

che nasconde qualsiasi realtà... “, il tutto alimentato, come già descritto, dalla consuetudine, americana di estrarre Equity dalle proprie abitazioni.

Il blocco del rimborso dei propri fondi di investimento da parte di alcune case d'investimento, ha certamente evidenziato e amplificato lo schema perverso della congiuntura.

“ First the credit crunch... now the spending squeeze”. Ovvero prima la stretta al credito, ora quella dei consumi. Così titolò il quotidiano inglese, Independent martedì 11 settembre 2007. Si temeva che la stretta all'erogazione del credito, che parte dal famigerato comparto dei mutui, potesse arrivare a comprimerne i consumi.

E di fatti da lì cominciò una pernicioso crisi di fiducia, che si trasmise definitivamente all'economia reale.

Prima che l'ago di questa bolla raggiungesse il suo obiettivo, più precisamente a Giugno 2007, l'ENPAB intervenne con una significativa riduzione della componente equity, obiettivo ridurre la partecipazione al Beta di mercato, in vista di un rinvigorimento della volatilità, cercando l'Alpha.

Fare meglio della media di mercato è difficilissimo, fare l'inverso è molto semplice. E' sufficiente fare qualche scelta sbagliata per ottenere rendimenti negativi anche quando il mercato, nel suo complesso, offre rendimenti interessanti.

Qualunque cosa si faccia per diversificare i mercati tendono ad essere più correlati durante le sciolte del mercato rispetto alla crescita; siamo stati costretti a convivere con la volatilità e come funamboli ad accettarla indipendentemente dalla tolleranza del rischio, anche perché i ns. obiettivi, spesso, ci negano la possibilità di sfruttarla come un'opportunità da cogliere.

Mentre l'impostazione dell'attività del risparmiatore dovrebbe essere volta non tanto a fare meglio del mercato, bensì, ad ottenere la più alta percentuale possibile del rendimento espresso dal mercato, quello della Cassa di Previdenza dovrebbe essere costruito ponendo come benchmark le proprie passività; quindi un rapporto rischio rendimento; adeguato sia rispetto alle attese che alla necessità di sostegno delle passività e delle spese.

Il focus sui temi inerenti tecniche di Liability Driven Investing, ¹ effettuati nel corso del 2007 insieme ad alcune banche che svolgono anche

¹ tecniche finalizzate alla costruzione di un benchmarking delle performance di portafoglio in funzione delle passività dello specifico “Fondo Pensione”. Quindi l'attività di Asset allocation risulta costruita in funzione degli attivi/passivi a lunga scadenza del Fondo Pensione. Pur essendo volte a ridurre la volatilità, esse non rappresentano tecniche di risk management ma approcci di asset management.

funzione di advisor, hanno di fatto messo in risalto la discrasia fra i principi regolatori di moderne tecniche di gestione dei portafogli previdenziali e le peculiari “esigenze” del nostro portafoglio:

Nel 2008, tutti i timori si sono, materializzati, portando con se tutto ed il contrario di tutto.

Il 2008 sarà ricordato a lungo poiché per ribadire la veridicità della legge di Murphy, tutto quello che poteva andar male... lo ha fatto: la crisi del credito, il fallimento di banche storiche, le gravi difficoltà del sistema finanziario mondiale...insomma un incubo che ha colpito gli investitori e minaccia di portare una profonda recessione nelle economie sviluppate nonché un forte rallentamento alla crescita dei paesi emergenti.

Pure nel tentativo di non tediare chi legge, non possiamo non evidenziare alcuni passaggi contenuti nell'allegato al Bilancio di Previsione 2008, scritta a Settembre 2007.

Ciò, non tanto per evidenziare le nostre capacità interpretative di momenti storici piuttosto che macroeconomici, ma per sottolineare nuovamente quanto siano di attualità alcune criticità legate alla gestione del patrimonio dell'Ente

“.....Il focus sui temi inerenti ...omissis....., hanno di fatto messo in risalto la discrasia fra i principi regolatori di moderne tecniche di gestione dei portafogli previdenziali e le peculiari esigenze del nostro portafoglio: remunerare, al netto del prelievo fiscale, le contribuzioni ed i montanti, alla media quinquennale del tasso di crescita del PIL nominale, al termine di ogni singolo anno.

