

Una sintesi della coerenza e dell'approccio alla crisi, sta a nostro parere nelle laconiche dichiarazioni di **Jean-Claude Trichet, a ottobre 2011, ovviamente solo poche "ore" prima di lasciare la poltrona al nuovo presidente Draghi**, con le quali si è finalmente "confidato" con i mercati:

**"La crisi e lo stress sovrano sono passati dalle piccole economie ai Paesi europei più importanti"** ed ha inoltre perentoriamente annunciato che adesso **"Il tempo è contato"** e che **"la politica deve fare in fretta"** oltre a precisare, **"...il quadro economico è peggiorato nelle ultime tre settimane e la crisi ha assunto dimensioni sistemiche"**.

Una visione lecita, se non confrontata con le manovre di luglio 2011 dell'Eurotower da lui presieduta. Di fatto la più alta espressione dei massimi sistemi, aumentando il tasso ufficiale di riferimento dall'1,25 % all'1,5 %, fece sì che, nella storia di questo drammatico 2011, si potranno annoverare ben due manovre **restrittive** ( l'altra ad aprile ). Entrambe considerate necessarie in relazione ad aumenti registratisi su energia e materie prime, una spirale che dopo solo tre mesi dall' ultimo aumento, anche ad occhio nudo, non fa rima con gli scenari recessivi che la stessa fonte paventa, in ragione di ricapitalizzazioni bancarie e assoluta lealtà al dogma: parità di bilancio.

Una drammatica crisi di *leadership* a livello globale ha generato un clima di scarsa fiducia. La quasi simultanea impossibilità di tutti i governi occidentali, periferici e non, di poter promuovere le necessarie soluzioni, in ragione di evidenti fragilità politiche delle singole precarie maggioranze, ha reso a dir poco delicato lo scenario.

Pur non volendo evidenziare capacità divinatorie, riteniamo utile stigmatizzare alcuni concetti che abbiamo sviscerato ed esposto nei/l precedenti/e appuntamento/i, ritenendo utile sottolineare quanto alcuni elementi di instabilità, stabilmente insinuatisi, stiano generando un processo di auto poiesi:

- a) "corretta programmazione delle *strategie di uscita* delle banche centrali e dei governi con tempistiche sbagliate";
- b) "temi di bilancio dei paesi considerati dissoluti o senza piani credibili per *ridurre i deficit*";
- c) "ricerca di danni strutturali nelle economie sviluppate ( es.: *disoccupazione permanente* " ed elevati tassi di risparmio ).";
- d) "catalizzatore improponibile e poco credibile della *politica* e non dei fondamentali economici";
- e) " ..l'impossibilità di risolvere i problemi pensando allo stesso modo con cui sono stati generati" A. Einstein;

- f) “ nonostante i mille rivoli che governi e banche centrali scavano nella direzione dei mercati al fine di alimentare fiducia e ripresa, aziende e tante famiglie in Europa e negli Stati Uniti sono impegnate in una drastica attività di *deleveraging* ( stanno più o meno velocemente riducendo il debito). E’ plausibile la tesi di una ripresa economica non veloce”.
- g) “L’inflazione, tema che particolarmente ci riguarda, probabilmente sta accumulando energia fra le sue pericolose spire (come una molla che prima o poi dissiperà la forza ) ma per i prossimi mesi non sarà una minaccia. ”;
- h) “*Speculazione e mercato:*” parte da luoghi oscuri, mercati non regolamentati cosiddetti “over the counter” utilizzando strumenti nati per finalità di copertura, come i CDS, e trasformati nella loro versione “ nuda “ in bombe ad orologeria; si propaga invece sui mercati regolamentati dove opera il sig. Rossi e l’Ente, attraverso mega computer dotati di mega software: i così detti sistemi di *HIGH FREQUENCY TRADING*. E pensare che la maggior parte di queste istituzioni sono state nazionalizzate ! ...”
- i) “ .... si sono evidenziati i drammatici e troppo velocemente sopiti temi dei conflitti d’interessi da cui è afflitto il nostro mercato, si è finalmente notato il “tempismo” con cui Standard & Poor’s abbia declassato la Grecia quindici minuti prima che chiudessero le Borse, creando inevitabilmente il caos dal quale qualcuno sarà sicuramente stato capace di coglierne vantaggio, il tempismo con cui Moody’s si impegna a maggio con uno speciale commento “Sovreign Contagion Risk “ in cui si fa riferimento all’impatto sulle Banche dell’Europa meridionale, lascia pochi dubbi all’intento speculativo più che divulgativo. Sempre quale democratica unità di misura della “disinteressata” attività della agenzie, va ricordato il tempismo con il quale S & P ha degradato il rating della Spagna, a soli due minuti dalla chiusura delle borse. L’argomento, passato addirittura all’ordine della stessa riunione Ecofin del 9 maggio ci si augura porterà a misure decisive. Oggi finalmente si comincia ad osservare da chi sono partecipate queste grandi sorelle.”

