

**CeMASM**

Centro Mario Arcelli  
di Studi Monetari

**LO SCENARIO  
FINANZIARIO  
GLOBALE:**

**mercati, fattori di  
rischio e scelte di  
investimento.**

**Luiss**

Libera Università  
Internazionale  
Degli Studi Sociali  
*Guido Carli*

29 ottobre 2009



Rapporto CeMASM n° 1

**Lo scenario finanziario globale: mercati, fattori di rischio e scelte di investimento.**

*Coordinamento scientifico*  
Enzo Rossi

*Contributi di*  
Alessio Fontani  
Pierluigi Riva  
Marco Rocchi  
Enzo Rossi

Composizione del CeMASM

*Direttore*  
Enzo Rossi

*Comitato scientifico*  
Giorgio Di Giorgio  
Giuseppe Di Taranto  
Alessio Fontani  
Maurizio Poerio  
Pierluigi Riva

La responsabilità di quanto asserito  
rimane degli autori del rapporto

Questo rapporto è stato elaborato  
con i dati disponibili al 20 ottobre  
2009

Pubblicazione ad uso interno

# SOMMARIO

<b>Introduzione</b>	<b>3</b>
<b>1</b>	<b>4</b>
<b>Quadro macroeconomico globale</b>	
1. Dinamiche della Domanda Aggregata	5
2. Produzione, inflazione e mercato del lavoro	8
<b>2</b>	<b>12</b>
<b>Politiche monetarie</b>	
1. Il quadro corrente di Politica Monetaria	15
2. Exit strategies	18
3. Communication Policy: alcuni spunti	22
<b>3</b>	<b>24</b>
<b>Analisi dei mercati</b>	
1. Mercati azionari	25
2. Titoli di Stato	27
3. Mercato del credito	31
4. Tassi di cambio	35
5. Mercato delle materie prime	39
a. Energy	39
b. Metalli industriali	46
<b>4</b>	<b>48</b>
<b>Fattori di rischio e portafogli modello</b>	
1. Fattori di rischio	48
2. Portafogli modello	50
3. Note metodologiche	53
<b>Conclusioni</b>	<b>55</b>

## Introduzione

La crisi economico-finanziaria in atto dovrebbe aver superato la sua fase più acuta, che verosimilmente è stata osservata tra il quarto trimestre del 2008 ed il primo trimestre del 2009, ma continuerà ad influenzare le economie mondiali per molti trimestri a venire. Sarà cruciale monitorare attentamente l'andamento del mercato del lavoro e le dinamiche del tasso di inflazione nei prossimi trimestri, in quanto da queste variabili si attendono le necessarie conferme di tale impressione.

La distruzione di ricchezza che ha interessato famiglie e imprese non ha precedenti nel dopoguerra, e questo porterà conseguenze pesanti nel futuro immediato. Un più basso prodotto *trend* per le economie, vi sono già evidenze in tal senso, e un NAIRU (*Not-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) conseguentemente più alto, renderanno debole il cammino futuro di crescita e inflazione, e saranno necessari molti anni per recuperare i livelli di produzione raggiunti tra il 2007 ed il 2008 nelle principali economie.

La crisi bancaria potrebbe determinare un *credit crunch* esteso nel tempo, caratterizzato da un razionamento del credito bancario e un maggior costo della raccolta sia per le banche che per le imprese. L'operato delle Banche Centrali sarà determinante in tal senso: per il momento le Politiche Monetarie di stampo non ortodosso stanno garantendo il corretto funzionamento del mercato interbancario e di alcuni segmenti del mercato del credito, ma la prevedibile rimozione di tali stimoli eccezionali (*exit-strategy*), potrebbe generare nuove tensioni.

I mercati rischiosi, ed in particolare quelli azionari e delle materie prime, evidenziano una tendenza positiva di breve periodo, dopo un 2008 molto negativo. Il recupero dai minimi evidenziati nella fase più acuta della crisi appare molto fragile, e non corroborato dalle prospettive macro e microeconomiche.

Nell'ambito della crisi finanziaria che stiamo sperimentando, il dibattito riguardo alla capacità interpretativa dell'ambiente economico basata su modelli neo-classici o monetaristi sembra avere perso progressivamente consistenza, a vantaggio di approcci maggiormente pragmatici. I modelli citati, e le loro appendici metodologiche - come i metodi di stima della struttura a termine, i metodi media-varianza, la misura dei rischi di credito di Basilea2, il *Value at Risk* come misura sintetica del rischio di posizione ecc. - si sono dimostrati insufficienti a catturare l'intero set dei fattori di rischio finanziario, specie dove esso è implicito in strumenti e/o rapporti caratterizzati da elevata opacità.

Un approccio multi-fattoriale, in un contesto reso più complesso da una elevata avversione al rischio, appare più completo e più pronto per catturare gli effetti che anche modeste ma inattese fluttuazioni dei fattori possono avere sul complesso dell'esposizione ai rischi di credito e di mercato, come riflesso di dinamiche delle correlazioni del tutto scollegate ed affatto nuove rispetto a quelle implicite nei modelli standard.

Il Rapporto propone quindi un'analisi delle scelte strategiche attuali degli investitori fondamentalmente basato su un approccio di questo tipo. Inoltre, viene inquadrata la situazione congiunturale corrente dell'economia mondiale, con un focus particolare per i paesi G-7, e con approfondimenti sulle misure eccezionali di sostegno all'economia da parte delle Banche Centrali. Successivamente vengono trattati i principali mercati finanziari, con una visione ampia sulle dinamiche passate, accompagnate da un'analisi sulle prospettive future.

L'analisi dei fattori di rischio e l'utilizzo di affermati modelli econometrici portano alla realizzazione di due portafogli modello, rappresentativi delle preferenze degli investitori. Il portafoglio prudente, caratterizzato da un profilo di rischio contenuto, e un portafoglio aggressivo, dove a fronte di una maggiore perdita potenziale si contrappongono le scommesse necessarie per generare valore aggiunto. Una disamina dei risultati ottenuti e alcuni indicatori statistici chiudono il presente studio.

## Capitolo I

### Quadro macroeconomico globale

Il ciclo macroeconomico globale sta evidenziando un graduale miglioramento, e i principali indici di produzione e di domanda, dopo aver raggiunto livelli molto depressi, mostrano adesso timidi segnali di ripresa su base congiunturale. Il calo nell'*output* globale che si è verificato tra il quarto trimestre del 2008 ed il primo trimestre del 2009 non ha precedenti in quanto ad intensità dal secondo dopoguerra. Per la maggior parte dei paesi sviluppati, i livelli di crescita rimangono distanti rispetto al prodotto potenziale, ovvero quello ottenibile con il pieno impiego dei fattori produttivi, e quindi con un'ottimale allocazione delle risorse.

Il recupero congiunturale dell'attività economica evidenziato negli ultimi mesi è stato favorito in larga parte dagli stimoli di tipo fiscale e monetario messi in campo da Governi e Banche Centrali, che in rapporto al Prodotto Interno Lordo hanno raggiunto livelli ancora una volta senza precedenti. Le prospettive future sono contrassegnate da un notevole grado di incertezza, e la maggior parte degli economisti si attende un periodo di stagnazione economica o, al più, di crescita sub-potenziale per i prossimi trimestri, in attesa di un nuovo ciclo di crescita che, con tutta probabilità, sarà contrassegnato da tassi più bassi rispetto a quelli del recente passato, e da un'aumentata volatilità dell'*output*. La presenza di un'ampia capacità produttiva inutilizzata, unitamente al deteriorato mercato del lavoro, rende difficile ipotizzare un recupero significativo nella produzione e nei consumi per la maggior parte delle economie sviluppate.

Potenziali fattori di spinta per i consumi delle famiglie e per gli investimenti delle imprese potrebbero giungere dalle dinamiche future dei prezzi. Si evidenzia in questa fase un generale decremento su scala globale sia per i prezzi al consumo, che aumentano il potere di acquisto delle famiglie, che per quelli alla produzione, che favoriscono la riduzione delle spese di funzionamento per le imprese.