La volatilità, per altro, sempre più presente, delle diverse asset class, ha confermato la difficoltà di collimare la costruzione di asset allocation strategiche, con la necessità di dover intervenire tatticamente sul portafoglio al fine di evitare il mancato raggiungimento degli obiettivi Ministeriali nell'arco di soli dodici mesi.

Anche la ricerca effettuata con controparti italiane ed estere, nonché, con alcune società di gestione, circa la possibilità di realizzare contenitori in grado di raggiungere, attraverso tecniche di più ampio respiro, l'obiettivo da riconoscere ai nostri iscritti, al netto della tassazione sui proventi, secondo i principi di bilancio civilistico a cui siamo assoggettati, non hanno portato

risultati particolarmente convincenti.....” ed ancora “ L’unico elemento più inatteso che si è andato ridefinendo nel corso del 2007 è stato il tasso free risk, la cui crescita ha ridotto nel secondo trimestre il differenziale di rendimento rispetto agli obbiettivi di rendimento ministeriali. Per via della crisi dei mutui americani cosiddetti sub prime, (che ci preme precisare, aveva dato i primi segnali di crisi a marzo 2007, pur mitigata dalle autorità di controllo quali Fed e Bce), detto differenziale, nel terzo trimestre, per effetto del fenomeno flight to quality, si è nuovamente allargato.”

“..Abbiamo ritenuto opportuno sottolineare questo fenomeno in quanto è proprio il differenziale fra free risk e obbiettivi ministeriali, oltre che ad altri fattori di sostenibilità, che guidano alcune reazioni tattiche sul portafoglio in gestione.

omissis..... Nel 2008 saranno probabili ulteriori correzioni, anche significative, converrà quindi modulare gli interventi sul mercato nel corso dell’anno, per approfittare delle necessarie pause di riflessione dei corsi azionari, dunque il 2008 si presenta come un anno estremamente tecnico. Dati i nostri vincoli, “purtroppo “, è e sarà importante valutare con tempestività e allo stesso tempo con lungimiranza le nostre singole mosse.

Il differenziale esistente fra la remunerazione di strumenti finanziari free risk e gli obbiettivi ministeriali, dovrebbe risultare inferiore rispetto al 2006/2007 e prevediamo sempre maggiori difficoltà circa la possibilità di attingere tale differenziale dalla componente equity. ...”

Le “difficoltà “ legate alla necessità di cogliere nel 2008 il differenziale esistente fra la remunerazione del free risk e gli obbiettivi ministeriali, attraverso un portafoglio già precedentemente costruito e impostato secondo strategie core – satellite sono state e saranno anche nel 2009, di enorme attualità.

Proviamo a descrivere ora le fasi più concitate del 2008

Tempistica della crisi del credito

- **07.09**
- *Salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac da parte del governo USA*
- **10.09**
- *Presentazione di istanza di fallimento da parte di Lehman Brothers*
- **16.09**
- *La Fed USA annuncia un pacchetto di salvataggio di 85 mld di dollari per AIG*
- **17.09**
- *Lloyds TSB cerca di acquisire HBOS*
- **22.09**

- *Goldman Sachs e Morgan Stanley si trasformano in holding bancarie*
- **25.09**
- *Washington Mutual diventa il maggiore fallimento bancario negli USA*
- **28.09**
- *Parziale nazionalizzazione di Fortis da parte dei governi del Benelux*
- *Annuncio del piano di salvataggio bancario TARP da 700 miliardi di dollari*
- **29.09**
- *Nazionalizzazione dell' istituto erogatore di mutui Bradford & Bingley nel Regno Unito*
- *L'Islanda nazionalizza Glimir Bank*
- *Il Congresso USA boccia il piano di salvataggio.*
- **30.09**
- *Salvataggio di Dexia da parte dei governi di Belgio, Francia e Lussemburgo*
- *Il governo irlandese garantisce i depositi bancari*
- **03.10**
- *Il Congresso USA approva il disegno di legge nella versione emendata*
- **06.10**
- *La Germania annuncia un piano di salvataggio di 50 miliardi di € per Hypo Real Estate*
- **07.10**
- *L'Islanda nazionalizza Landsbanki; chiede alla Russia un prestito di 4 miliardi di €*
- *Il Regno Unito annuncia un piano di salvataggio bancario*
- **08.10**
- *Tagli dei tassi coordinati da parte delle banche centrali*
- **10.10**
- *Wall Street subisce la maggiore perdita registrata in un solo giorno dal 1987*
- **13.10**
- *Il Regno Unito sostiene un pacchetto di salvataggio per le banche mentre i governi europei annunciano misure simili*