Anche il 2011 ci ha allietato con sequenze e temi prevalentemente concentrati nel secondo semestre. I primi sei mesi caratterizzati da una relativo

torpore con l' ufficio studi delle principali istituzioni ( BCE, OCSE comprese ) che sembravano suggerire un economia in affanno, ma dotata di una serie di anticorpi ed enzimi, capaci di metabolizzare coaguli e difficoltà; la brace era, evidentemente, accesa.

Interessante alcuni esempi :

14 aprile 2011

Incontro a porte chiuse a Washinton, Strass Kahn ancora alla guida del FMI chiede ai banchieri privati ed ai Ministri delle Finanze delle principali economie mondiali, il salvataggio della Grecia. La cancelliera tedesca Merkel chiede il " coinvolgimento dei privati".

21 Maggio 2011

"Bocciatura " di S & P's, rivisto da stabile a negativo l'outlook sulle capacità del ns. paese di rimborsare i debiti.

01 Luglio 2011

S & P's ribadisce le stime negative sulla capacità dell'Italia di ripagare il proprio debito, proprio mentre il Governo approva la manovra economica, lo spread si allarga a 197 bp.

05 luglio 2011

Moody's boccia il Portogallo da Baa1 a Ba2, oltre ad emettere parere negativo sul futuro del paese.

11 Luglio 2011

L'Unione Europea s'impegna per la stabilità: lo spread sale a 250 bp.

13 Luglio 2011

Moody's boccia l'Irlanda. E' junk ( spazzatura ) ma allo stesso momento viene minacciato il PARADIGMA: la tripla "Aaa" degli Stati Uniti.

TRATTO DA CORRIERE DELLA SERA .IT

**Redazioneonline**

**13 luglio 2011(ultima modifica: 18 luglio 2011 15:51)**

**“Usa, default sovrano per il Minnesota Cade una "stella" dell'american dream. Oltre 24mila dipendenti pubblici a casa, parchi pubblici chiusi e stop alla realizzazione di infrastrutture**

MILANO - The end. Shut down. Il Minnesota è fallito. Mentre l'Unione Europa s'interroga su come salvare la Grecia. Default controllato. Aiuti di Stato. La Bce che compra titoli tossici per finanziare le disastrose finanze elleniche, dall'altra sponda dell'Atlantico l'insolvenza di uno stato è già realtà. Ed è singolare che accada laddove - ipotizzano gli sherpa della Ue -sia

partito l'attacco speculativo (a colpi di short selling) nei confronti delle traballanti economie Pigs.”

14 Luglio 2011

Approvata dal Governo Italiano la manovra da 70 mld.

18 Luglio 2011

Solo otto banche su 90 in Europa non passano i severi stress test, tutte le italiane sono fuori, lo spread con i decennali Tedeschi sale fino a 300 bp, il rendimento del decennale italiano si avvicina al 6 %.

20 luglio 2011

La Commissione Europea non rimanda Basilea 2. Altra benzina sulla brace: alle Banche dell'UE servono 460 mld entro il 2019

lunedì, 25 luglio 2011 - 15:56

(AGI) New York (Xetra: A0DKRK - notizie) - **Wall Street apre in calo, in vista di quello che ormai tutti considerano un quasi sicuro default Usa.** Il Dow Jones cede lo 0,54% a 12.612,10 punti, lo Standard and Poor's arretra dello 0,45% a 1.338,91 punti e il Nasdaq (Nasdaq: ^NDX - notizie) perde lo 0,94% a 2.832 punti.

25 Luglio 2011

Dopo il meeting straordinario dei capi U.E., Moody's rivede il rating della Grecia da Ca a Caa1, nel contempo in America l'accordo sull'incremento del tetto massimo del debito, salta.

25 Luglio 2011

S & P's taglia rating alla Grecia: tecnicamente è fallita !

28 luglio 2011

Asta del decennale Italiano chiude con un rendimento del 5,77 %, spread sul secondario contro Bund a 377.

02 agosto 2011

L'accordo per il superamento del tetto del debito fino a 2400 miliardi di USD in 10 anni è fatto, ma arriva troppo tardi, sia Moody's che Fitch mettono un NEGATIVE davanti alla Aaa degli States.

4 agosto 2011

Il minotauro, Merkozy, SI DICHIARA contrario, all'acquisto di titoli Italiani da parte della Bce, il rendimento dei decennali sfonda la soglia del 6 % e lo spread sfonda quota 380 bp, il 13 agosto " IL BINOMIO " si presenta ufficialmente al mondo con un vertice a DUE.

6 agosto 2011

Cade un DOGMA gli States perdono la Tripla A ( Aaa )

10 agosto 2011

Milano perde il 6.65 % su voci di un downgrade della Francia.