La crisi finanziaria manterrà ancora difficile e oneroso il ricorso al credito. Il sistema bancario necessiterà di ulteriori iniezioni di capitale, come recentemente dichiarato dal *Financial Stability Board*, e in generale la disponibilità del sistema creditizio a fornire liquidità a privati e imprese è destinata a rimanere debole, molto inferiore rispetto ai livelli precedenti alla crisi. La maggiore avversione al rischio da parte del sistema bancario comporterà un razionamento del credito e un incremento nel costo della raccolta, con premi al rischio strutturalmente più alti di quelli medi sperimentati nel decennio passato.

L'abbondante offerta di moneta, garantita dalle politiche ultra-espansive messe in atto dalle principali Banche Centrali, rappresenta anch'essa un fattore di rischio: l'inevitabile drenaggio, infatti, tenderà ad esacerbare il *credit crunch* in essere, e costringerà i *policy-maker* a prendere delle decisioni difficili. Un assorbimento intempestivo della liquidità in eccesso rischia di strozzare la crescita (se in anticipo), o di fomentare nuove spinte inflazionistiche (se in ritardo). Per le Banche Centrali sarà pertanto necessario non solo un coordinamento globale, ma anche calibrare gli interventi che di volta in volta si renderanno necessari per rimuovere gli stimoli in corso.

L'enorme ammontare di liquidità in eccesso presente nel sistema economico, inoltre, potrebbe favorire la creazione e lo sviluppo di nuove bolle speculative, e pertanto nei prossimi mesi alcune Banche Centrali rischieranno di trovarsi davanti un ulteriore dilemma, che non è contemplato dagli schemi di Politica Monetaria neoclassica. Il dilemma riguarda l'eventualità di dover combattere eventuali bolle speculative, fermo restando la difficoltà nella determinazione delle stesse, rischiando di perdere di vista la bussola dell'inflazione, che rappresenta l'obiettivo qualificante dell'attività di molte Banche Centrali.

## 1 – Dinamiche della Domanda Aggregata

La recessione globale che stiamo attraversando è la più marcata almeno dagli anni '60; prima non è infatti possibile fare un raffronto storico in quanto non esistono serie ricalcolate della Domanda Aggregata globale. Anche se si utilizzano come *proxy* dell'attività economica la produzione industriale o la spesa per consumi, si ottiene che l'attuale fase ciclica è la peggiore dai tempi della Grande Depressione.

Analizzando il *database* del Fondo Monetario Internazionale (FMI), che colleziona i dati di Domanda Aggregata dal 1966, si scopre che mai si era registrata una variazione annua negativa per l'*output* globale. Il 2009, secondo le stime rilasciate dallo stesso FMI a inizio ottobre, si dovrebbe chiudere con un calo del Pil globale dell'1,1%. Alcuni Istituti di ricerca hanno aspettative ancora peggiori, come l'*Economist Intelligence Unit* (EIU), che si attende un -1,4%. Per il 2010 il FMI si attende un recupero al 3,1%, mentre l'EIU rimane più prudente (+2,7%).

Per quanto riguarda le dinamiche dei singoli paesi, in ambito G-7 i maggiori fattori di criticità risiedono nelle economie di Italia e Giappone, che già nel 2008 hanno evidenziato una dinamica negativa su base annua (tabella 1).

tabella1: dinamiche nella Domanda Aggregata dei principali paesi

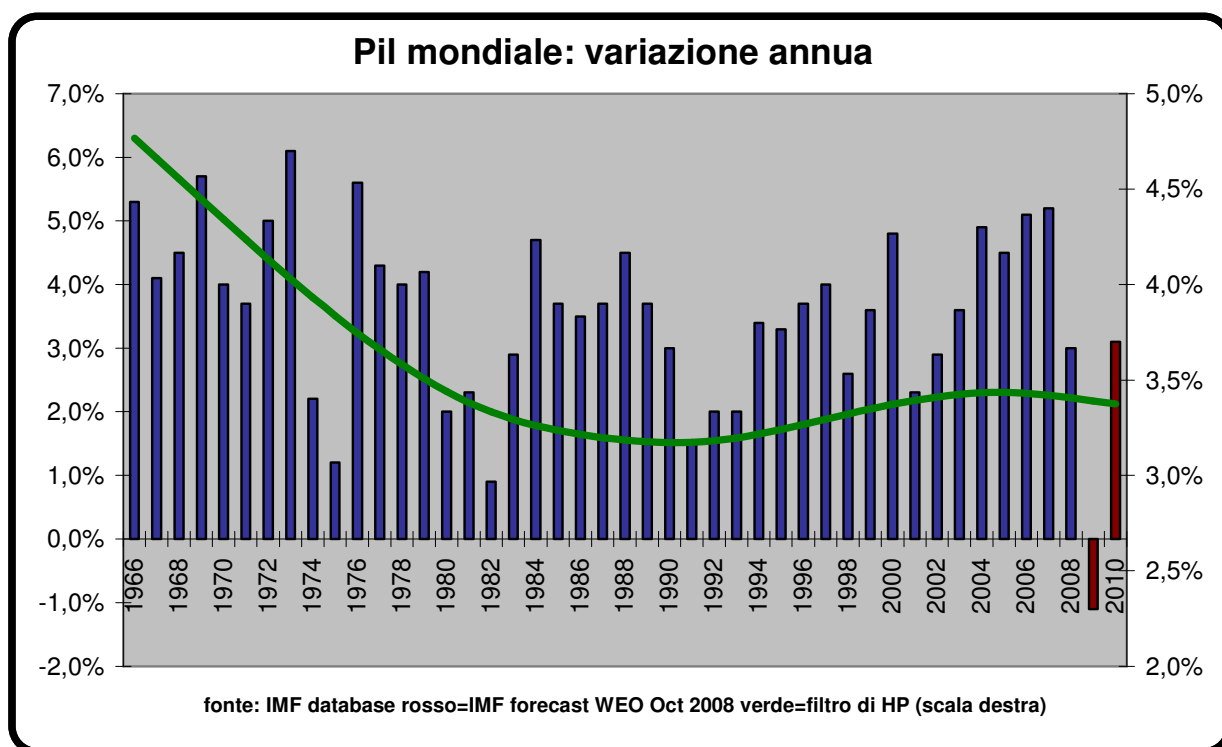
<b>PRODOTTO INTERNO LORDO G-7</b>				
<i>variazione congiunturale</i>	3T08	4T08	1T09	2T09
<b>USA</b>	-0,7%	-1,4%	-1,6%	-0,2%
<b>Regno Unito</b>	-0,7%	-1,8%	-2,5%	-0,6%
<b>Francia</b>	-0,3%	-1,4%	-1,4%	0,3%
<b>Germania</b>	-0,3%	-2,4%	-3,5%	0,3%
<b>Italia</b>	-0,8%	-2,1%	-2,7%	-0,5%
<b>Canada</b>	0,1%	-0,9%	-1,6%	-0,9%
<b>Giappone</b>	-1,3%	-3,4%	-3,3%	0,6%
<i>variazione tendenziale</i>	3T08	4T08	1T09	2T09
<b>USA</b>	0,0%	-1,9%	-3,3%	-3,8%
<b>Regno Unito</b>	0,3%	-2,0%	-5,0%	-5,5%
<b>Francia</b>	0,1%	-1,7%	-3,5%	-2,8%
<b>Germania</b>	0,8%	-1,8%	-6,7%	-5,9%
<b>Italia</b>	-1,3%	-2,9%	-6,0%	-6,0%
<b>Canada</b>	0,3%	-1,0%	-2,3%	-3,2%
<b>Giappone</b>	-0,3%	-4,5%	-8,4%	-7,2%
<i>media d'anno</i>	2007	2008	2009*	2010*
<b>USA</b>	2,1%	0,5%	-2,6%	2,4%
<b>Regno Unito</b>	2,6%	0,6%	-4,3%	1,1%
<b>Francia</b>	2,3%	0,3%	-2,2%	1,1%
<b>Germania</b>	2,6%	1,0%	-5,0%	1,3%
<b>Italia</b>	1,5%	-1,0%	-5,0%	0,5%
<b>Canada</b>	2,5%	0,4%	-2,3%	2,4%
<b>Giappone</b>	2,3%	-0,7%	-5,7%	1,5%