Quello che è accaduto a Lehman è stato l'acceleratore degli eventi; il default ha provocato una situazione di sottigliezza del mercato all'ingrosso dei capitali che ha successivamente alimentato lo scenario senza analogie a cui abbiamo assistito dall'evento in poi.

Le banche hanno avuto, definitivamente, difficoltà ad approvvigionarsi oltre a irrisolvibili problemi di liquidità.

Indipendentemente da valutazioni sulla necessità di intervenire al fine di non far fallire questo pezzo di storia americana, va detto che l'evento ha definitivamente confermato i dubbi che da tempo aleggiavano sul mercato "senziente": la dimensione di un enorme mercato dai piedi d'argilla, o meglio, di una recita i cui attori si sono rivelati nel migliore dei casi impreparati.

La terza banca americana aveva presentato a giugno 2008 una semestrale che vantava utili per 500 mln di dollari, e venerdì 6 settembre vantava ancora

rating pari a quelli di stati sovrani occidentali, con la sola deroga che, una casa di Rating il giorno prima del Chapter 11, poneva sotto la voce “credit watch” la Lehman per poi tagliare drammaticamente il rating il lunedì.

Un mix di eccessi del sistema che ha generato una crisi di fiducia, prima che di liquidità, quindi la paura di un esplosione delle insolvenze determinate da un deterioramento dell'economia reale, carte di credito, credito al consumo, leasing, leveraged buyout, etc.,

Nella fase iniziale della crisi, la Fed e la Bce iniziarono a dare il chiaro segnale di essere impreparati a fronteggiare la crisi in atto; ci si riferisce alle fasi in cui vennero messe in discussione le monoline Ambac etc., etc., (basti pensare che non erano nemmeno in grado di stimare le perdite potenziali per il sistema finanziario). Si parlava di “smaltire” 1.000 miliardi di svalutazioni, da parte delle Banche, l'inflazione in crescita, il dollaro ipersvalutato, il petrolio quasi a 150 \$ e tassi in una posizione di neutralità (in Europa) che non faceva sperare in un supporto delle Banche Centrali.

L'impressione era di assistere alla somministrazione della terapia chemioterapica al paziente malato, senza tener conto dell'approssimarsi di una evidente crisi cardiaca di enormi proporzioni.

Poi le risposte delle Autorità americane sono state dapprima reattive, se guardiamo cosa è accaduto a Bear Stearns, dopo è iniziata una fase di gran confusione, la totale assenza di concertazione ha dato la sensazione di atteggiamenti randomizzati, finalizzati per lo più ad attività di maquillage.

Il mercato ha assistito da parte degli organi di controllo del sistema ad atteggiamenti abulici, alternati a fasi di isteria compulsiva e comunque tardiva; ciò, a nostro parere, ha generato l'effetto più devastante: la crisi di fiducia.

Nel primo trimestre dell'anno si invocava: no al dirigismo, al protezionismo, all'intervento regolatore dello stato nei mercati, considerando tali misure più gravi della malattia stessa. Fino a giugno 2008 a livello istituzionale si parlava di inflazione, stagflazione, agflazione; a inizio luglio nessun prezzo sembrava troppo alto per il petrolio e nessun minimo sembrava impossibile per l'euro.

Poi, improvvisamente, a metà luglio hanno tutti cambiato idea. Dall'inflazione, stagflazione, agflazione, siamo passati alla recessione. Petrolio, euro, oro, platino e tanti altri divennero sopravvalutati ed il solito coro “...ma si sapeva...”.

Da un giorno all'altro nessuno sembrava sapesse a cosa servissero le materie prime che ieri erano indispensabili e così, non c'era prezzo troppo basso...

