

VIX: indicatore della volatilità attesa nei mercati.

Nel grafico di sotto, il VIX risulta esploso intorno ad un livello 80. In pratica il mercato “attendeva” nel mese successivo movimenti in rialzo o in ribasso di circa 25 %, fino al dissiparsi della volatilità attesa.



A dicembre 2009 circa 15 mesi dopo l’innesco del detonatore, il chapter 11 di Lehman, sembra quasi che tutto sia tornato alla normalità. Questo è quello che alcuni indicatori di rischio ci mostrano. L’Euribor a 12 mesi è intorno all’ 1.2 % che rappresenta quasi un minimo storico, contro il 5,5 % dell’ ottobre 2008; il Vix, indice di volatilità, è intorno a 22 contro l’80 circa di novembre 2008; il ted spread (differenza tra i tassi d’interesse interbancari e i titoli di stato a breve termine: è utilizzato per misurare il grado di fiducia che il mercato “legge” nei confronti del sistema bancario) è passato a circa 0.6 rispetto al 4,6 % dei tempi

peggiori. Insomma quasi un brutto sogno infantile. Pare che tutto si sia ripreso, con la stessa velocità con cui la crisi aveva portato paure e fobie.

Ma tra settembre 2008 e Marzo 2009, solo su di una cosa tutti (policy makers, asset managers, esperti, economisti, GURU ETC., ETC.,) erano d'accordo NESSUNO SAPEVA COSA SAREBBE ACCADUTO.

Tra gennaio a marzo 2009, primarie Istituzioni finanziarie italiane registravano quotazioni azionarie inferiori del 88 % rispetto ai massimi del 2007; società quotate i cui valori di borsa erano pari alla metà della cassa disponibile; addirittura si è assistito, sempre nello stesso periodo, al "fallimento" di un'asta di Bund (debito pubblico tedesco) a 10 anni. Tra gennaio e aprile 2009 viviamo compressi fra notizie come queste:

- Il sole 24 ore: TIMES: " Il Fondo Monetario Internazionale stima fino a 4MILA miliardi di Dollari le possibili perdite del settore finanziario internazionale causa il deterioramento dell'attivo provocato dalla crisi globale.."
- Il Sole 24 ore: Washinton G7 comunicato ".. Dati recenti suggeriscono che il ritmo del declino delle nostre economie ha rallentato e stanno emergendo alcuni segni di stabilizzazione "
- Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha previsto che l'economia dell'area Euro si contrarrà in modo marcato, -4,8% quest'anno peggio della proiezione precedente del FMI ad aprile e che la "capitalizzazione bancaria rimane una preoccupazione, specialmente in Europa".
- La Banca Centrale Europea attraverso voci interne, ammette che le banche europee stanno ancora affrontando difficoltà derivanti dai finanziamenti di medio lungo termine perché la fiducia nei mercati finanziari non è pienamente ritornata. Sempre la BCE questa volta attraverso comunicazioni ufficiali, stima che le banche dell'area

potrebbero ancora dover affrontare fino a 283 miliardi di USD di ulteriori svalutazioni entro la fine del 2010, oltre a pianificare acquisti per circa 60 miliardi di € in obbligazioni covered' (titoli garantiti da debito ipotecario e del settore pubblico).

Insomma abbiamo e stiamo ascoltando, autorevoli fonti che dipingono scenari talvolta anche contrapposti.

Il 2009 però è anche l'anno in cui le misure statali messe in campo, pur violando le leggi naturali dell'economia, provocano il sussulto dei mercati finanziari tanto attesi.

La vasta entità e la non perfetta taratura degli interventi adottati nel contesto di riferimento potrebbero aver provocato gli spasmi ossessivi del mercato cui stiamo assistendo e cui assisteremo in futuro. Febbrilmente tesi a prezzare quanto le straordinarie misure possano aver artificiosamente alterato gli equilibri naturali " dell' ecosistema " e quali quotazioni dovranno identificare una rinnovata stabilità economica.

Il mondo finanziario si divide fra coloro che vedono nelle misure intraprese l'unica strada percorribile per arrivare alla ripresa pur se anticipatrice di un possibile ritorno dell'inflazione e coloro che invece leggono l'avvio di un periodo caratterizzato da variazione limitate nella dinamica dei prezzi.