Fonte: Thomson Financial Datastream su dati di contabilità nazionale

\*=stime Consensus Economics

Secondo alcuni *working paper* pubblicati dal FMI, il prodotto *trend* mondiale è intorno al 4,5%, un dato che sarà comunque rivisto al ribasso a causa della recessione in corso e quindi degli effetti ritardati che influenzeranno la futura produttività dei fattori. Al di là delle revisioni che verranno effettuate, un livello di crescita sotto tale soglia è da considerarsi sub-potenziiale, mentre tassi di crescita inferiori al 3,0% sono considerati recessivi dal FMI stesso. In linea con queste proiezioni, si può affermare che il 2009 è stato un anno molto negativo per l'economia mondiale, mentre per il 2010 si attende solo una timida ripresa, contrassegnata da un tasso di crescita ancora sub-potenziiale (grafico 1).

grafico 1: Pil mondiale



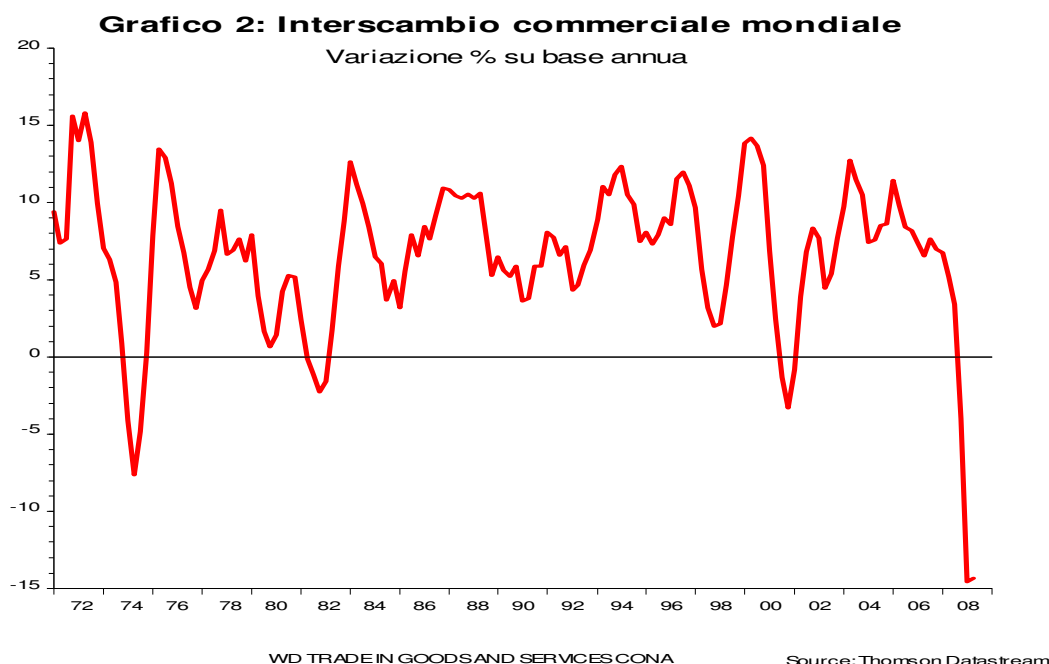
Se concentriamo la nostra analisi sui paesi appartenenti al G-7, il quadro è sostanzialmente analogo: il 2009 vedrà una contrazione marcata della Domanda Aggregata, e tale tendenza riguarderà contemporaneamente tutte le economie. Nel 2010 il recupero sarà altrettanto corale e coordinato, ancorché contrassegnato da tassi di crescita molto inferiori rispetto ai livelli medi dello scorso decennio.

Le tendenze evidenziate risentono in maniera determinante delle aspettative riguardo il futuro trend del commercio internazionale, che è stato un importante *driver* per la crescita delle economie a maggiore apertura commerciale. Una forte correlazione tra ciclo economico interno e le dinamiche del commercio internazionale (derivante dal processo di globalizzazione), è stata sperimentata in particolare per Giappone, Germania e Cina, ovvero le principali economie *export-oriented*.

Il brusco calo nell'interscambio commerciale avvenuto tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009 (grafico 2) è stato quindi determinante nel deprimere il Prodotto Interno Lordo delle economie mondiali (oltre ovviamente alle dinamiche interne di consumi e investimenti), e buona parte del recupero atteso nell'attività economica si fonda sulla ripresa negli scambi tra i paesi e, secondariamente, sul ciclo di ricostituzione delle scorte, il cui effetto è però *una-tantum* e non è legato ai moltiplicatori della domanda.

In questa fase, sarà cruciale mantenere una libera circolazione dei beni, con dinamiche di scambio esenti da pressioni protezionistiche, quali dazi sulle importazioni o sussidi per i produttori interni (*dumping*).

Il necessario *trade-off* tra bene comune e necessità politiche sarà con tutta probabilità il *leit-motiv* delle dinamiche commerciali globali, mentre tutte le parti politiche auspicano una rapida conclusione per il *Doha Round*.



La maggiore dinamicità delle economie emergenti o in via di sviluppo (tra cui Cina, India e Brasile), ha sostenuto lo sviluppo globale nel corso degli ultimi trimestri, attenuando in particolare la caduta molto profonda della Domanda Aggregata di Giappone, Regno Unito e Germania. Il maggiore peso relativo che le economie in questione hanno sul Pil globale, sia misurando l'aggregato ai tassi di cambio correnti, che correggendo le serie per la parità del potere d'acquisto (PPP, *Purchasing Power Parity*), unitamente a tassi di crescita potenziali mediamente doppi rispetto a quelli dei paesi G7, ha evitato un declino ben peggiore per la ricchezza globale.

Secondo i calcoli del FMI, rilasciati in occasione della pubblicazione dell'ultimo *World Economic Outlook* (WEO) di ottobre, i paesi avanzati nel presente anno sono attesi evidenziare una variazione annua del Pil pari a -3,4%, mentre le economie emergenti e in via di sviluppo sono attese evidenziare una crescita (+1,7%). Le economie c.d. sviluppate hanno un peso pari al 55% circa sul Pil globale (calcolato secondo i dati di dicembre 2008 in dollari statunitensi – vedasi tabella 2).

tabella 2: ripartizione del Pil mondiale

dati in MLD\$

<b>USA</b>	14.204	23,6%
<b>Giappone</b>	4.909	8,2%
<b>Cina</b>	3.860	6,4%
<b>Germania</b>	3.652	6,1%
<b>Francia</b>	2.853	4,7%
<b>Regno Unito</b>	2.645	4,4%
<b>Italia</b>	2.293	3,8%
<b>Brasile</b>	1.612	2,7%
<b>Russia</b>	1.607	2,7%
<b>Spagna</b>	1.604	2,7%
<b>Canada</b>	1.400	2,3%
<b>India</b>	1.217	2,0%
<b>Messico</b>	1.085	1,8%
<b>Australia</b>	1.015	1,7%
<b>Corea del Sud</b>	929	1,5%
	<b>44.885</b>	<b>74,7%</b>
Pil globale	60.115	

fonte: Bloomberg - dati in US\$ correnti

Nel corso degli ultimi anni si è verificato un forte incremento nell'influenza dei paesi in via di sviluppo sull'*output* globale, a causa sia dell'apprezzamento delle rispettive divise, che dei progressi evidenziati dal sistema produttivo locale, e quindi dei maggiori tassi di sviluppo rispetto a quelli evidenziati dalle economie mature.

La maggiore produttività dei fattori capitale e lavoro (oltre che dei progressi tecnologici), è all'origine infatti dei tassi potenziali mediamente più elevati, in taluni casi anche tripli rispetto alla media G-7.

L'abbassamento del prodotto potenziale da parte delle principali economie sviluppate deriva dall'enorme *output-gap* negativo evidenziato negli ultimi trimestri, che ha portato la variazione tendenziale del Pil su livelli senza precedenti storici nel secondo trimestre dell'anno. La componente ciclica del prodotto, calcolata utilizzando alcuni filtri statistici, ha raggiunto anch'essa livelli negativi senza precedenti, determinando uno schiacciamento verso il basso della componente strutturale, o *trend*.