Il tutto condito con la sacrosanta politica europeista del rigore che a Giugno 2008 vide la BCE, dopo un contrastato coro di repliche, aumentare il tasso di riferimento di uno 0,25 portandolo ad un 4,25 %, ciò a difesa di pressioni inflazionistiche dovute, secondo i loro studi, a movimenti strutturali. L'apice di un ortodossia europeista che si è rivelata essere a dir poco eccessiva.

Addirittura a settembre 2008 la Bce annunciò un giro di vite ai criteri di base ai quali avrebbe accettato strumenti finanziari in cambio di liquidità, in pratica l'applicazione di uno scarto pari al 12 % sui titoli classificati come più rischiosi. Provocando da un lato maggiore trasparenza e rigore da parte di molte banche, ma dall'altro l'aumento del costo medio di rifinanziamento di molte banche della zona euro.

Nel frattempo molte cure venivano proposte e snocciolate proprio da chi aveva innescato il virus.

Le gravissime turbolenze, il tumulto dei mercati finanziari globali dei primi 10/15 giorni di ottobre, sono stati difficili per tutti, inclusi coloro che lavorano nei mercati finanziari da decenni. Il prestito bancario si è ridimensionato in tutto il mondo, e le conseguenze hanno colpito rispettabili ed insospettabili società nonché i più grandi indici azionari e obbligazionari.

Finalmente però si è assistito ad un intervento concertato e, quantomeno nei principi, basato sulla volontà di cercare soluzioni strutturali:

Le Banche Centrali di tutto il mondo hanno coordinato i loro sforzi al fine di tagliare i tassi di interesse e fornire liquidità ai mercati dai finanziamenti congelati. Negli USA, la Federal Reserve ed il Tesoro si sono mossi rapidamente per istituire nuovi programmi per attenuare le pressioni del mercato monetario e per gestire difficili asset finanziari. Molti governi sono intervenuti anche per salvare le principali istituzioni finanziarie o per trovare un modo consono per farle acquisire. Potrebbe passare un pò di tempo prima che si vedano i risultati di tutti questi sforzi, ma è probabile che queste azioni globali a più livelli segnino un significativo momento di svolta.

Violato addirittura il tabù del mark to market, sacrosanto da tutti i punti di vista fintanto che esistono mercati su cui negoziare; senza entrare molto nei

particolari possiamo dire che ormai governo e banche centrali hanno garantito nei paesi occidentali quasi tutta l'attività bancaria: capitale, depositi, liquidità a breve, assistenza ai mutuatari e soprattutto prestiti.

Prospettive e strategie:

E' importante ricordare che, per quanto preoccupanti le attuali condizioni di mercato possano essere, gli stessi mercati hanno già affrontato simili sfide. L'aumento di cinque volte del prezzo del petrolio nel 1973 aveva

portato ad una profonda recessione che aveva fatto scendere l'MSCI EAFE Index del 33.18% dal gennaio 1973 a dicembre 1974. La crisi finanziaria dell'Asia Sud Orientale del 1997 e il default delle obbligazioni della Russia del 1998 hanno già diffuso ai mercati globali patologiche reazioni, ma alla fine hanno lasciato il passo alla ripresa.

Il crollo dei mercati del "Lunedì Nero" del 1987 rimane il più grande declino percentuale in un singolo giorno nella storia del Dow Jones Industrial Average, ma va sottolineato, proprio nell'ambito di quest'elenco di eventi storici, che questa crisi non ha analogie con il passato.