Di fatto a cavallo tra il 2008 e 2009, si è trasferito l'indebitamento, dalla sfera privata a quella pubblica. La conseguente esplosione dei deficit pubblici (piani di stimolo, salvataggi, quantitative easing, riforme sanitarie etc., etc.) se da un lato era necessaria a breve termine per rilanciare l'attività e salvare il sistema, dall'altro graverà sicuramente sulla ripresa dell'economia nei prossimi anni. L'attività di drenaggio combinata ad una maggiore disciplina fiscale che prima o poi le autorità dovranno attuare, in nome dell' ortodossia di bilancio

necessaria alla gestione del debito pubblico prevista dai trattati, potrebbe innescare movimenti di contrazione troppo repentini. Gli interventi partiti nell'ultimo trimestre 2008 dovranno prima o poi essere confinati in una contingenza temporale.

Le misure attuate saranno sottoposte alla "prova" dei mercati, la capacità cioè che lo stato " salvagente " possa finanziarsi sul mercato e possibilmente a costi sostenibili.

I nuovi temi che la speculazione "deve "cavalcare sono indirizzati verso la spasmodica ricerca di segnali che evidenzino

- a) una non corretta programmazione/concertazione delle strategie di uscita delle banche centrali e dei governi con tempistiche sbagliate,
- b) temi di bilancio di paesi considerati particolarmente dissoluti o senza piani credibili per ridurre i deficit,
- c) ricerca di danni strutturali (es.: disoccupazione " permanente " ed elevati tassi di risparmio),

insomma il catalizzatore potrebbe essere la politica e non i fondamentali economici.

I mercati azionari globali hanno registrato un andamento laterale fino a gennaio fino a quando notizie negative sulla regolamentazione bancaria negli Stati Uniti, rischi Paese nell'Europa meridionale e la stretta Cinese hanno causato nuovi minimi.

A cavallo fra il 2008 e il primo trimestre 2009 alcune obbligazioni bancarie che prima scontavano corsi da default venivano dopo acquistate a piene mani grazie alla fideiussione pubblica che di fatto nazionalizzò, concettualmente, il sistema bancario di mezzo mondo

Il 09 marzo 2009 parte un vorticoso rally che ha sorpreso per la durata e l'ampiezza (con molta probabilità una reazione al violento sell off e ad un atteggiamento sempre più estremo dei mercati).

Il mercato tenta di sbarazzarsi dei numeri che lo comprimono: il "decennio perduto".

La parte più grottesca è che la speculazione parte da istituzioni finanziarie salvate e finanziate con i soldi di Governi e Banche centrali.

Parte da luoghi oscuri, mercati non regolamentati così detti "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 (la rete dei 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 !

Le criticità del 2009 tendono in misura randomizzata a farsi registrare attraverso dati ed avvenimenti:

Tema inflazione/ Exit strategy

(ANSA) - ROMA, 13 OTT - Quinto calo consecutivo per l'inflazione francese a settembre. L'indice dei prezzi al consumo, riferisce Bloomberg, è diminuito dello 0,4% rispetto a un anno fa, soprattutto a causa del calo dei prezzi di alimentari e del comparto energia. Il calo dell'inflazione è stato superiore rispetto alle previsioni degli analisti, che stimavano una flessione dello 0,2%.

(AGI) - Londra, 13 ott. - L'inflazione annuale in Gran Bretagna scivola all'1,1% su base annua a settembre, ai minimi da 10 anni, dall'1,6% di agosto. Lo

rivela l'ufficio nazionale di statistica. Gli analisti si aspettavano un calo meno pronunciato all'1,3%.

Tema sostenibilità:

Aprile 2009 - FMI: Rapporto sulla Stabilità finanziaria mondiale del Fondo monetario Internazionale le stime sulle svalutazioni sono salite a circa 4.400 miliardi di dollari (3.368 miliardi di euro). Il capitale aggiuntivo necessario per ridurre la leva a un rapporto di 17 a 1, ammonterebbe a 500 miliardi di dollari negli Stati Uniti, 725 miliardi nell'eurozona e 250 miliardi nel Regno Unito.

