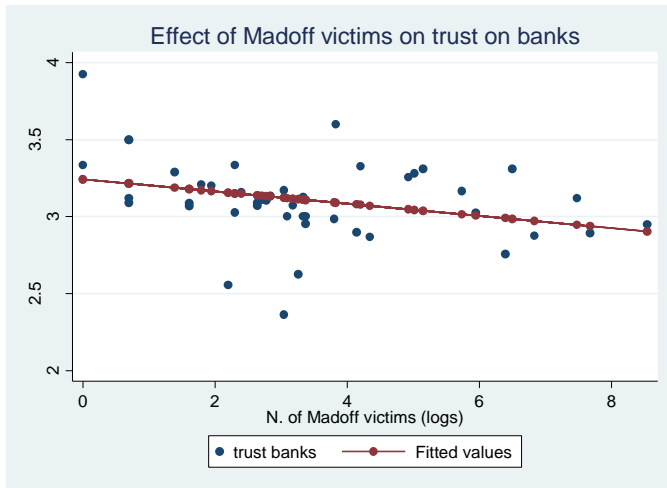
- FTI: mettiamo in relazione le domande sulla fiducia con il numero di vittime di Madoff's nello state (o nello zip code) dove risiede l'investitore
- In questi stati la fiducia dovrebbe diminuire di più perché la frode è più saliente