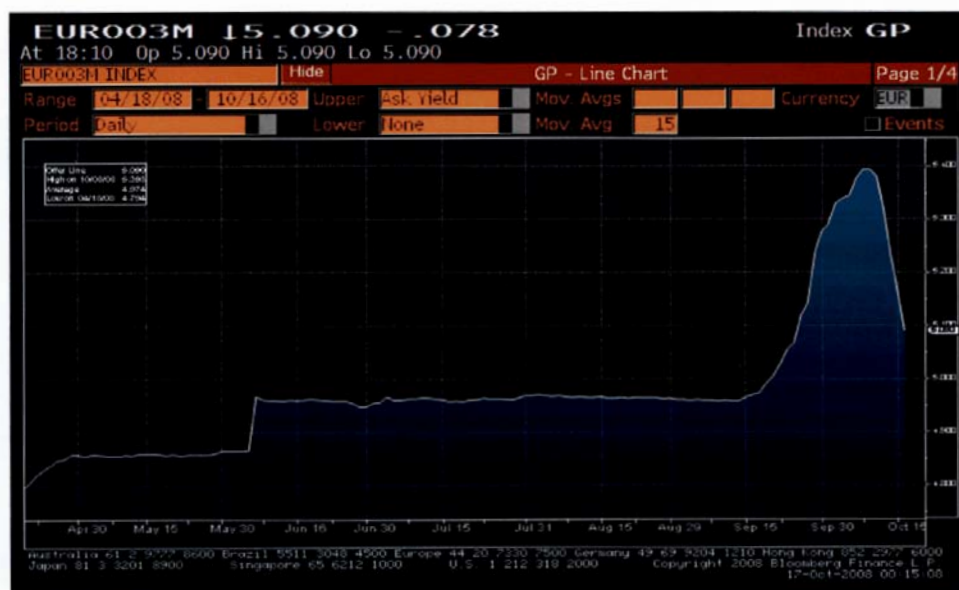
I ribassi che si stanno consumando su quasi tutti gli indici azionari hanno riportato gli indici ai livelli di prezzo dell'ultima grande crisi 2001- 2003.

I livelli dei listini a fine 2008, sono stati l'espressione di diversi fattori:

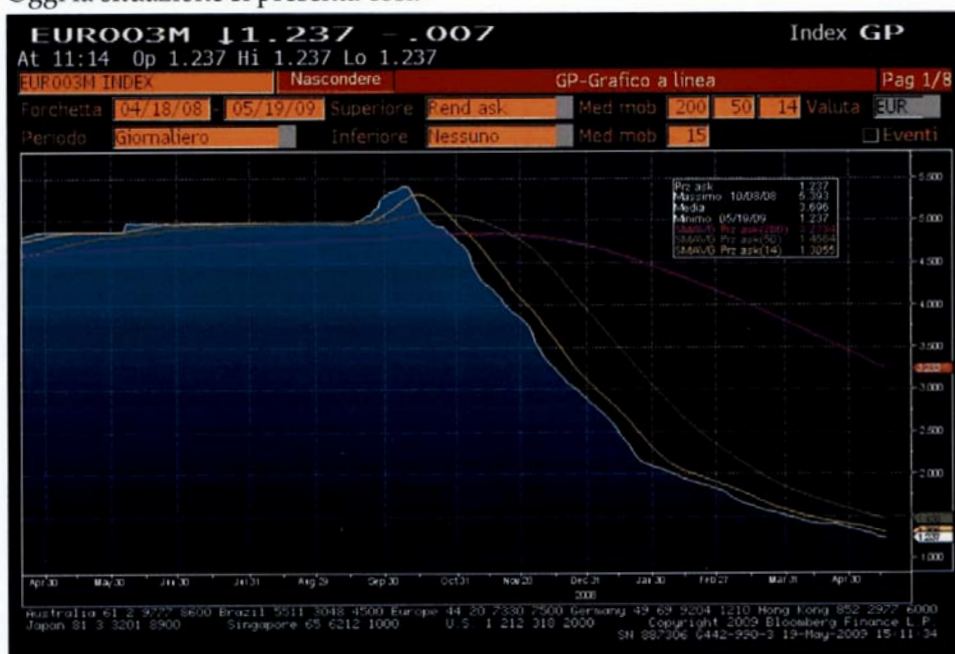
Primo

E' mancata liquidità nel sistema interbancario, con rischi molto pericolosi sulla normale attività creditizia. Ciò ha determinato un'enorme pressione sull'Euribor a tre mesi che, come illustrato nel grafico in basso, già ad ottobre 2008 ha avuto una salutare correzione (circa 30 bps) che ha fornito le prime scintille per un processo che si spera procurerà una normalizzazione dell'attività creditizia.