Le lending facilities, le garanzie che i Governi hanno fornito alle banche pari 8.900 miliardi di dollari in finanziamenti attraverso e i piani di acquisto di asset, non sarebbero sufficienti a coprire neanche un terzo del loro fabbisogno

Il sole 24 ore: BCE (Bini Smaghi) ott. 2009: “ C'è il rischio di una nuova, imminente ondata di svalutazioni delle attività bancarie nell'area Euro, con conseguenti riduzioni patrimoniali ... la rapida espansione degli accantonamenti nei fondi rischi su crediti e i segnali di deterioramento della qualità dei portafogli prestati delle banche, riconducibile all'acuirsi delle difficoltà finanziarie delle famiglie e delle imprese” con particolare riferimento all'Italia “ “un aumento del rischio inflazione provocherà un'immediata reazione all'insu dei tassi d'interesse ... peso terribile per il debito pubblico “

Nov 2009, la moratoria sul debito da parte di Dubai World è il primo richiamo all'ordine; il secondo, il declassamento della Gracia da parte delle agenzie di rating

31 dic 2009 Bini Smaghi, disoccupazione continuerà a crescere “ .. questa crisi lascerà tracce durature, se non si impara la lezione, si rischia di ricadere presto negli errori fatali che l’hanno generata.. “

“Forse una ripresa, troppo democratica che ha salvato molte cattive gestioni e soprattutto, che rende nuovamente impossibile distinguere il grano dall’oglio. Il sistema tende nuovamente a premiare coloro che partecipano alle bolle e coloro che le provocano”

Il mondo ha assistito a una proliferazione di bolle finanziarie e instabilità economica estrema, che nessuno dei modelli macroeconomici consolidati può spiegare; molte incongruenze dei modelli statistici previsionali hanno indotto scelte poco lungimiranti.

Si comincia a parlare della Nuova Normalità, un nuovo modello caratterizzato da crescita lenta senza occupazione, che specularmente genera utili in crescita delle Corporate.

Una normalità figlia della “globalizzazione” dei mercati del lavoro, che in teoria dovrebbe garantire assenza di tensioni salariali. Forse si stanno sottovalutando troppo gli effetti di questo processo.

L’assuefazione è senz’altro parte integrante di tutti i processi dolorosi, sia traumatici che lenti, ma essere riusciti ad associare il termine normale a tassi di disoccupazione a due cifre è cosa che ci spaventa ancora.

Se così fosse, ne consegue che la domanda interna dei paesi occidentali non potrà decollare, in quanto non aumenterà il potere d’acquisto della popolazione. La crescita economica porterà vigore solo nei paesi “ ex emergenti “ dove nuovi modelli occidentali (speriamo “ aggiustati “) stanno portando domanda di lavoro.

Nei paesi occidentali, i grandi ingranaggi, che sicuramente stanno cominciando a percepire i benefici effetti degli aiuti/incentivi, dovranno

trasmettere il movimento ai piccoli ingranaggi, diversamente, assisteremo a discontinuità sociali che evidenzieranno ed alimenteranno il prosieguo di storie già viste. Si assisterà alla crescita solo di alcune aree salottiere dell'economia.

Il sistema paese è stato e dovrebbe continuare ad essere la piccola media impresa, oltre che al grandissimo numero di professionisti che ne fanno da pilastri.

Forse l'unico antidoto a quest'accesso di atropina somministrata al sistema può essere proprio quello di de cronicizzare con strumenti di programmazione la disoccupazione.

Un intervento letto, di Curtis Mewbourne managing director e gestore di Pimco ci è sembrato particolarmente attento ad alcuni temi di fondo:

“La crisi finanziaria mondiale ha rivelato la presenza di lacune clamorose nel tradizionale concetto della diversificazione”. La vecchia normalità si basava su quattro elementi.

Primo: aumentando il numero di asset nel portafoglio si otteneva una riduzione del rischio.

Secondo: i rapporti tra le diverse classi di attivo rimanevano sempre immutati.

Terzo: la mean reversion, i prezzi dei titoli tornavano sempre a un valore medio

Quarto: i mercati finanziari erano sempre liquidi e turbolenze violente si verificavano raramente.

I cicli economici che caratterizzavano le economie fino a qualche tempo fa si sono notevolmente ridotti. Osservando con attenzione gli ultimi due anni abbiamo assistito agli effetti di un ciclo completo, taluni consumatisi solo ed esclusivamente grazie all'effetto atteso/percepito:

surriscaldamento fine 2007 stagflazione 2008, reflazione 2009. Questo contesto richiede asset al location particolarmente flessibili.

Bisogna arrendersi al fatto che il complesso mondo della finanza proceda a braccetto di cigni neri.

Ci si preoccupa delle scorciatoie che potrebbero essere escogitate per scelta o per necessità dai Governi: il debito si diminuisce naturalmente con la crescita economica.