Se statisticamente appare evidente come siano necessari anni di ampi *output gap* positivi per ritornare sui livelli di ricchezza e di prodotto potenziale sperimentati prima della crisi, è comunque ancora più lampante la necessità di vedere un riequilibrio tra le funzioni di Domanda e Offerta. Attualmente il ciclo macroeconomico appare più sbilanciato verso quest'ultima componente, e questo è un elemento potenzialmente depressivo per le dinamiche della Domanda Aggregata dei prossimi trimestri. L'eccesso di capacità produttiva e un livello di occupazione inferiore rispetto a quello di equilibrio, provocheranno difatti un appiattimento del *trend* sia a livello di consumi che di produzione.

L'aumentata incertezza circa il cammino futuro delle dinamiche di inflazione e spesa pubblica influenzerà negativamente le aspettative degli agenti economici, e questo potrebbe esacerbare la volatilità dei cicli economici, attesi più brevi e oscillanti.

La "grande moderazione", ovvero il periodo contrassegnato da bassa inflazione e alti tassi di crescita per le economie sviluppate, sperimentato dalla seconda metà degli anni '90, sembra essere inesorabilmente giunto al termine.

## 2 – Produzione, inflazione e mercato del lavoro

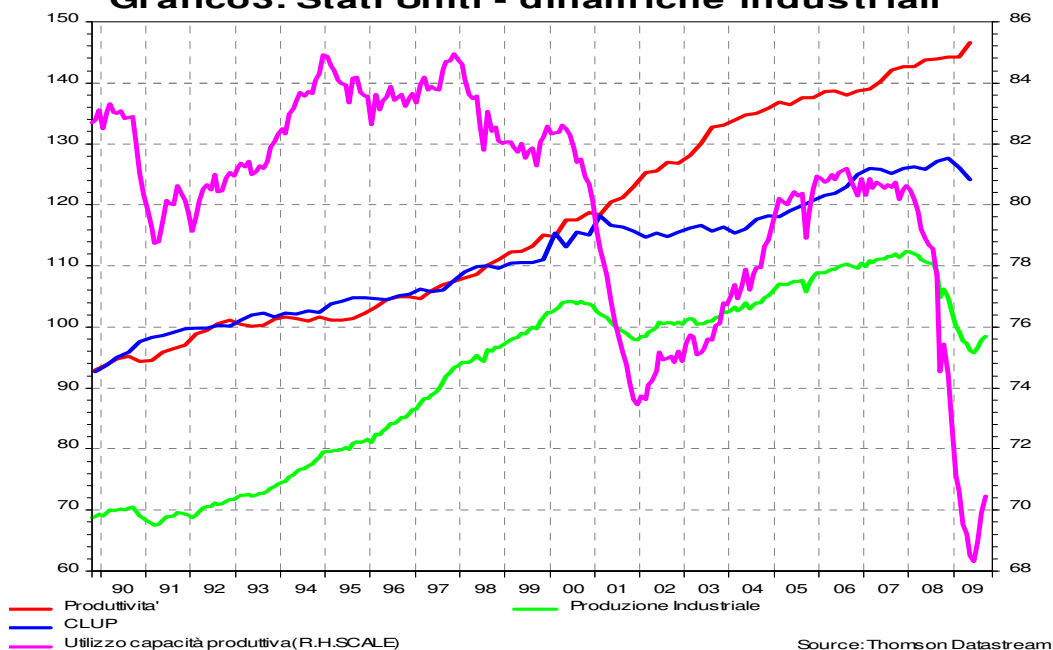
Le tendenze di produzione e consumi hanno conosciuto negli ultimi trimestri un forte deterioramento su scala globale. La produzione industriale ha evidenziato crolli a doppia cifra su base tendenziale per tutte le principali economie sviluppate, e in particolare per alcuni paesi G-7 (Giappone, Italia, Germania). In molte economie sviluppate, questo aggregato si è riportato sui livelli di 10/15 anni fa, mentre l'utilizzo della capacità produttiva ha subito un ridimensionamento senza precedenti, con tassi di utilizzo degli impianti che si sono portati verso nuovi minimi storici (grafico 3 relativamente agli USA).

Il calo nel *pricing-power* delle imprese non ha permesso, se non in maniera lieve, di sopperire al minor volume della produzione con un aumento dei prezzi, e quindi si sono registrate diminuzioni altrettanto marcate per il fatturato delle imprese e per le vendite finali. La bolla energetica, culminata con il prezzo del petrolio appena sotto i 150\$ al barile nel luglio 2008, ha determinato un generale aumento per il CLUP (Costo del Lavoro per Unità Prodotta), penalizzato altresì da una produttività complessivamente stagnante.

Le dinamiche produttive non hanno poi quindi potuto beneficiare di un incremento del *mark-up*, che anzi risulta in molti settori considerevolmente ridimensionato, soffrendo delle tendenze deflazionistiche che hanno seguito il crollo nel prezzo delle *commodity* dalla seconda metà del 2008.

Anche se il calo dei prezzi a livello di sistema è da imputarsi principalmente a fattori di offerta, le pressioni al ribasso dal lato della domanda sono state comunque determinanti nel ridurre le pressioni sull'inflazione di fondo.

**Grafico3: Stati Uniti - dinamiche industriali**



Il calo dell'*output* ha riportato gli indici di diffusione su livelli molto distanti dal picco ciclico (vedasi tabella 3), e pertanto saranno necessari molti trimestri di crescita per riconquistare tali soglie.

tabella3: produzione industriale

paese	PtT	PtLv
<b>USA</b>	-14,8%	-12,4%
<b>Regno Unito</b>	-14,8%	-14,8%
<b>Giappone</b>	-36,9%	-23,8%
<b>Francia</b>	-18,3%	-13,9%
<b>Germania</b>	-23,2%	-18,4%
<b>Italia</b>	-25,6%	-17,4%
<b>Canada</b>	-16,4%	-16,4%

fonte: Thomson Datastream

PtT=variazione rispetto al picco ciclico

PtLv=variazione rispetto all'ultima rilevazione

Si registrano dinamiche sostanzialmente analoghe anche per le condizioni occupazionali. Dall'inizio della crisi, nel mondo sono andati persi circa 30 milioni di posti di lavoro, secondo le ultime stime fornite da ONU e FMI, con una previsione di circa 50 milioni di posti di lavoro persi al momento del picco ciclico negativo. Il mercato del lavoro è un indicatore ritardato del ciclo economico, e questo significa che le condizioni occupazionali continuano a peggiorare anche dopo i primi segnali di recupero della Domanda Aggregata.

In questo senso, il tasso di disoccupazione è atteso crescere ancora nei prossimi trimestri in molte economie sviluppate.