Avendo l'uomo moderno poca memoria, proviamo a proporre una sequenza schematica delle " ipocrisie " e " follie " del mercato di riferimento nel quale dobbiamo muoverci, oltre che della validità di alcuni approcci tattici a cui il nostro portafoglio è stato sottoposto:

### **Bilancio consuntivo 2010**

*"...Quest'impostazione, se da un lato ha comportato la necessità di doversi accontentare, per una parte core del portafoglio, dei bassi tassi free risk che a mero titolo esemplificativo riportiamo nella tabella 1 ( risultati aste B.O.T 12 MESI gennaio – giugno 2010) dall'altro ha soddisfatto la necessità di dover preparare il portafoglio core, a " ricevere " e sfruttare i potenziali futuri aumenti, senza subirne i contraccolpi che tipicamente si verificano in un contesto di inasprimento della politica monetaria.*

Tabella 1

<i>Data di emissione</i>	<i>D.ta in gg</i>	<i>P.m.p.</i>	<i>Rendimento lordo (*)</i>	<i>Rendimento netto(**)</i>
15/01/2010	364	99,203	0,795	
	0,695			
15/02/2010	365	99,013	0,983	
	0,860			
15/03/2010	365	99,096	0,900	
	0,787			
15/04/2010	365	99,063	0,933	
	0,816			
14/05/2010	367	98,551	1,442	
	1,261			
15/06/2010	365	98,623	1,377	
	1,204			

(\*) *Rendimento semplice* \*\* *commissioni di acq. su primario non incluse*

**2011:**

**quello che avevamo definito un RISCHIO SENZA RENDIMENTO, si è trasformato in una profezia:**

<i>Data di emissione</i>	<i>D.ta in gg</i>	<i>P.m.p.</i>	<i>Rendimento lordo (*)</i>	<i>Rendimento netto(**)</i>
15/01/2010	364	99,203	0,795	0,695
14/01/2011	367	97,936	2,067	1.809
15/02/2010	365	99,013	0,983	0,860
15/02/2011	365	98,147	1,862	1.629
15/03/2010	365	99,096	0,900	0,787
15/03/2011	366	97,912	2.097	1.836
15/06/2010	365	98,623	1,377	1,204
15/06/2011	366	97.846	2,147	1,879
15/07/2011	367	99.394	3.670	3.211
15/09/2011	365	95.959	4.153	3.634
15/11/2011	366	94.172	6.087	5,326
15/12/2011	365	94.309	5.952	5.208

(\*) *Rendimento semplice* \*\* *commissioni di acq. su primario non incluse*

In pratica “ un free risk “ che cerca di prezzare ed attualizzare rischi sistemici.

Sempre al fine di interpretare la dialettica che i mercati hanno dovuto subire, può essere interessante, a nostro parere, cogliere alcuni passaggi del discorso del Presidente degli Strati Uniti Obama a seguito del declassamento del merito creditizio l' 8 agosto 2011: “Ebbene sì, cari americani, sapevamo da tempo di avere un problema. Non c'era bisogno che ce lo dicesse un'agenzia di

rating. In verità però il problema non sussiste, perché nonostante tutto siamo in una nazione con la tripla A. Il problema in ogni caso rimane, ma siamo in grado di risolverlo. Il Congresso ha incontrato qualche difficoltà ed ha solo rinviato il problema. Ma lo risolveremo. E quindi non abbiamo un problema. A nostro parere un atteggiamento che esprime orgoglio e fiducia ma anche la difficoltà concreta ad individuare la terapia.

Proviamo adesso a monitorare quella che comincia a prendere le dimensioni di una vera e propria tempesta perfetta:

6 settembre 2011

La Banca Centrale Svizzera rompe lo storico aplomb e con grande pragmatismo ottiene, attraverso un semplice effetto annuncio, ragione dei suoi obiettivi, fissare il cambio a 1,2.

1 novembre 2011

Mario Draghi passa ufficialmente alla carica della Bce (data da annotare).

9 novembre 2011

Lo spread supera i 550 bp, Giura il Governo Monti.