Ottobre 2008



Oggi la situazione si presenta così:



Secondo

La recessione è arrivata ed è necessario valutarne i danni creati, la sua profondità e l'impatto sulla redditività del mondo dell'impresa, ma soprattutto se, nei prezzi attuali di mercato così schiacciati, già è scontata la depressione futura; quindi la tenuta della crescita degli utili sarà l'elemento cruciale da tale punto di vista.

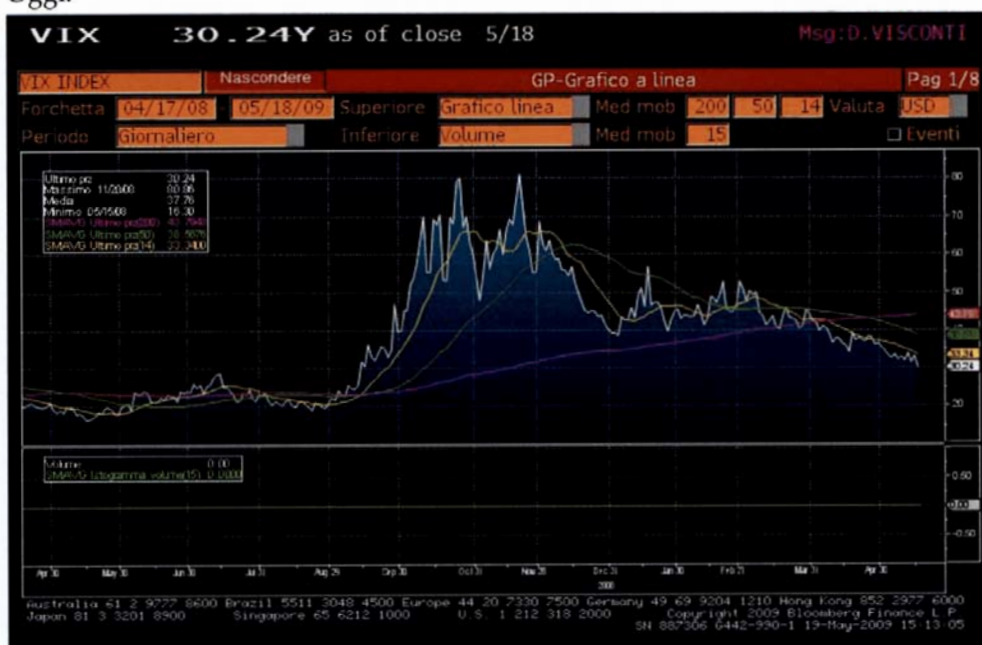
Terzo

Tutto ciò comunque provoca un forte nervosismo in borsa indicato anche dal VIX (vedi grafico in basso), indicatore della volatilità implicita nei mercati dei successivi 30 giorni, che oscillava intorno ad un livello di 80, era la rappresentazione di una previsione del mercato di attendersi nel mese successivo movimenti in rialzo o in ribasso di circa il 25%,

“In sostanza il bicchiere è mezzo vuoto e mezzo pieno; una distorsione cognitiva che consiste nel trarre una conclusione specifica senza prove a sostegno o senza alcuna consapevolezza; si arriva a catastrofizzare o a minimizzare a seconda della convenienza, ragionamenti emotivi talvolta interessati”.



Oggi:



Quarto

Altro fattore decisivo è rappresentato dal ted Spread (misura della differenza tra il costo del finanziamento nell'interbancario ed l'impiego di breve "reesk free") anche in questo caso vogliamo dare rappresentazione dell'evoluzione che quest'indicatore strategico ha avuto dall'inizio della crisi ottobre 2008 e gli attuali livelli



Oggi:



Se è vero che nel lungo periodo, sono solitamente i fondamentali a determinare il prezzo sui mercati azionari, è anche vero che, il “sentiment” degli investitori puo’ influenzare significativamente i movimenti dei titoli;

accade talvolta che, in periodi di forte crisi, sia il “sentiment” stesso a guidare totalmente l’andamento dei mercati, e in questo caso, i fondamentali influenzano solo marginalmente il prezzo delle azioni.