tabella4: mercato del lavoro

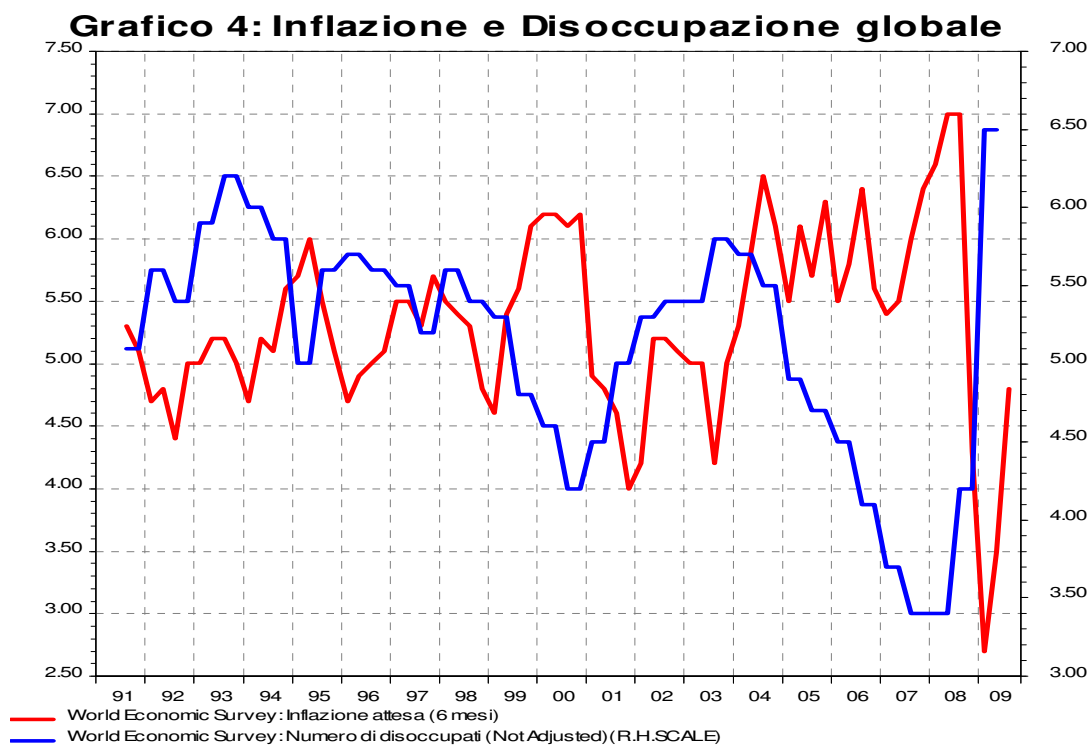
	tasso di disoccupazione	posti di lavoro persi	% sulla forza lavoro
<b>USA</b>	9,8%	6.757.000	4,8%
<b>Regno Unito</b>	5,0%	664.000	2,1%
<b>Giappone</b>	5,5%	1.567.000	2,5%
<b>Italia</b>	7,4%	283.000	1,2%
<b>Francia</b>	9,1%	319.000	1,2%
<b>Germania</b>	8,2%	120.000	0,3%
<b>Canada</b>	8,4%	302.000	1,8%

fonte: Thomson Datastream

nota: tasso di disoccupazione ultimo disponibile, posti di lavoro persi dal picco ciclico

Il tasso di disoccupazione, quando stimato tramite un indicatore omogeneo calcolato secondo i parametri ILO (*International Labour Office*), si trova su livelli mediamente più elevati rispetto ai valori raggiunti in alcune delle passate fasi post-recessive, ma solo quelle di lieve entità.

Il tasso di disoccupazione rimane infatti ancora distante dai massimi storici raggiunti negli anni '70 e '80. Tale tendenza deriva dal progresso che le infrastrutture economiche hanno raggiunto nel corso degli ultimi decenni. Una maggiore efficienza del mercato, la maggiore flessibilità del fattore lavoro e la rimozione di alcune politiche protezionistiche, hanno permesso di contenere la perdita di posti di lavoro, e conseguentemente l'incremento nel tasso di disoccupazione.



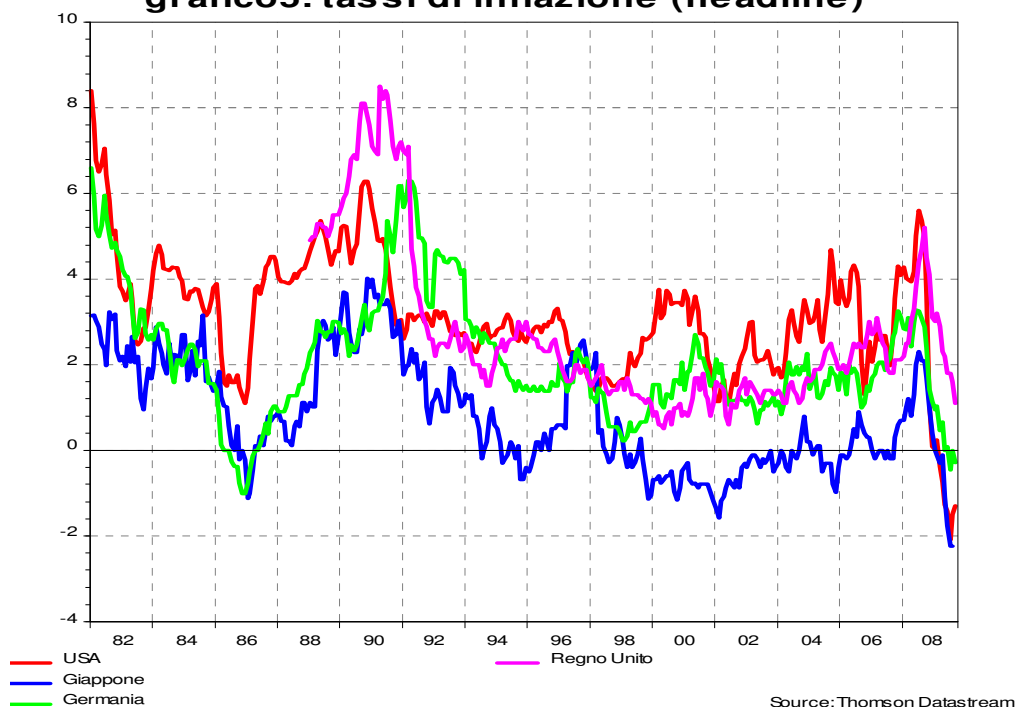
Le pessime condizioni occupazionali contribuiscono a deprimere le spinte inflazionistiche dal lato della domanda, mentre dal lato dell'offerta l'analisi è più contrastata. Da un lato, l'offerta di moneta ha raggiunto livelli molto elevati, specie nei paesi dove sono in atto ingenti Politiche Monetarie di stampo non-ortodosso (*Quantitative Easing*), dall'altro il prezzo delle materie prime non appare ancora aver trovato un livello di equilibrio, e condiziona le variazioni tendenziali degli indici di prezzo totali (*headline*) con gli effetti base. In un'ottica più allargata, e considerando gli indici *core* (che escludono dal computo le componenti più volatili, tra cui i prezzi energetici), appare comunque probabile un ulteriore raffreddamento delle tendenze inflazionistiche nei prossimi trimestri.

L'enorme ammontare di capacità inutilizzata, nel caso non dovesse venire assorbita nei prossimi trimestri, potrebbe potenzialmente causare una tendenza deflazionistica. L'eventualità di prezzi al consumo in persistente calo (deflazione) a livello globale appare al momento improbabile, tuttavia non si è escluso che riguardi selettivamente alcuni paesi. In ambito G-7, i rischi maggiori in tal senso sono per il Giappone, che si trova in deflazione tecnica da molti mesi, e dove i prezzi al consumo non dovrebbero aumentare su base annua prima della seconda metà del 2010, secondo le attese di *consensus*.

I principali indici *headline* evidenziano variazioni tendenziali negative nella maggior parte dei paesi G-7, secondo gli ultimi dati disponibili (grafico 5). Tale tendenza è determinata in larga parte dai già citati effetti base, che dovrebbero venir meno già nei

prossimi mesi. La probabilità che il periodo di crescita negativa dei prezzi al consumo si estenda fino al 2010 per la maggior parte dei paesi rimane ancora bassa, ma è comunque legata a filo doppio con la dinamica del ciclo macroeconomico.

**grafico5: tassi di inflazione (headline)**



Un ritorno verso la spirale recessiva che si è vissuta tra il quarto trimestre del 2008 ed il primo trimestre del corrente anno, caratterizzata dal marcato calo di consumi e investimenti a livello globale, potrebbe comunque favorire un'ulteriore discesa dei prezzi. Cruciale in tal senso sarà anche l'andamento dei mercati, specie quello azionario e immobiliare. Episodi passati di deflazione, quali la Grande Depressione e la "lost decade" giapponese, sono stati infatti contraddistinti da *asset deflation*, ovvero dal calo nel valore di attività reali quali, appunto, immobili e azioni. La spirale deflattiva si è successivamente auto-alimentata col calo nei consumi e con le aspettative di ulteriore discesa dei prezzi futuri. In tal senso, le aspettative inflazionistiche, misurate dai rendimenti dei titoli di stato indicizzati all'inflazione (*breakeven yield*), non evidenziano al momento rischi deflattivi. Analoghe considerazioni si ottengono utilizzando i sondaggi congiunturali o estrapolando le aspettative da altri indicatori di mercato (curve dei rendimenti governativi, *asset swap spread*, etc).