Crescita economica = maggiore gettito fiscale

La Crescita economica può essere REALE o derivante da INFLAZIONE, ma indipendentemente dalla sua natura il gettito fiscale sarà sempre maggiore. Qualora per fattori esogeni piuttosto che endogeni non sia possibile innescare la crescita reale, si potrebbe optare per “ la busta n° 2 ” l’inflazione.

Ad oggi, pare, che gran parte della nuova massa è rimasta “inutilizzata” nelle riserve delle banche, che probabilmente, si stanno preparando ad ulteriori inadempienze sui prestiti e quindi sono state prudenti nella valutazione del merito creditizio. Solo se tale massa di liquidità comparirà sotto forma di mutui, prestiti e o nelle più svariate forme, l’inflazione potrà rappresentare una grossa minaccia.

L’inflazione, infatti, non è determinata solo dalla quantità di massa monetaria in circolazione ma anche dalle modalità di utilizzo. Una certa lentezza nella circolazione del denaro in molti casi annulla l’effetto dell’eventuale incremento dell’offerta di moneta. Per creare scenari inflazionistici, deve aumentare la domanda, si deve superare la capacità

produttiva a disposizione (OUTPUT GAP)¹ ed è necessario una rapida riduzione del tasso di disoccupazione.

Va detto anche che “ .. il cavallo che non vuole bere non beve”; in pratica, molte aziende e tante famiglie in Europa e negli Stati Uniti sono impegnate in una drastica attività di deleveraging (stanno riducendo il debito). La riduzione del debito da parte delle famiglie (e aziende) sarà un processo lento. E’ plausibile la tesi di una ripresa economica non veloce. Inoltre, nonostante la crescita nelle vendite immobiliari, il mercato immobiliare americano, con le sue “appendici” (vedi immobili commerciali) è in convalescenza.

I tassi d’interesse sono ai minimi degli ultimi 5 anni, la crisi finanziaria e la recessione economica hanno portato i rendimenti della liquidità e del free risk rate ben al di sotto dell 1 %, il differenziale di rendimento medio tra corporate e governativi si è stretto molto durante il 2009; restano uno strumento interessante, ma non è più sufficiente investire in una qualsiasi obbligazione per ottenere performance soddisfacenti. E’ sempre più indispensabile aprirsi al “ rischio “: l’importante è farlo in modo equilibrato, si tratta di gestire il divario tra ciò che è e ciò che dovrebbe essere.

Il differenziale esistente fra la remunerazione di strumenti finanziari free risk e gli obiettivi ministeriali, crea sempre maggiori difficoltà in quanto costringe l’attività di Liability Driven Investing a dover attingere tale differenziale da componenti più volatili ed inevitabili interventi tattici volti ad evitare il

¹ L’output gap misura quanto distante è l’economia di una regione o Paese dalla piena occupazione attraverso l’utilizzo di modelli su cui c’è disaccordo o dal suo ‘potenziale’ di crescita che dipende dai fattori dell’offerta (supply side). Un output gap positivo, misura un’economia che corre oltre il suo potenziale, viceversa una misura negativa indica recessione. La stima avviene attraverso l’utilizzo di modelli su cui c’è disaccordo

mancato raggiungimento degli obiettivi Ministeriali nell'arco di soli dodici mesi.

La presenza di questo gap, combinato all'elemento di instabilità dei mercati, rende difficile uscire vincitori dall'estenuante attività, volta ad evitare che la così detta, attività tattica cannibalizzi l'indispensabile asset allocation strategica.

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, quasi a suffragio di quel segreto tanto difficile da accettare: non anticipare i mercati ma restarci investiti.

Ripetiamo sempre che 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, in più tali eventi si consumano con indecente velocità e simultaneità. Siamo stati costretti a convivere con la volatilità e come funamboli, accettarla indipendentemente dalla tolleranza del rischio, anche perché i nostri obiettivi, spesso, ci negano la possibilità di sfruttarla come un'opportunità da cogliere.

Ancora una volta ha senso ricordare ciò che 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".

E troviamo di estrema attualità ribadire un concetto già evidenziato e cioè, 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 a errori di

superficialità e di sopravvalutazione. Non raramente euforici in prossimità dei massimi- ma anche dopo- e cauti, quando non negativi, in prossimità e subito dopo i minimi di un certo spessore .