Se è vero che i semi di eccellenti rendimenti di lungo periodo sono stati piantati, in contesti di mercato come quello cui stiamo assistendo è difficile ascoltare la voce della ragione quando vendite indiscriminate spinte anche dal panico guidano le azioni quotidiane e sono sottolineate dai media e da giudizi talvolta approssimativi.

MA

Nel giro di pochi mesi sono cambiate certezze consolidate, si è assistito sui mercati anche a “scene” di giustizia sommaria. “Periodicamente, si verificano eventi estremamente improbabili, i quali, al loro verificarsi, hanno un impatto enorme sulla nostra vita, proprio in ragione del fatto che nella nostra mente tendiamo a classificarli come “impossibili”, nonostante siamo consci della differenza sostanziale tra un evento improbabile ed un evento impossibile, quello che in statistica viene definito il cigno nero...”

Nessuno è capace di prevedere con esattezza l’insorgere e la fine dei mercati al rialzo e al ribasso su una base costante; in genere, i rialzi arrivano subito prima o subito dopo una flessione, quindi se si tenta di calcolare il momento giusto per investire, la possibilità di fallire è molto elevata.

Inoltre, i migliori guadagni e i grandi ribassi si concentrano generalmente in brevi periodi di tempo, quindi è sufficiente rimanere fuori dal mercato per poco tempo per perdere una buona occasione.

Sembrerebbe quasi che il segreto non sia quello di anticipare ma quello di restare nei mercati

ED

Anche per noi in questi “giorni” la disciplina operativa è stata messa a dura prova; la storia ci insegna che i momenti come questi sono proprio i migliori per comprare e iniziare la costruzione di posizioni di medio lungo periodo. Le oscillazioni di breve termine quindi non dovrebbero influire nelle nostre decisioni strategiche, anzi:

Fred Schwed che, negli anni 40 nella sua bibbia degli investitori *Where are the Customers' Yachts* scriveva: “Quando il mercato azionario è in fase di boom, prendi tutti i tuoi titoli, vendili e acquista obbligazioni. Senza dubbio le azioni saliranno ancora. Non farci caso: aspetta il crollo che prima o poi arriverà. Quando questo crollo diventerà una catastrofe, vendi i bond e compra equity. Senza dubbio le azioni andranno ancora più a fondo. Anche questa volta non farci caso. Aspetta il prossimo boom. Continua con questa strategia per tutta la vita e avrai il piacere di morire ricco”.

Il problema, aggiunge, sono le difficoltà psicologiche: bisogna comprare obbligazioni quando non sono popolari e acquistare azioni quando tutte le detestano. La domanda, a questo punto, è spontanea: se è così facile perché non lo fanno tutti?

Il primo suggerimento, di Buffett, è quello di isolarsi da tutte le informazioni che bombardano gli investitori.

Il rischio è ancora più alto oggi in cui le previsioni arrivano oltre che dai giornali specializzati, anche dalla televisione, dalla radio e da Internet. Una massa di informazioni, spesso contraddittorie, che confondono l'investitore medio.

“Meglio spegnere tutto e ripassare più tardi”, dice Buffett.

Ma per noi ENTE 103 prevale anche un'altra “regola” che traspare fra le righe di quest'asserzione:

Dice Fuller “E' vero che i grandi gestori hanno informazioni migliori e maggiori fondi a loro disposizione rispetto ai piccoli investitori e possono sfruttare le inefficienze del mercato, ma i primi devono fare i conti con le attese e le esigenze, anche di breve termine, dei loro clienti. Il privato, invece, non deve giustificarsi che con se stesso. Se ci pensate, è un vantaggio non da poco”.

Noi non siamo grandi gestori e non godiamo del vantaggio delle “maggiori informazioni”, abbiamo però l'obbligo di fare i conti con le attese e in contesti come quelli attuali esplode l'idiosincrasia tra la costruzione di asset allocation strategiche, la necessità di dover intervenire tatticamente sul portafoglio e il raggiungimento degli obiettivi Ministeriali nell'arco di soli dodici mesi.

Solo uno stile “ Benchmark agnostic ” potrebbe tendere a comprare quando tutti vendono ma noi rispondiamo alla fatidica formula delle “103”

Allocare risorse finanziarie in un contesto in cui non si parla di ritorno sul capitale ma incredibilmente di ritorno del capitale è veramente improbo.