Vittime di Madoff: concentrate negli USA ma diffuse anche in Europa

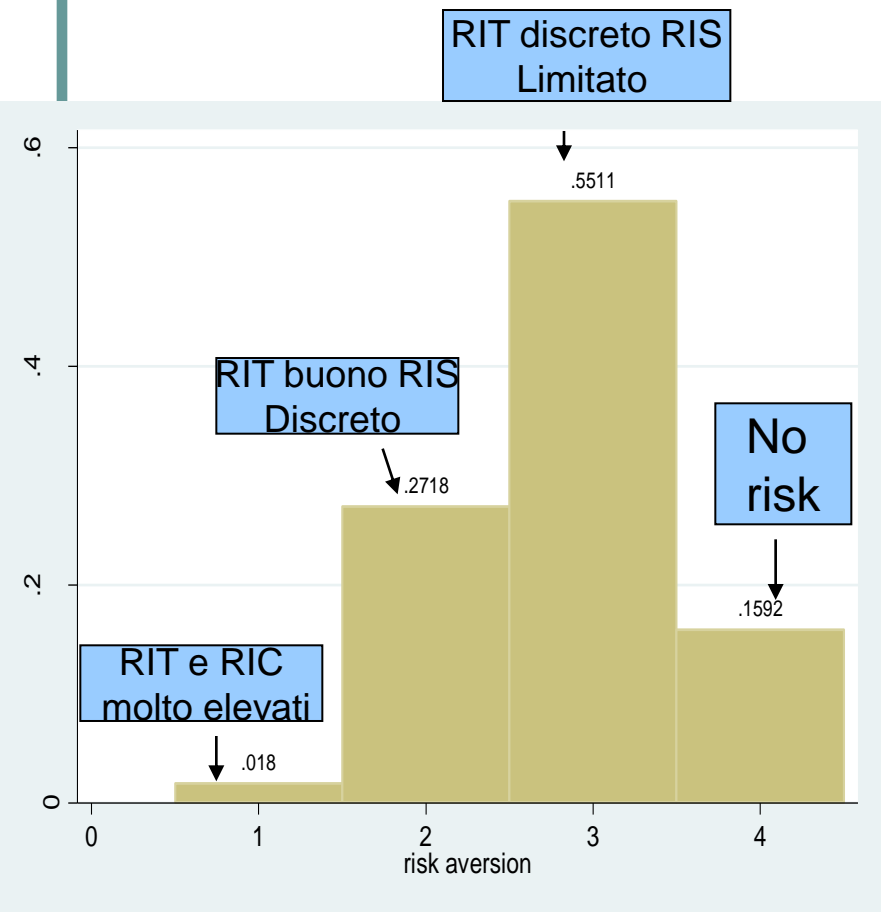


Vittime di Madoff's e perdita di fiducia

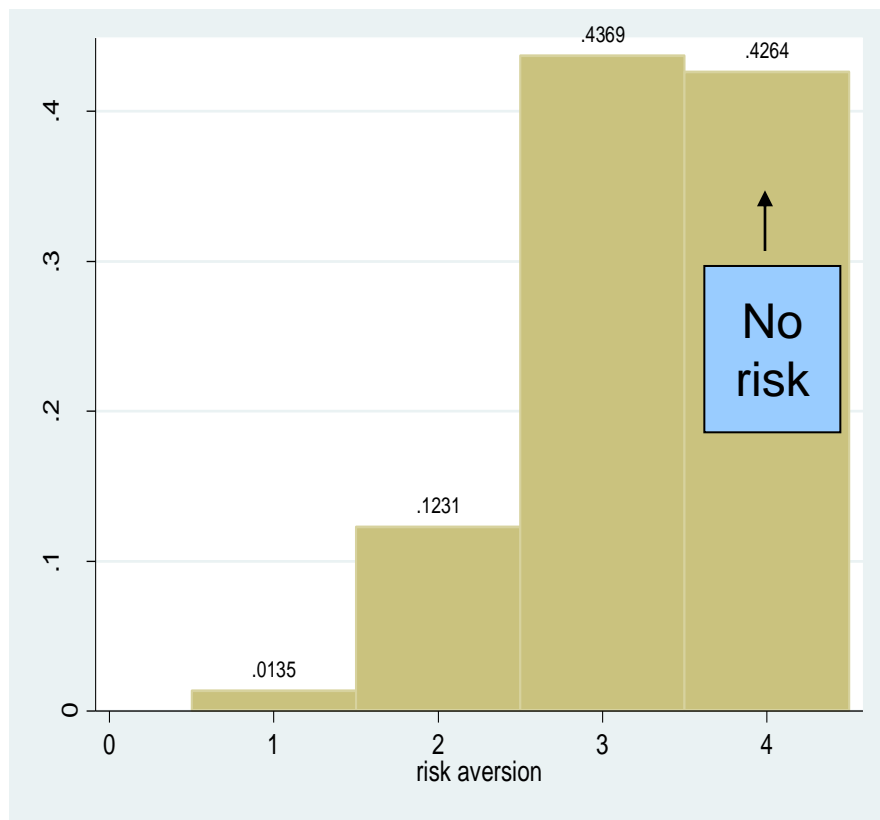


...ha iniettato l'ombra del sospetto sull'intera industria

Lascito n. 2: un forte aumento della avversione al rischio

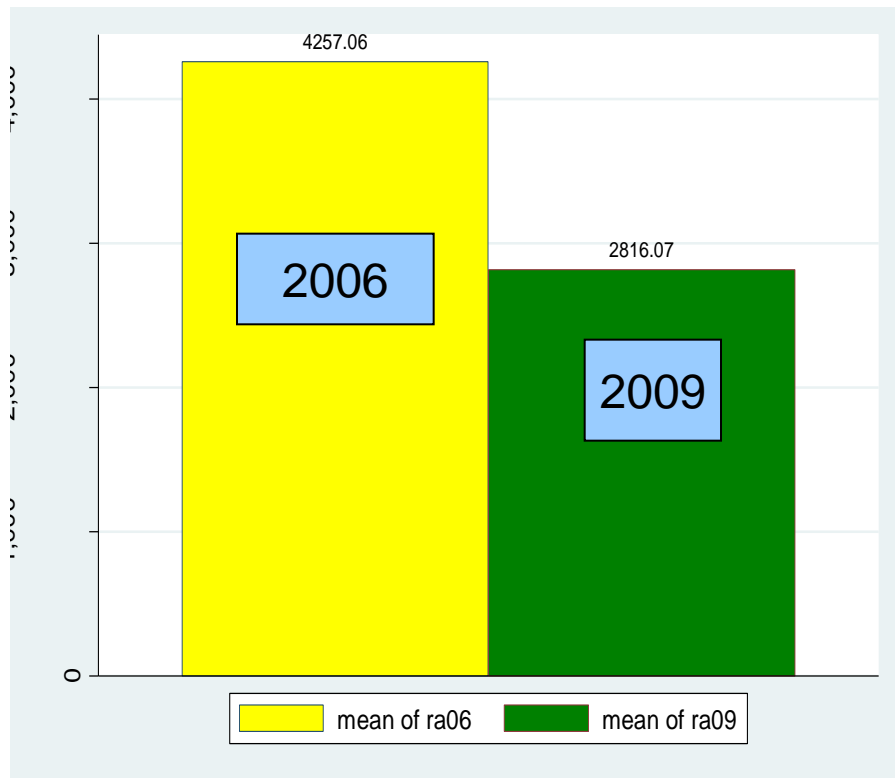


2006

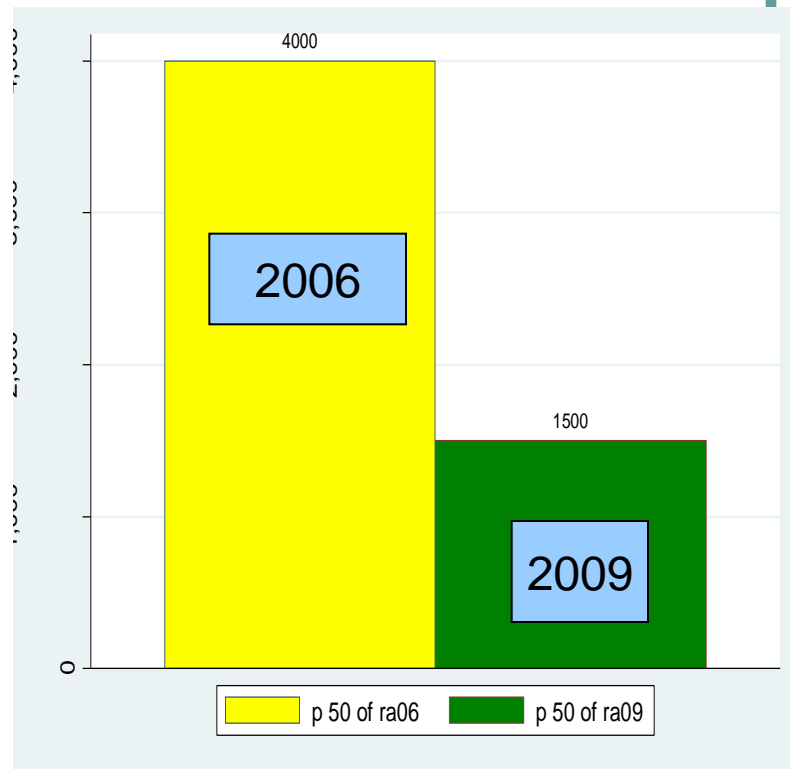


2009

Immagini ora di essere in una stanza e per uscire dalla stanza può scegliere tra 2 porte: se sceglie la porta giusta ritirerà un premio 10.000 euro se sceglie quella sbagliata non vincerà nulla. Ovviamente lei non sa qual è la porta con il premio. Lei ha anche la possibilità di uscire da una porta di servizio e ritirare un a cifra fissa nota in anticipo. Se le si offrissero 100 euro rinunciarebbe a scegliere tra le 2 porte per passare per una terza porta di servizio? Si (fine). no (continua)



mean



median



Implicazioni per il futuro

- Che effetti hanno il crollo della fiducia e l'aumentata avversione al rischio?
 - Su allocazione di portafoglio
 - Relazione con intermediari e uso della consulenza
- Esistono politiche che possano essere adottate per contenerne gli effetti?
 - Domanda di regolamentazione
 - Azioni dell'industria finanziaria per ricostruire la fiducia



Effetti: comportamento investitori

- Evidenza (GSZ, 09) che investitori che si fidano di meno
 - E' meno probabile che investano in azioni
 - Condizionatamente a investire investono quote inferiori
 - Sono meno diversificati (investono in un numero inferiore di stocks)
- **Implicazione 1** => reversal verso portafogli meno rischiosi (anche per aumentata avversione al rischio)
=> riduzione del finanziamento con capitale di rischio (aumento del costo di equity capital)
- Poiché quelli che diffidano, diffidano anche dell'informazione, information, la domanda di consulenza potrebbe calare
- **Implicazione 2** => Minor ricorso al parere degli esperti