10 novembre 2011

**AUMENTIAMO LO SPREAD DELLA FIDUCIA.**

**Il Sole 24 ORE**  
www.ilssole24ore.com

**BCC CREDITO COOPERATIVO**  
LA MIA BANCA È DIFFERENTE.

€1.50\* in più Costo 10 Novembre 2011 **QUOTIDIANO POLITICO ECONOMICO FINANZIARIO • FONDATA NEL 1865** Periodico n. 457 - 10.11.2011 - Anno LXXIV - N. 457 - 10.11.2011

<b>SPECIALE RISCHIO ITALIA E MERCATI</b>	<b>Lo spread Btp/Bund</b> Il differenziale tra titoli di Stato italiani e i 10 anni Bund tedeschi ha toccato un massimo 575 punti base, il più alto in assoluto, in seguito all'annuncio dell'uscita dell'Italia dal gruppo G20. <b>575</b>	<b>Rendimento del Btp decennale</b> Il rendimento dei titoli di Stato italiani a 10 anni è sceso a 7,25%, il più basso in assoluto, in seguito all'annuncio dell'uscita dell'Italia dal gruppo G20. <b>7,25%</b>	<b>MANUALE ANTI PANICO</b> Dentro la bolina rischi e opportunità di muoversi o stare fermi sui mercati. Primo - 10.11.2011
--	---	--	--

# FAITE PRESTO

**di Roberto Napolitano**

**I**ntorno a noi abbiamo deciso di aprire la prima pagina del Sole 24 Ore di oggi (ha rubato a Roberto Clausi e a un giornale sghembo, il Materino di Napoli, "FAITE PRESTO" per sapere chi è il nostro rivale, per sapere chi non ha più nulla "di dove" real, accartocciati cubitali, tre giorni dopo l'annuncio del 15 novembre dell'11 che ricomincia l'ipotesi, migliaia di morti e una terza strage). Le miscele di ogni anno il ripetitive e il lavoro degli italiani, girato Italia che molti, troppi si ostinano a conside-

più basso, sotto zero: «Abbiamo bisogno di decisioni, di politici e non possiamo attardarci per una finanziaria responsabile e coerenza nazionale obiettivo generale in tempi brevi e decisivi. Prima saggi cercare le idee. Mi piace dire, per intenderci rischia e si rinvia, la parola appassionate di Sandro Festini di ritorno dall'Inghilterra nel giorno del referendum «Una buona idea non si è avvicinata diversità, ma si è gettata al collo e mi ha detto qualcosa che aveva perduto una madre, suo padre e i suoi fratelli». Il post, scandendo bene «Credetevi, il modo migliore di ricordare i morti è quello di pensare ai vivi».

Festini, Napolitano, passato da L'Unità Finanziaria a fare un mondo che l'Italia si è ripresi in forma la fiducia del mondo. Per fare questo, come abbiamo scritto, appena qualche giorno fa, sono venute scoppiate del da noi, in quanto la colpa di un governo di emergenza nazionale dove la legge pubblica più responsabile la parte del Pd di (sarkoziani) decidero di inventare un paese che per la loro storia e i loro comportamenti, abbiano dimostrato di conoscere la legge del mercato e degli Stati e abbiano, quindi, le carte in regola per accettare alla pari nel mondo e conosciute gli investitori della solidità e affidabilità del quali sono i colossi.

Questa è la vera natura e il vero carattere di un paese più rapidi possibili, non serve di responsabile. Ma, non si rinvia (per tentare a ragione il modo) a giocare la carta politica del futuro. Sforziamoci che, nel breve periodo, anche quel per di crearsi a partire per l'Italia non c'è più, così come è evidente che il nuovo, ulteriore differenziale di spread aggrossa i costi di altri 4-6 miliardi. Il problema che l'Ingegneri Fondo Monetario Internazionale (la legge) di paesi latenti in depressione è che anche perché rischierà probabilmente esortare, in queste condizioni l'impegno del paraggio di bilancio non sarà.

per i rendimenti complessivi e che ricominceremo al Paese una consapevolezza di questo ruolo dell'area di tre, cinque anni e convinciamo che comprati i titoli (non solo in Italia) che potrebbero tranquillamente in portafoglio (non tutti) perché saranno ripagati con gli interessi dovuti alle nostre gestioni.

Il Paese è ferito, paga il conto pesante di un governo pubblico e civile che è durato troppo a lungo e è andato al di là di ogni ragionevolezza. La crisi finanziaria in particolare, questa specificità che il quadro Italia in particolare, esigono un segnale forte di discontinuità tra i politici di ripetere der-

XVII LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

**Rischio Italia e mercati**  
TENSIONE SUI LISTINI

**I rendimenti**  
Forte pressione sui tassi a breve  
Si teme la crisi di liquidità

**Il «limite» del 7%**  
Tutti i titoli di Stato italiani  
superano la soglia critica

**Ore 15:30**  
Wall Street in negativo

**Ore 16:45**  
A picco

**Ore 17:30**  
Taglio nero

**Giornata di passione per Borse e spread**

**FTSE MIB (Milano)**  
Scala sinistra: 499

**Chiusura BTI**  
Scala sinistra: 507

**Spread (BTP-Bund)**  
Scala destra: 552

**Analisi**  
I timori su rating, debito e asta Bot

**26 novembre 2011**

26 novembre 2011

**Rischio debito e mercati**  
LE ASTE DEL TESORO

**Domanda sostenuta**  
Chiesti 11,7 miliardi ai sei mensili, 3,18 per gli zero coupon  
Acquisti di titoli italiani da parte della Bce nella fase di pre-asta