## Capitolo II Politiche Monetarie

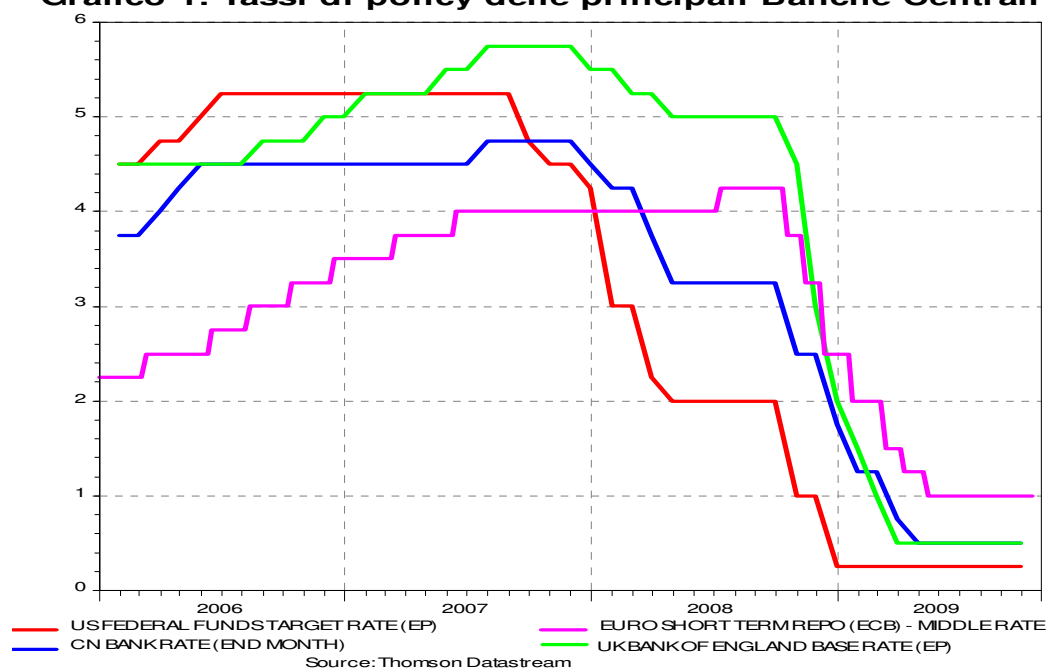
Dall'inizio della crisi, che alcuni fanno risalire all'estate 2007, le banche centrali hanno prodotto sforzi enormi per contrastarne gli effetti.

Nel corso del 2007, quando la crisi sembrava strettamente connessa al default dei cosiddetti mutui *sub-prime* americani – che avevano un valore, stimato dalla stessa Federal Reserve, non superiore ai 400 miliardi di dollari – le autorità monetarie erano intervenute principalmente per favorire un pronto ripristino di condizioni accettabili sui mercati interbancari.

La scarsa visibilità dei titoli sottostanti alcuni strumenti strutturati (della famiglia degli *Asset Backed Securities*), la loro incerta affidabilità creditizia e la massiccia presenza nei bilanci della maggior parte delle istituzioni bancarie internazionali, avevano infatti suggerito agli intermediari di agire con un'anomala prudenza negli scambi di liquidità fra istituzioni, un fenomeno che – per effetto della fitta rete di relazioni che lega le istituzioni creditizie ed alcuni veicoli di investimento fra loro – aveva rapidamente portato ad un collasso globale dei mercati interbancari.

L'azione delle banche centrali era quindi intesa a surrogare la indisponibilità di credito interbancario sul mercato aperto, mediante l'incremento della base monetaria resa disponibile dalle autorità monetarie stesse, unitamente alla introduzione di un quadro di riferimento tecnico per la stanziabilità del collaterale decisamente più accomodante. La decisione di ridurre rapidamente i tassi di *policy* da parte della Federal Reserve e poco dopo della Bank of Canada e della Bank of England (grafico 1), va quindi giudicata come stretta conseguenza dell'ampliamento della liquidità disponibile, in un quadro di riferimento macroeconomico che allora non sembrava particolarmente compromesso.

**Grafico 1: Tassi di policy delle principali Banche Centrali**



Inizialmente l'azione delle banche centrali non è parsa sufficientemente coordinata, e questo potrebbe aver prodotto maggiori incertezze sugli scopi degli interventi, e col tempo sulla loro efficacia complessiva; ne hanno dapprima pagato lo scotto alcuni paesi, le cui divise sono andate rapidamente sotto attacco: l'Islanda, la Corea del Sud, l'Ungheria, la Romania. In Islanda è fallito l'intero sistema bancario, poi salvato dalle istituzioni

pubbliche. Ungheria e Romania hanno beneficiato dell'intervento delle Istituzioni UE, ed in parte del FMI.

Da metà settembre 2008, senza che le condizioni operative sui mercati interbancari e creditizi fossero migliorate in modo apprezzabile ed adeguato alle misure di politica monetaria adottate dalle banche centrali, con ripetuti fallimenti di banche ed intermediari specializzati che intanto erano emersi un po' ovunque a livello globale, la crisi è diventata a tutti gli effetti "bancaria": è accaduto quando Lehman Brothers Holding, il quarto operatore finanziario negli USA ed uno dei più grandi al mondo, ha dichiarato il proprio fallimento, con relativo ricorso alla procedura di amministrazione straordinaria (secondo il codice fallimentare americano, il cosiddetto *Chapter 11*), nella notte del 14 settembre 2008. Ad aprile dello stesso anno, il presidente della Federal Reserve, Ben Bernanke, aveva dovuto concedere a JPMorgan Chase una linea di credito agevolata da 30 miliardi di dollari, per consentire l'acquisizione ed il relativo salvataggio di Bear Stearns.

Il comunicato della FED che conferma l'operazione di salvataggio è a nostro parere indicativo della complessità della crisi bancaria in atto, che pone rilevanti dilemmi per le autorità:

"Il 13 marzo Bear Stearns comunicò alla FED e ad altre istituzioni governative che la sua posizione di liquidità si era significativamente deteriorata e che essa avrebbe fatto ricorso alla procedura di bancarotta (*Chapter 11*) il giorno seguente se non fossero state messe a disposizione della banca fonti di approvvigionamento di liquidità aggiuntive ed alternative.

Queste notizie hanno posto rilevanti questioni di politica complessiva. In condizioni normali, il mercato seleziona autonomamente le aziende destinate a sopravvivere da quelle destinate a fallire.

Tuttavia, il problema che ci si poneva di fronte si estendeva ben oltre il fallimento di una singola azienda. Il nostro sistema finanziario è estremamente complesso ed interconnesso, e Bear Stearns era controparte estensiva in numerosi mercati critici. In presenza di condizioni finanziarie estremamente fragili, il fallimento improvviso della banca avrebbe pertanto condotto ad un caotico tentativo di liquidazione delle posizioni detenute in quei mercati, contribuendo verosimilmente ad un severo turbamento della fiducia del sistema.