Effetti: comportamento investitori :2

- Perdita di fiducia => tendenza a investire in strumenti familiari; e anche a investire in meno strumenti ma più banche per diversificare il rischio di frode
- **Implicazione 3**=> aumento dell' home bias e portafogli meno diversificati; frammentazione della ricchezza tra diversi asset managers
- Strumenti ambigui più esposti a comportamenti opportunistici> richiedono fiducia elevata per essere collocati
- **Implicazione 4**=> Calo di domanda per strumenti ambigui – quelli emessi da imprese giovani, innovative, con elevato potenziale di crescita
- La fiducia riduce la domanda di tutti gli strumenti finanziari
- **Implication 5**=> Anche la domanda di assicurazioni si potrebbe contrarre (temperata da aumentata avversione al rischio)



Politiche per ricostruire la fiducia?

- Guardo a due approcci
- Interventi regolamentari
- Azioni dell'industria per ricostruire la fiducia



Politiche per ricostruire fiducia: regolamentazione

- Regolazione più stringente condivisa da molti governi > azione del FSB
- Proposte del FSB aiuteranno probabilmente a guadagnare confidence sulla solidità (solvibilità) del sistema nel suo complesso
- Ma che effetti potranno avere sulla sua incentivi ad agire nell'interesse dell'investitore?
- Improbabile che abbia effetti
- Regolamentazione può aiutare ad allineare meglio gli interessi dell'intermediario con quelli dell'investitore se mirata



Alcuni interventi regolamentari mirati

- Creazione di una consumer protection agency (amministrazione Obama)
 - Ancora non chiaro se verrà messa in piedi o meno
- Negli USA => Financial Fraud Enforcement task force appena creata
 - Obiettivo : “ ..frauds have eroded the public confidence in nation’s financial markets ...This task force mission is to help prevent another meltdown from happening



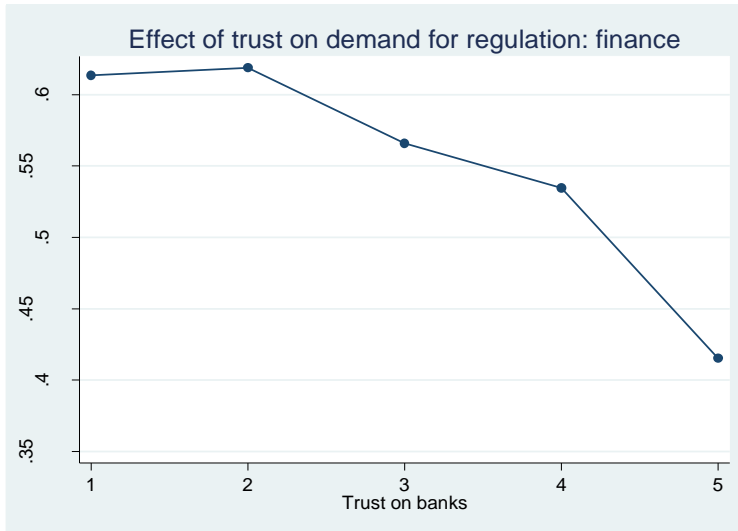
La regolamentazione ha effetti sulla fiducia?

- Evidenza di una forte correlazione tra regolazione e fiducia in dati **cross country** (Aghion, Cahuc and Shleifer, 2009)
- Ma più regolamentazione => *meno* fiducia
- Interessante ma molte possibili spiegazioni
- Più interessante in ACS : domanda di regolamentazione aumenta quanto la sfiducia aumenta
- Oggi vi è molta pressione per una regolamentazione più stringente. Quanto consenso ha?