**UN ANNO DI RENDIMENTI IN ASTA DEI BOT A SEI MESI**

**MONITORAGGIO DEI FONDI IN ASTA SUI BOT A SEI MESI**

**I Bot a sei mesi volano al 6,5%**  
Collocati 8 miliardi ma con rendimenti quasi doppi rispetto a ottobre - CTz biennali al 7,8%

**Analisi**  
La rincorsa della politica sui mercati in «fuorigiri»

**28 novembre 2011**



Risultati:

Ftse Mib – 25.20 %

Spread Btp Bund + 335 bp

Cambio euro / Dollaro – 3.06 %

Materie Prime ( indice crb ) - 8.11 %

FTS 100 - 6.68 %

Xetra Dax - 14.69 %

Nikkei 225 – 17.34 %

Anche per gli emergenti i numeri sono stati a dir poco scoraggianti.

Una cronistoria forse per molti noiosa, non certo per chi l'ha dovuta cavalcare e domare, ma necessaria per definire il contesto storico di riferimento.

Necessaria per spiegare quanto più volte abbiamo dichiarato in passato: massimi sistemi che si rimpallano due concetti che sembrano le facce della stessa medaglia, ma non lo sono.

Le parole che più spesso abbiamo sentito pronunciare negli ultimi tre anni sono state: *eccesso di indebitamento* (nelle sue più svariate locuzioni), *crisi di liquidità*, il tutto frequentemente condito con la parola *default*.

Sembra quasi che la classe apicale europea, a tutti i livelli, abbia fatto e faccia finta di non aver ben chiaro quale delle due criticità si stia vivendo.

La crisi di liquidità può essere facilmente risolta ( e lo si è visto il 21 dicembre 2011): le grandi istituzioni finanziarie e sovranazionali riteniamo abbiano ormai realizzato dei veri e propri standard di "immissione", mentre per l'eccesso di debito il profilo è più delicato.

Il debito di per sé non è il male assoluto, il capitale si alloca secondo scadenze ed in funzione di esse si tende ad individuare il giusto rendimento in ragione del rischio da assumere, ma inevitabilmente: più cresce l'indebitamento, più bassa è la crescita, più si alza la possibilità di *default*.

Non si intende riproporre le logiche basiche del rapporto rendimento rischio ma semplicemente sottolineare che ormai il mercato tende a scontare con frenesia e irrazionalità qualsiasi tema legato al credito, ma soprattutto ad associare la parola debito al concetto di insolvenza.

Sarà molto complicato spiegare ai posteri che Entità (leggi banche) speculative operanti sui mercati finanziari abbiano interferito e addirittura determinato scenari politici ed economici negli stati sovrani. Ancor più difficile sarà spiegare che le stesse entità, *too big to fail*, abbiano costretto la politica, dopo l'esplosione delle bolle speculative, ad un salvataggio indiscriminato con il denaro dei contribuenti.

Oggi l'unica soluzione partorita pare sia 'ortodossia di bilancio. Anche in Italia dopo decenni di abuso del debito ci si è riscoperti cultori del pareggio di

bilancio fino al punto di invocarlo come chiave costituzionale, scaricando su generazioni già depredate del loro futuro ulteriori sacrifici.

Riteniamo utile riesporvi passaggi già proposti ma di estrema attualità e che continueranno a rappresentare una lente attraverso la quale osserveremo gli eventi:

*“..Il mondo ha assistito a una proliferazione di bolle finanziarie ed ad un’ estrema instabilità economica, che nessuno dei modelli macroeconomici consolidati poteva prevedere e spiegare; molte incongruenze dei modelli statistici previsionali hanno indotto scelte poco lungimiranti...” “...E’ evidente che i cicli economici che caratterizzavano le economie fino a qualche tempo fa si siano fortemente ridotti; ciò rende molto più difficile il compito di chi deve spiegare e scegliere su quale mercato “ stare “ e da quale mercato uscire. “*

I cosiddetti rischi-evento continuano a prevalere sugli indicatori economici, che comunque nel loro insieme lasciano prevalere climi recessivi.

I governi dell’Europa periferica, praticamente commissariati, risultano impegnati in una spasmodica litania: fare i compiti a casa.

Talvolta la litania viene interrotta da voci “ bianche e disinteressate”, dalle quali si riescono a distinguere candide dichiarazioni come: la dinamica del debito dei paesi periferici è insostenibile, anche se il piano di salvataggio dovesse continuare la ristrutturazione del debito di uno dei paesi risulterà inevitabile.