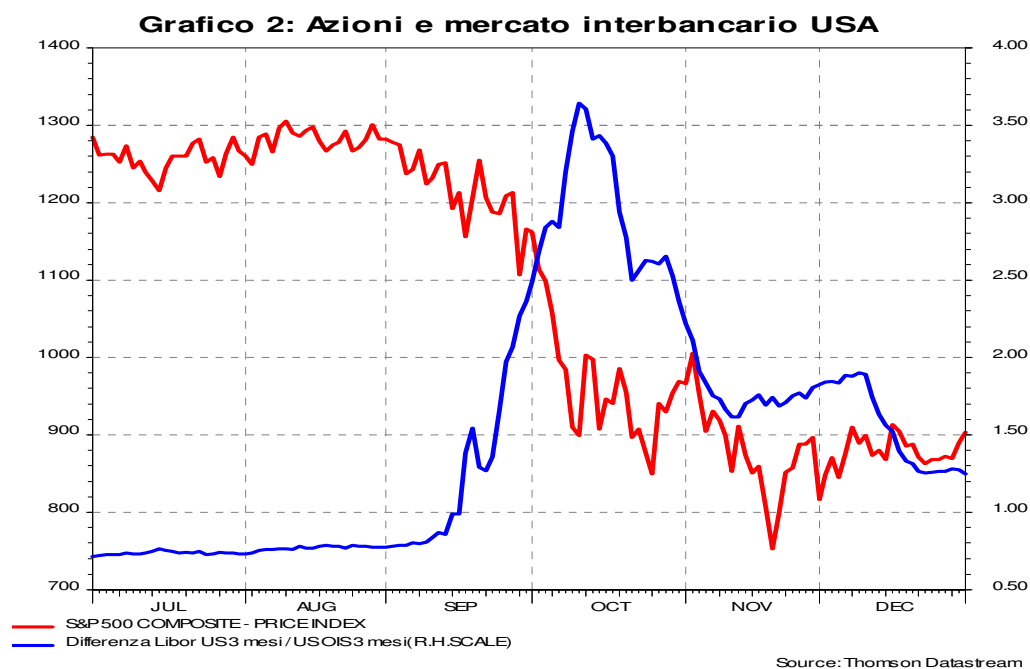
Il fallimento della banca avrebbe inoltre potuto far sorgere dubbi sulla solidità della posizione finanziaria di numerose fra le migliaia di controparti di Bear Stearns, e forse di aziende attive nel medesimo ramo di business della banca d'affari.

Alla luce delle attuali eccezionali pressioni sull'economia e sul sistema finanziario globale, il danno causato da un fallimento tecnico di Bear Stearns avrebbe potuto essere molto severo ed estremamente difficile da contenere. Inoltre, gli effetti avversi non si sarebbero limitati al sistema finanziario, ma si sarebbero riflessi sull'economia reale attraverso i canali dei valori degli attivi e della disponibilità di credito.

Per prevenire quindi un fallimento disordinato di Bear Stearns e le imprevedibili ma probabili conseguenze di tale fallimento per il funzionamento dei mercati e dell'economia globale nel suo complesso, la FED in stretta condivisione con il Dipartimento del Tesoro, ha accettato di fornire una linea di credito specifica a Bear Stearns attraverso JPMorgan Chase. JPMorgan ha quindi deciso di acquistare Bear Stearns e di assumerne le relative obbligazioni".

Da metà settembre 2008, pertanto, le politiche monetarie globali diventano più aggressive, i tassi vengono rapidamente portati su livelli storicamente mai sperimentati, spesso a zero. Si ha immediatamente la percezione che questo non basterà ad evitare il collasso del sistema finanziario globale, in presenza di fortissime turbolenze sui mercati

delle attività reali e finanziarie: il canale creditizio evidenzia chiari sintomi di *crunch* globale (grafico 2).



E' allora che le autorità prendono atto dei rischi che la crisi finanziaria globale possa alimentare una anomala caduta del reddito e dell'occupazione, decidendo quindi di agire sia con la leva fiscale sia con la leva monetaria per fronteggiare la probabile crisi dell'economia reale; le istituzioni finanziarie ritenute critiche per il funzionamento dei sistemi bancari globali e locali vengono di fatto salvate con l'intervento dei fondi pubblici.

Visto il blocco dei mercati interbancari e creditizi, e lo scarso credito che le istituzioni godono fra loro in una fase estremamente critica ed incerta dei mercati, le banche centrali decidono in generale di adottare politiche non convenzionali: FED e Bank of England mettono in atto misure volte a superare il normale funzionamento dei canali di trasmissione, surrogandosi in qualità di creditore di ultima istanza del sistema economico nel ruolo stesso degli intermediari. La BCE rimane più cauta, ma riduce i tassi all'1,00% e adotta meccanismi di finanziamento non convenzionali, eliminando i vincoli all'offerta di liquidità, riducendo ulteriormente gli standard di accettabilità del collaterale e quindi ampliandone la gamma, ed introducendo infine aste senza limiti di quantità con scadenza ad 1 anno e tasso pari al tasso di *policy*.

Gli attivi di bilancio delle autorità monetarie sperimentano un incremento mai visto in precedenza; la FED finanzia l'incremento degli *stock* di moneta in circolazione con il signoraggio, un meccanismo adottato, sia pure in modo meno palese, dalla Bank of England.

Per il sistema è uno *shock*, anche se le reazioni sono inizialmente caute ed i mercati continuano ad essere soggetti ad enormi ondate di vendita, che deprimono le quotazioni di tutte le attività, ad esclusione di quelle ritenute solide; rimane una forte preferenza per la liquidità, che come conseguenza produce un graduale prosciugamento del canale creditizio.

Lo *shock* prodotto dal fallimento di Lehman Brothers e dalla dimensione delle misure di politica economica e monetaria, in relazione al netto peggioramento delle aspettative sul quadro reale ed al venir meno della fiducia nel sistema finanziario internazionale, alimenta una serie di attacchi speculativi sui mercati dei cambi, con sensibili aggiustamenti del valore esterno di molte divise. C'è una iniziale corsa verso il Franco Svizzero e lo Yen, a scapito delle divise emergenti e legate al ciclo delle *commodities*.

Quando la Swiss National Bank decide di segnalare l'intenzione di intervenire sul mercato europeo per evitare un eccessivo apprezzamento del Franco contro Euro, l'interesse degli operatori si rivolge verso il Dollaro USA. Ma quando poi risulta evidente la fragilità del quadro prospettico di finanza pubblica e delle partite correnti americane, dopo gli interventi pubblici di sostegno al reddito e di salvataggio delle istituzioni, in corrispondenza di una ripresa dei mercati (marzo 2009) il dollaro comincia ad indebolirsi a vantaggio dell'Euro e delle *commodity currencies* (Real brasiliano, Dollaro Australiano, Dollaro Neozelandese, Corona norvegese).

Il perimetro di azione delle banche centrali, quindi, allargandosi ed accogliendo i bisogni delle autorità politiche e del sistema economico nel suo complesso, è costretto ad accogliere elementi di disturbo e fattori additivi di rischio che giocoforza rendono più complessa la valutazione e l'azione di politica monetaria. In tal senso, pur comprendendo l'enfasi posta dai commentatori sugli aspetti esteriori della politica – il *Quantitative Easing*, la *Zero Lower Bound Policy*, la *Zero Interest Rate Policy* – noi riteniamo che “non convenzionale” sia attualmente l'intero assetto della politica: lo *strategic framework*, l'*operational framework*, il *collateral framework* ed il *communication framework*.

## 1 – Il quadro corrente di Politica Monetaria

Nell'analisi delle politiche attuali, non è nostro scopo quello di fornire un dettaglio ragionato delle misure adottate nei mesi scorsi; lo hanno già fatto in molti, e quindi riteniamo possa essere sufficiente un breve riquadro riassuntivo (vedasi tabella 1).