Vettori prima sconosciuti si sono puntualmente materializzati e siamo certi che, con molti altri saremo, prima o poi, costretti a fare amicizia. Addirittura Markoviz padre fondatore della teoria di base della composizione del portafoglio efficiente basata su diversificazione/ correlazione è stato più volte “violato”. L’interpolazione dei fattori di base e vettori sempre nuovi o più o meno travestiti come nuovi, hanno messo in discussione metodi secolari (finanza comportamentale leggi irrazionalità sistematica degli investitori etc., etc.). Nelle fasi di crisi (il 2009 riesce a vivere questo fenomeno anche in fase di salita dei mercati: tutto sale) la correlazione media tra le diverse asset class aumenta in maniera vertiginosa e rende vano ogni diversificazione tattica e o strategica che sia .

I cigni neri hanno accompagnato alla porta tutti i metodi di controllo del rischio tradizionale, 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.

Il portafoglio mobiliare complessivo dell’E.N.P.A.B., ha confermato come nei precedenti anni una valida impostazione volta al conseguimento degli obiettivi Ministeriali, che anche quest’anno sono stati raggiunti.

L’asset complessiva dell’Ente costruita al fine di soddisfare in un arco temporale di medio lungo periodo, gli obiettivi Ministeriali, è stata e sarà monitorata con logiche d’integrazione/intervento di tipo tattico.

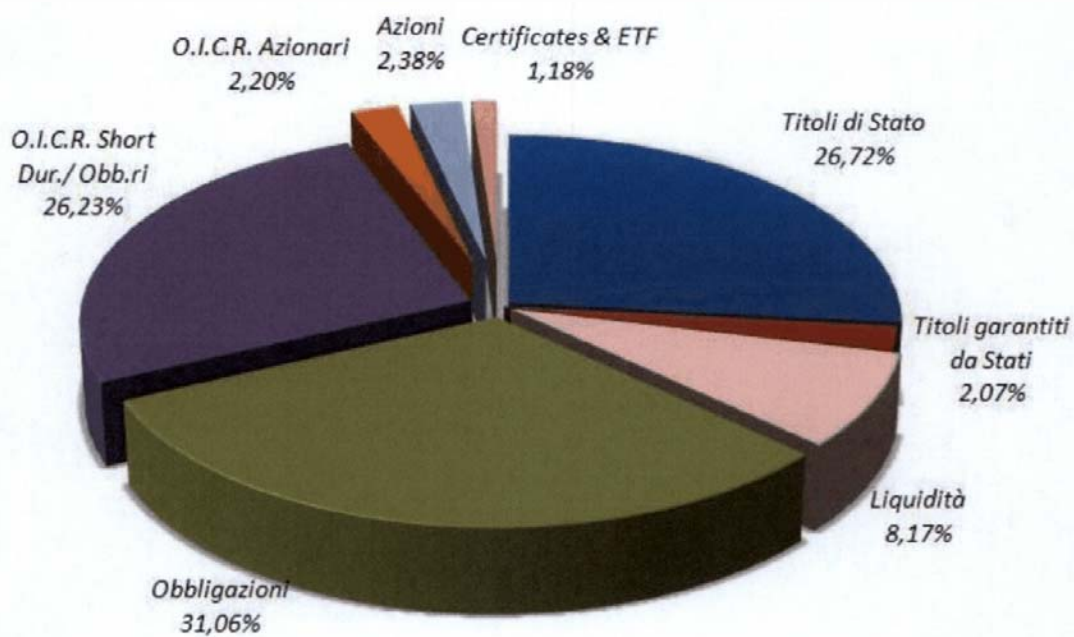
Gli interventi di tipo tattico, nel 2009 si sono concentrati quasi esclusivamente nel 1° trimestre. La conseguenza di tale attività ha avuto un

peso importante in termini di performance attribution sul risultato complessivo della gestione finanziaria.