Nel contempo il concetto di sistematicità è sempre più palese (il re è nudo): le banche europee detengono circa € 3.000 miliardi di debito sovrano del continente, quasi l’8% del totale delle loro attività ( rapporti calcolati su patrimoni anabolizzanti da derivati ). Questo ha fatto sì che nascessero timori sulla valutazione reale degli attivi delle stesse, a cui si aggiungono le correzioni al ribasso del loro potenziale di guadagno futuro. Un sistema che non riesce più a trincerarsi dietro incomprensibili geroglifici verbali/finanziari e che deve fare i conti con la strada. Un sistema sociale messo alle strette dalle soluzioni dettate dalla stessa classe dirigente, apicale, politica, che ha assistito, ed in molti casi generato, la finanza geneticamente modificata. Sempre più supportati movimenti come *occupy street*, *anonymus*, evidenziano un disagio che avevamo già rilevato “ ... Cluster di bisogni che nella società “ evoluta “ trovano spazi sempre più angusti per essere soddisfatti; un inevitabile atteggiamento aggressivo e di difesa ha sostituito la logica del rispetto per l’uomo in nome dell’efficienza. Una società e una

*classe dirigente in grado di accorgersi dei suoi "figli" solo dopo averli avvelenati e depredati del loro futuro."*

*"Con questo non si vuole semplificare un tema così complesso e sarebbe altrettanto illusorio pensare di poter risolvere la questione del welfare solo attraverso una maggiore perequazione fra elementi di spesa. Non si può neanche pensare, però, di rimettere in moto il sistema paese senza passare attraverso un sano aumento dell'occupazione. Un'occupazione competitiva, forte di un'istruzione degna del 2° millennio, supportata da infrastrutture e ricerca in grado di conservare e aumentare quel labile margine competitivo ancora esistente con le civiltà "affamate" dei paesi spenti."*

Il binomio : **welfare e crescita**

**Welfare**: i paesi più deboli dell'Eurozona devono implementare piani di austerità dolorosi in un contesto di crescita negativa o bassa. Il nemico più difficile da combattere nell'architettura di un nuovo modello in Europa è senz'altro di natura demografica; purtroppo l'approccio " GEOMETRICO " che fino ad oggi è stato adottato porta sempre nella stessa, comprensibile, direzione: sostenibilità del sistema!

Per il tema pensioni, in particolar modo, l'elemento geometrico ha assunto una caratteristica dominante, che si traduce in un unico e laconico risultato: adeguatezza.

Esso è declinato, a nostro parere, attraverso il metodo della deresponsabilizzazione, una vecchia formula rivisitata attraverso il principio del libero arbitrio. Nulla è stato partorito in termini di modernizzazione del sistema.

In pratica, *io sistema* ti sto avvisando: accendo i miei fantasiosi warning ( lettera arancione, alfabetizzazione .... ), quindi ti informo in misura più o meno edulcorata, che con la tua pensione a male pena riempirai il frigorifero. Negli ultimi anni, *io sistema*, mi sono evoluto e rifacendo i conti, da poco, mi sono accorto che la clessidra è partita; il mio nuovo algoritmo, riesce finalmente a misurare delle variabili, profondamente cambiate, conclusione: se hai qualche ambizione sul tuo futuro da pensionato, il *gap*, la differenza, devi mettercela tu. Non ci meraviglierebbe se da qui a poco venisse data la possibilità a gente, che non arriva alla fine del mese, di migliorare il cosiddetto tasso di sostituzione anche con il "quarto pilastro".

Va detto che alcune voci del welfare, dei paesi dell'eurozona, finora finanziate fuori bilancio (come quelle relative alla previdenza sociale e alle pensioni) dovranno essere incluse nella politica di bilancio per ovviare agli squilibri della struttura demografica.

Secondo alcuni studi prospettici condotti dalla Commissione Europea, questo fattore farà raddoppiare il rapporto tra PIL e debito pubblico in Europa nei prossimi 20 anni:

Debito pubblico lordo europeo nel 2035 in percentuale sul PIL

	2007	2035*	2035**
Unione Europea	29	121	128
Eurozona	66	132	140
Germania	65	110	116
Portogallo	63	111	113
Francia	64	129	136
Spagna	36	134	145
Italia	104	147	152
Olanda	45	161	178
Irlanda	25	172	180
Belgio	84	179	193
Grecia	105	285	307

\* Si presume un tasso d'interesse corretto per la crescita dell'1%, senza cambiamento dei criteri

\*\* Si presume un tasso d'interesse corretto per la crescita del 3%, senza cambiamento dei criteri

Fonte: Barry Eichengreen, Robert Feldman, Jeffrey Liebman, Jurgen von Hagen e Charles Wyplosz, *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*, International Center for Monetary and Banking Studies, Settembre 2011.