Ma il denominatore per le asset class più volatili potrebbe essere quello di sfruttare la volatilità dei mercati a proprio vantaggio, investendo regolarmente importi predefiniti in asset class selezionate.

Ciò ci consentirebbe di trarre vantaggio da una tecnica nota come “cost averaging”.

E’ molto difficile fare affermazioni universali circa i mercati, tanto più con mercati finanziari che cambiando di minuto in minuto quindi pensare di scrivere qualcosa che sia ancora attuale anche solo tra pochi giorni è da veggenti.

Lo è ancor di più in contesti di mercato che si esprimono, con simultaneità e velocità inverosimile; diceva l’economista inglese John Maynard Keynes “Non c’è nulla di più disastroso che cercare di investire in modo razionale in un mondo irrazionale”. La frase spiega perfettamente quanto sta succedendo da mesi sui mercati finanziari di tutto il mondo.

Ciò a cui si è assistito ha messo in discussione 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) e di molti modelli simili che sono basati su metodi probabilistici, ...varianza, covarianza, etc., tutti hanno mostrato enormi falle.

Anche le famose e sofisticate tecniche degli Hedge Fund, teoricamente in grado di produrre risultati decorrelati, hanno mostrato tutta la loro fragilità, finendo addirittura sotto l’ala protettrice di soluzioni/salvataggi politici come quella dei Side Pockets e dei Gate.

Mai come in questi due anni, si sono evidenziati i limiti degli esperti di mercato, che spesso non sono migliori dell’investitore medio. Si è assistito ad errori di superficialità e di sopravvalutazione. Spesso euforici in prossimità dei massimi e cauti, piuttosto che negativi, in prossimità e subito dopo i minimi di un certo spessore.

Nel 2008 abbiamo aspettato e attenderemo che si realizzino alcune condizioni prima di riportare i livelli di equity ai livelli di giugno 2007.

Si vorrebbe assistere alla stabilizzazione del mercato immobiliare, la fine del ciclo della riduzione dell'indebitamento da parte degli hedge funds, nonché l'esito dei programmi federali di stimolo alla spesa e dei piani di finanziamento della banca centrale: la ripresa potrebbe tardare fino a che i bilanci delle famiglie e del settore finanziario non saranno stati almeno parzialmente risanati. Pertanto, potrebbe volerci altro tempo prima che si possa tornare ai normali schemi di spesa.

In un sistema pervaso dal market to model, abbiamo preferito caratterizzare il risultato della gestione finanziaria 2008 seguendo un principio forse un po' preistorico, quello del market to market.

La valorizzazione di tutte le asset class è stata fatta sulla base del valore di mercato al 31 dicembre 2008.

Si è scelto di non utilizzare l'opportunità offerta dal decreto anticrisi; Tale scelta non nasce dalla non condivisione di questo tipo di chance, che è stata offerta e che riteniamo in alcuni casi addirittura necessaria (quando non c'è mercato è impossibile che si formi un prezzo). Nasce dalla volontà di lavorare in piena libertà in un contesto che ha visto l'impostazione di un prezzo politico del denaro e l'intromissione della politica nell'economia, elementi che preludono alla probabile formazione di un nuovo ordine politico economico.

E' per lo stesso motivo che quest'anno non abbiamo neanche voluto destinare a nessuna delle asset class detenuta in portafoglio un impiego durevole attraverso l'istituto delle immobilizzazioni.

Ci preme sottolineare che il semplice utilizzo del decreto anticrisi sul 2,5% del patrimonio, combinato con l'istituto delle immobilizzazioni sul 2 % del nostro patrimonio, ci avrebbe consentito di superare con la sola gestione finanziaria l'obiettivo ministeriale

Il portafoglio mobiliare complessivo dell'E.N.P.A.B. nonostante lo scenario senza analogie, ha confermato come nei precedenti anni una valida impostazione volta al conseguimento degli obiettivi Ministeriali, il risultato della gestione, che teniamo a ripetere è stato interamente trattato al valore di mercato, è risultato essere positivo e pari allo 0,34%.

Di seguito allegato, una rappresentazione grafica della composizione del portafoglio mobiliare al 31-12-2008.