Proprio il primo trimestre che, come sopra descritto, si è caratterizzato come quello di maggiore pressione sui mercati, è stato teatro di alcune nostre decisioni; in sostanza attraverso la costante interazione con i nostri asset manager, abbiamo deciso d'intervenire sulla componente obbligazionaria del portafoglio. In misura più specifica, si è operato un deciso sovrappeso della componente corporate del portafoglio, privilegiando emissioni a tasso fisso, con duration media 3,5/4 e non financial. Per ciò che attiene la parte equity abbiamo in realtà lasciato "lavorare" la componente strategica dell'Ente, che come potrete rilevare dai grafici risulta essere molto contenuta. Anche su questa asset class possiamo registrare alcune scelte che per peso, vanno considerate come marginali, ma che potrebbero essere rappresentative di scenari da monitorare con attenzione. Facciamo riferimento a "irrilevanti" migrazioni, a noi suggerite, in alcune aree geografiche etichettate dalla nostra economia occidentale come "emergenti". Aree che in realtà stanno segnando il passo all'occidente che ancora cerca chi o quale "entità" debba assumersi la responsabilità di licenziare la dolorosa ricetta di una patologia ben nota.

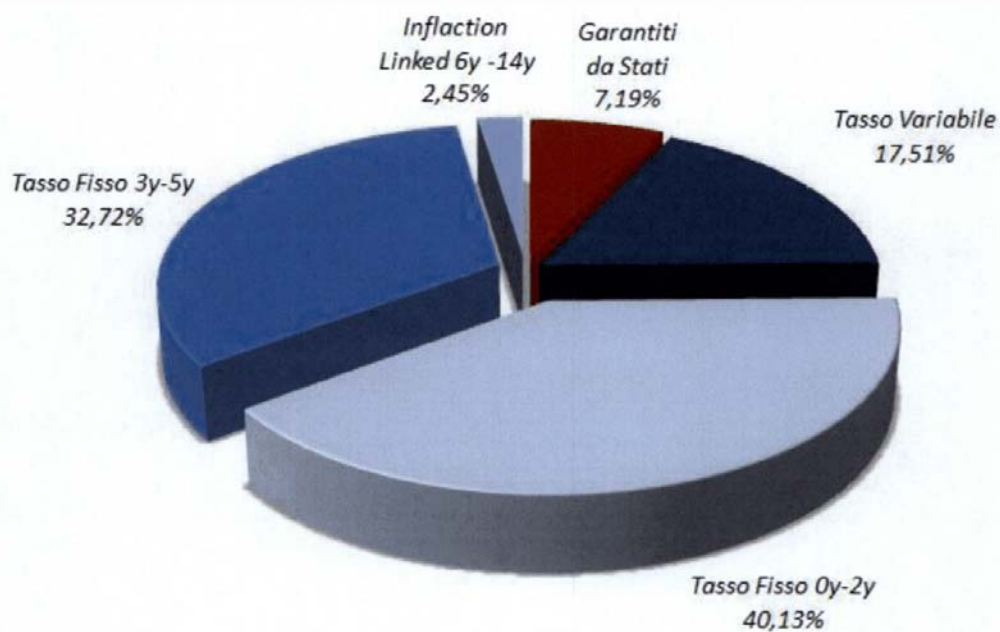
Patrimonio finanziario

Titoli di Stato	71.163.517	26,72%
Titoli garantiti da Stati	5.512.996	2,07%
Liquidità	21.771.796	8,17%
Obbligazioni	82.718.980	31,06%
O.I.C.R. Short Duration/ Obbligazionari	69.850.050	26,23%
O.I.C.R. Azionari/ Long Short	5.850.994	2,20%
Azioni	6.333.484	2,38%
Certificates & ETF	3.131.450	1,18%
	266.333.267	100,00%



Titoli emessi e/o garantiti da Stati - 28.79% del Portafoglio Totale

Titoli garantiti da stati 0y -2 y	5.512.996	7,19%
Titoli di Stato T.V.	13.429.438	17,51%
Titoli di Stato Tasso Fisso 0y - 2 y	30.771.295	40,13%
Titoli di Stato Tasso Fisso 3 y - 5 y	25.086.231	32,72%
Titoli di Stato Inflation Linked 6y -14y	1.876.553	2,45%
	76.676.513	100,0%



Obbligazioni - 31.06% del Portafoglio Totale

Corporate Tasso Fisso 0 Y - 2Y	8.937.488	10,8%
Corporate Tasso Fisso 3 Y - 5Y	20.889.368	25,3%
Corporate Tasso Fisso 6 Y - 14Y	7.796.073	9,4%
Corporate Tasso Variabile 0 - 2Y	10.002.250	12,1%
Corporate Tasso Variabile 3 Y- 5Y	13.278.551	16,1%
Corporate Tasso Variabile 6 Y - 14 Y	21.815.250	26,4%
	82.718.980	100,0%