Difatti senza affidarci a particolari centri studi, avevamo già scritto:

*"...Le misure di austerità, le riforme pensionistiche pubbliche e private, attuate e da attuare, imporranno ai cittadini dell'Eurozona un forte sconvolgimento di costumi, abitudini e atteggiamenti. Un Occidente imborghesito ed appiattito su posizioni che nel tempo si sono consolidate grazie ad una classe dirigente talvolta inadeguata, talvolta non lungimirante, potrebbe non riuscire a metabolizzare l'enorme mole di "cambiamenti" a cui sta andando incontro.*

*La sola INCONSAPEVOLEZZA della popolazione distratta da temi quotidiani, riesce ancora a far lavorare formule finanziarie che alimentano schemi che a nostro avviso risulteranno nella migliore delle ipotesi inadeguati.."*

Crescita: pare che l'effetto positivo dell'enorme e unico ciclo di stimoli inoculato nel sistema economico mondiale debba provenire da USA e CINA; per ciò che attiene l'Europa va detto che nonostante le enormi immissioni di liquidità ad opera della Bce di Draghi, poco è cambiato.

L'enorme liquidità fornita alle banche è prevalentemente finita ad alimentare gli esanimi book dei titoli di Stato dei paesi periferici e per lo più,

nuovamente restituiti alla Bce, sotto forma di depositi Overnight ( depositi remunerati a tassi molto più bassi dell' LTRO ).

Le restanti speranze, interpretando il rigido protocollo ipotizzato dai massimi sistemi Europei, dovrebbero provenire dall'esterno del perimetro europeo e dalla rete di multinazionali globali Occidentali in grado di esercitare, grazie a *brand* e a posizioni dominanti sul mercato, il cosiddetto *price value*.

Calcoli ottimistici, considerando che le multinazionali in genere, europee e non, a cui si affida il compito di trasmettere movimento all'ingranaggio "occupazione", sono quelle che meglio hanno interpretato il modello della "NUOVA NORMALITA'", riduzione di costi e investimenti, spesso in misura più che proporzionale rispetto alla contrazione della domanda, straordinari al posto delle assunzioni. Un modello applicato a livello globale da cui sono conseguiti recuperi della profittabilità e livelli senza precedenti di flussi di cassa.

E' illusorio, almeno nel breve, attendere che la crescita, possa arrivare dall'Europa periferica che fa fatica a sostenere l'impatto delle nuove imposizioni, ammalata com'è di degiovanimento, disoccupazione, cronicamente arretrata nelle infrastrutture classiche e "digitali", incapace di trattenerne in casa le "energie" intellettuali più virtuose.

Il tema della disoccupazione è e sarà vettore di ulteriori tensioni, quello che è apparso nel 2011 sembra il prologo di un futuro che nella migliore delle ipotesi pare configurarsi come uno scenario di crescita "lenta", dominata dalla necessità di sanare a lungo termine i numerosi problemi strutturali dell'Eurozona, in un contesto dominato dall'incertezza a breve dei mercati finanziari, con la possibilità di vivere momenti difficili, ragion per cui l'attività di allocazione è stata e sarà tesa a manovre di tipo tattico, tentando di diversificare i fattori di rischio.

#### L'America:

ha rappresentato molti sintomi di malessere economico simili a quelli dell'Europa: un tasso di disoccupazione elevato, livelli di debito e di deficit non ordinari, un basso indice di fiducia dei consumatori, un mercato immobiliare ancora instabile e un alto grado di incertezza politica. Allo stesso tempo, tuttavia, gli Stati Uniti hanno fatto leva e continuano a farlo su diversi punti di forza: la buona redditività del settore aziendale, l'atteggiamento collaborativo della Federal Reserve (Fed), le generose misure di stimolo fiscale che hanno sostenuto i consumi delle famiglie, la situazione patrimoniale "relativamente" buona delle banche e una sufficiente chiarezza nella governance istituzionale (se non in quella politica).

Gli emergenti:

quello degli emergenti è un tema che abbiamo seguito e seguiamo con attenzione da diverso tempo e benché in molti ci sia la convinzione che si tratti di una debolezza temporanea, l'avversione al rischio nel 2011 ha colpito anche i mercati emergenti. Fino a poco tempo fa, i mercati emergenti erano stati toccati solo marginalmente dal peggioramento delle prospettive sui mercati sviluppati. Anche i dati più recenti sulla crescita delle esportazioni asiatiche apparivano incoraggianti. Tale clima è arrivato a colpire mercati azionari, mercati obbligazionari e persino le valute di molti paesi emergenti. In alcune nazioni (soprattutto nell'area EMEA), questa svolta è stata acuita dalla debolezza delle condizioni locali. A questo si aggiunga l'alta esposizione ai prestiti in valuta estera degli investitori privati in Ungheria e in Polonia, i forti legami di questi paesi con le banche in difficoltà dell'Europa occidentale oltre che la loro esposizione a un possibile rallentamento della domanda in Germania. La vulnerabilità di questa regione (rispetto all'Asia o all'America Latina) ha trovato spiegazione nel maggiore fabbisogno di finanziamenti dall'estero e nella dipendenza da flussi di investimenti volatili per il finanziamento dei forti disavanzi delle partite correnti.