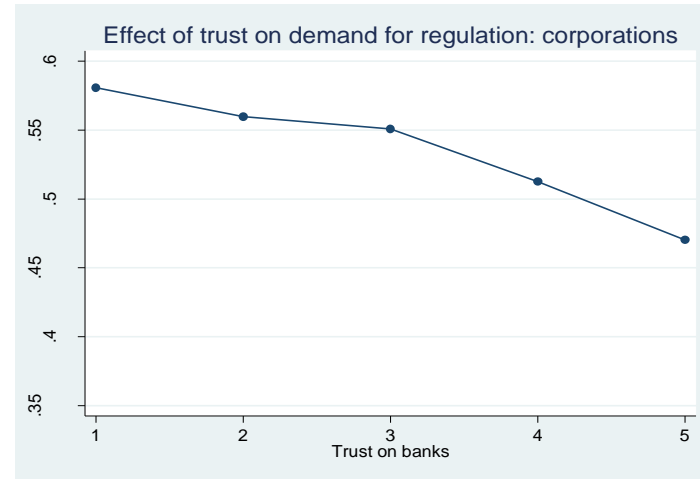


Fiducia e domanda di regolamentazione

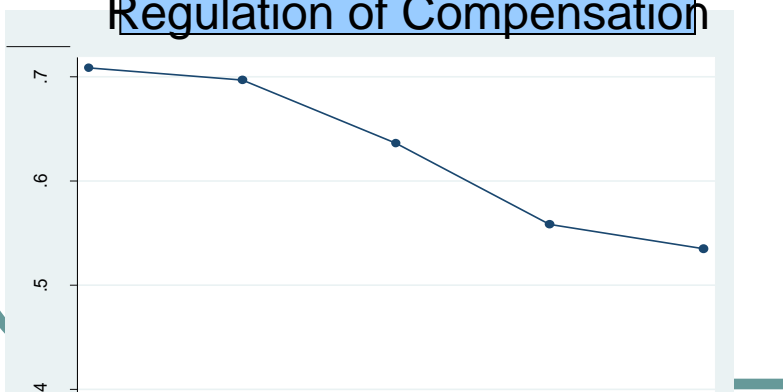
Regulation of Finance



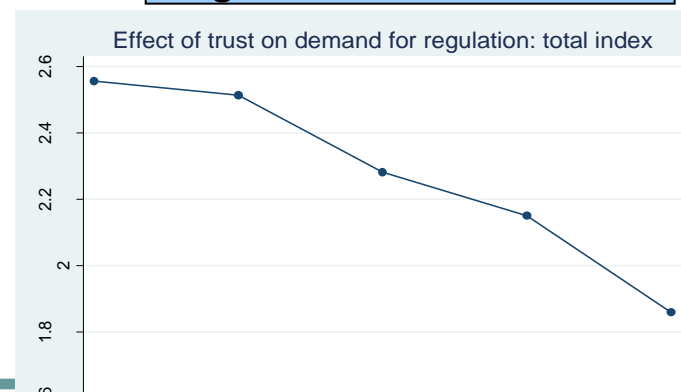
Regulation of Corporations



Regulation of Compensation



Regulation: overall index



Provvedimenti che godono di consenso spesso trovano una realizzazione



Politiche dell'industria per ricostruire la fiducia

- La caduta della fiducia è costosa per l'industria
 - Perché gli investitori ricorrono meno agli intermediari
 - Perché investono su strumenti a bassa intensità di fiducia e a basso rendimento per gli intermediari
 - Perché sostiene la domanda di regolamentazione, di norma costosa per l'industria
- Pertanto ci si aspetta che l'industria sia ricettiva a strategie per ricostruire la fiducia
- Fiducia = un belief sulla affidabilità degli intermediari
=> una credibile politica deve aumentare la affidabilità dell'industria



Tre politiche

- Guardiamo a tre
 - Un sistema di rating della fairness delle banche
 - Comprensibile al meno sofisticato degli investitori
 - Un sistema di remunerazione legato alla fiducia degli investitori
 - Un impegno a promuovere la cultura finanziaria
- Aspetto comune : trasferimento di potere agli investitori => limita lo spazio per comportamenti opportunistici



Conclusioni

- La fiducia è fondamentale nelle transazioni finanziarie
- Di norma ignorata. Idea : istituzioni, contratti e regole legali garantiscono la necessaria fiducia per sostenere le transazioni (almeno nei paesi avanzati)
- La crisi finanziaria ha mostrato che non è così: anche negli USA, i mercati finanziari funzionano se c'è fiducia
- Per ristabilirla sono richiesti cambiamenti profondi nei comportamenti dell'industria
- Ruolo del regolatore: usare moral suasion per favorire l'emergere di un equilibrio in cui i comportamenti opportunistici siano minoranza