Nel nostro portafoglio assume particolare rilievo il tema obbligazionario, fisso e/o variabile che sia. E' effettivamente molto difficile identificare un porto sicuro e persino la liquidità, alla luce delle attuali e costanti incertezze, non appare una soluzione del tutto soddisfacente. Il fitto calendario di eventi potenzialmente ad alto rischio, insieme all'ambiguità dei dati macroeconomici, rendono piuttosto incerto il futuro. Purtroppo la crisi del debito sovrano in Europa ha ramificazioni a livello globale.

Ad oggi molte scelte vengono portate avanti solo in relazione al fatto che i nodi gordiani che attanagliano il sistema sono talmente rilevanti per la sussistenza del sistema stesso che prima o poi si troverà la formula per scioglierli, anche perché qualora ciò non dovesse avvenire si verificherebbe uno scenario apocalittico. Investire secondo questo canovaccio da teatro dell'assurdo è veramente improbo e può risultare utile descrivere lo stato d'animo che anche gli addetti ai lavori vivevano nei momenti caldi della crisi: ad agosto, in ragione degli sviluppi sulla crisi del debito italiano e del chiaro attacco speculativo che si stava scatenando nei confronti dell'euro, nel confrontarci con i *discretionary portfolio manager* responsabili delle gestioni, ci siamo trovati a discutere se allocare o meno parte del portafoglio liquido, su B.O.T con vita residua a sei mesi piuttosto che ad anno, considerando che i primi significativi flussi verso i nostri assistiti cominceremo a distribuirli fra venti, trent'anni.

Anche in questo caso i temi si ripetono stancamente, avevamo avvertito in passato tali criticità:

*“..Gli spread del credito (il differenziale di rendimento delle obbligazioni societarie rispetto a quelle governative, in sostanza la componente di rendimento dei corporate bond che va a remunerare il rischio d’insolvenza assunto dall’investitore) si sono notevolmente ridotti, questo rende la loro selezione più difficile.*

*I titoli di Stato, da sempre porto sicuro per lo zoccolo duro dei portafogli, sono passati dall’offrire un “ rendimento senza rischio “ a un “ rischio senza rendimento“.*

E’ da più due anni che ci impegniamo in un’attività molto tattica, volta prevalentemente ad interagire con la randomizzata congiuntura; il risultato più chiaro di tale attività si è materializzato proprio quest’anno. Parte del nostro portafoglio era stato costruito anche per navigare in queste acque, la curva breve dei tassi, notevolmente sopra pesata, ci ha offerto la possibilità di governare in modo più efficace delle scelte di opportunità

Il 2011 ci ha visto ancora impegnati in un’attività di selezione tesa a costruire un portafoglio che possa interagire con i prossimi appuntamenti, quindi in grado di subire modifiche in termini di esposizioni nette azionarie e obbligazionarie (duration, rischio credito, fisso, variabile) con l’intento di congegnare un’ allocazione strategica costruita su convinzioni di lungo termine volte a trarre valore dall’irreversibile nuovo ordine mondiale.

Bisogna però riconoscere che esiste un’elevata possibilità di vivere un futuro caratterizzato da una bassa probabilità di raggiungere gli obiettivi ministeriali a causa di fattori, nuovi e completamente esterni all’Ente, che si sono stabilmente insinuati nei cicli finanziari, quali le bolle speculative, i cosiddetti “cigni neri”, la finanza comportamentale, economie sistemiche, ecc.

*“...I cigni neri hanno accompagnato alla porta tutti i metodi di controllo del rischio tradizionali, modelli basati su serie storiche passate come il Var (Value at risk, misura della massima perdita attesa in un determinato orizzonte temporale, ndr), modelli basati su stime probabilistiche, ...varianza, covarianza, etc., tutti hanno mostrato enormi falle e violato Markoviz.”*

Le nozioni accademiche dicono che il valore aggiunto della scelta delle azioni ed il cosiddetto *market timing* (la strategia d’investimento attraverso la quale gli investitori decidono di investire o disinvestire in diversi strumenti finanziari, per trarre beneficio dalle oscillazioni del mercato) viene sensibilmente ridotto nel lungo periodo (in verità la nostra esperienza dell’ultimo decennio dice il contrario). Il problema è che noi veniamo ‘valutati’ su base annua e, quindi, pur ribadendo che non intendiamo rimanere vincolati al risultato annuo a tutti i costi, dobbiamo comunque sottostare a queste prescrizioni fin quando non si riuscirà a modificare per vie istituzionali i contenuti delle attuali normative. Movimenti simultanei e repentini del mercato, spesso impossibili da prevedere e quantificare nella loro ampiezza,