tabella 1: schema riassuntivo QE

<b>POLITICHE MONETARIE NON ORTODOSSE - PRINCIPALI INTERVENTI</b>			
<b>FEDERAL RESERVE (USA)</b>			
	inizio	termine	descrizione
<b>Term Auction Facility</b> §	dic-07	11/01/2010*	Asta competitiva di rifinanziamento con allargamento <i>eligible assets</i>
<b>ABCP MMMF Liquidity Facility</b>	set-08	01/02/2010	Finanziamento finalizzato all'acquisto di <i>Asset-Backed Commercial Papers</i> dai <i>Mutual Funds</i>
<b>Commercial Paper Funding Facility</b>	ott-08	01/02/2010	Finanziamento finalizzato all'acquisto di <i>Asset-Backed Commercial Papers</i>
<b>Money Market Investor Funding Facility</b>	ott-08	30/10/2009	Finanziamento finalizzato all'acquisto di varie attività (principalmente CP e ABS)
<b>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</b>	nov-08	30/06/2010	Finanziamento finalizzato all'emissione di nuovi ABS legati a prestiti a privati e PMI
<b>Primary Dealer Credit Facility</b>	dic-08	01/02/2010	Rifinanziamento <i>overnight</i> per i <i>primary dealers</i>
<b>Term Securities Lending Facility</b>	dic-08	11/01/2010*	P/T settimanali con consegna di titoli del Tesoro USA contro <i>eligible assets</i>
<b>BANK OF ENGLAND (REGNO UNITO)</b>			
	inizio	termine	descrizione
<b>Special Liquidity Scheme</b>	apr-08	30/01/2009	<i>Swap</i> fino a tre anni di <i>RMBS</i> e <i>Mortgage Loans</i> contro Titoli di Stato emessi dal Regno Unito
<b>Credit Guarantee Scheme</b>	ott-08	§	Acquisto di Titoli di debito e titoli ibridi emessi da banche con sede nel Regno Unito
<b>Asset Purchase Facility</b>	gen-09	§	Acquisto di Titoli di Stato, Corporate Bond e CP tramite creazione di riserve bancarie
<b>BANK OF JAPAN (GIAPPONE)</b>			
	inizio	termine	descrizione
<b>Securities Lending Facility</b>	ott-08	§	<i>Repurchase agreement</i> con oggetto Titoli di Stato emessi dal Giappone
<b>Complementary Deposit Facility</b>	ott-08	§	Pagamento degli interessi sulle riserve in eccesso tramite creazione di base monetaria
<b>Acquisto a termine di Titoli di Stato</b>	mag-09	§	Allargamento collaterali per le operazioni di rifinanziamento con Titoli di Stato non Giapponesi
<b>Acquisto diretto di Titoli di Stato</b>		discrezionale	Acquisto a fermo di Titoli di Stato emessi dal Giappone finanziato con riserve bancarie
<b>SUISSE NATIONAL BANK (SVIZZERA)</b>			
	inizio	termine	descrizione
<b>Liquidity-Shortage Financial Facility</b>	ago-09	§	Speciale rifinanziamento a breve termine in caso di improvvisa mancanza di liquidità
<b>Intraday Facility</b>	ago-09	§	Speciale rifinanziamento o/n in caso di improvvisa mancanza di liquidità
<b>Special Repurchase Agreement</b>	ott-09	§	<i>Repurchase Agreement</i> finanziato tramite certificati di debito emessi dalla SNB
<b>Custody Cover Account</b>	dic-08	§	Speciale deposito di varie attività remunerate tramite creazione di riserve bancarie
<b>BANK OF CANADA (CANADA)</b>			
	inizio	termine	descrizione
<b>Temporary Liquidity Facility</b>	ott-08	27/10/2009	Speciale finanziamento a breve termine finanziato tramite la creazione di riserve bancarie
<b>Term Loan Facility</b>	ott-08	28/10/2009	Asta competitiva di rifinanziamento con allargamento <i>eligible assets</i>
<b>Term Purchase and Resale Agreement</b>	feb-09	31/01/2010	Acquisto a pronti con rivendita a termine di <i>Corporate Bonds</i>
<b>EUROPEAN CENTRAL BANK (ZONA EURO)</b>			
	inizio	termine	descrizione
<b>Covered Bond Purchase</b>	lug-08	30/06/2009	Acquisto a fermo di Covered Bond con sottostante mutui residenziali

\*ultima operazione schedulata §non è prevista una scadenza

Segnaliamo inoltre che da settembre 2008 il livello di coordinamento delle politiche monetarie è decisamente più intenso, ed alcune operazioni, ad esempio sui mercati dei cambi, sono condotte in comune dalle principali autorità.

Nell'avviare la valutazione corrente delle politiche monetarie, serve innanzitutto sintetizzare la loro evoluzione storica recente, quella già commentata sopra, al fine di fissare una metrica per i successivi ragionamenti: in una prima fase della crisi le banche centrali si muovono nell'ambito delle politiche convenzionali, utilizzando la manovra sui tassi come valore segnaletico delle intenzioni delle autorità e l'ampliamento dell'offerta di moneta come supporto al mercato interbancario. In questa fase esse ritengono che la crisi possa essere rapidamente circoscritta, mentre l'ambiente economico non sembra particolarmente deteriorato: le operazioni assumono quindi carattere strettamente tecnico, con focus sugli obiettivi operativi, nell'ambito del controllo a medio termine delle tipiche variabili finali osservate (inflazione ed *output gap*) che risultano in quel momento conservate.

Nella seconda parte della crisi le banche centrali temono di perdere il controllo dei canali di trasmissione degli impulsi; dal momento che la percezione di tale rischio arriva con molto ritardo, esse sono costrette ad adottare politiche non convenzionali di stampo quantitativo, assumendo al contempo un ruolo di intermediari diretti non ortodosso e non usuale, come tale sottoponendo a rischi crescenti la credibilità stessa dell'Istituzione. In questa fase le banche centrali tentano di influenzare direttamente il canale di trasmissione degli impulsi all'economia reale, ponendo l'enfasi non più sul valore segnaletico dei tassi (che in un *credit crunch* con fenomeni deflazionistici diffusi sarebbe del tutto irrilevante per le aspettative), ma sulle dimensioni quantitative dell'offerta di liquidità (senza limiti e con garanzie ridotte).

Nella prima fase la politica ha indotto un ritardo nella percezione della gravità della situazione fra gli intermediari ed i settori istituzionali dell'economia, risultando alla fine insufficiente; nel secondo caso ha indotto un eccesso di liquidità nel sistema, che potrebbe alla fine risultare determinante – se non governato in tempo – per la formazione e la successiva implosione di bolle speculative sui mercati delle attività.

E con ciò torniamo ai rischi prospettici per l'azione delle banche centrali, ed ai relativi dilemmi che ne potrebbero condizionare l'azione nel futuro prevedibile.

Dal momento che l'ambiente economico rimane molto fluido, soprattutto in merito ai tempi, alla intensità ed ai profili con i quali si emergerà dalla fase depressiva in corso, abbiamo trovato utile concentrare le nostre valutazioni sulle *exit strategies*, anche per i loro possibili effetti sui mercati e sugli atteggiamenti degli investitori, piuttosto che effettuare un'ampia valutazione della politica monetaria attuale basandosi sulle regole di *policy* convenzionali.

L'analisi delle possibili politiche di drenaggio dagli eccessi di accomodamento monetario sperimentati di recente può utilmente basarsi su una valutazione complessiva fondata su alcuni elementi chiave dello scenario di riferimento, dove cinque aree di analisi mostrano di essere molto promettenti per giudicare l'intensità delle pressioni ad avviare una fase di irrigidimento monetario. Più avanti ne deriviamo una metrica *cross-country* di cui illustreremo le principali dimensioni.

Qui giova tuttavia fare il punto delle politiche, un'analisi che proponiamo in forma didascalica e convenzionale.

Tradizionalmente negli anni abbiamo fornito un quadro di riferimento per le politiche monetarie delle principali quattro banche centrali, utilizzando una *Taylor's Rule* normalizzata, che quindi tiene conto del diverso bilanciamento dei fattori nella funzione di preferenza delle autorità monetarie. Con riferimento alla più recente letteratura in materia, abbiamo condotto questo esercizio modificando una TR standard, al fine di incorporare un disturbo economico che abbia avuto origine nel settore finanziario, utilizzando a tal

proposito la variazione dei *credit spread* (come proposta da Taylor-2008, McCulley e Toloui -2007 e Cardia e Woodford – 2009).

tabella2: Taylor's rule

<b>TASSI OBIETTIVO DI POLITICA MONETARIA (POLICY RATE)</b>					
	Tasso attuale	Taylor's rule fine 2009	Taylor's rule fine 2010	Differenza TR 2009-2010	Consensus Forecast fine 2010
Federal Funds Rate (USA)	0,00%-0,25%	-2,10%	1,00%	3,10%	0,00%-0,25%
MRO Rate (Zona Euro)	1,00%	-3,00%	1,75%	4,75%	1,00%
O/N Call Rate (Giappone)	0,10%	-4,90%	0,70%	5,60%	0,10%
Bank Rate (Regno Unito)	0,50%	-2,60%	1,50%	4,10%	2,00%

note: per le stime di Consensus Forecast si è utilizzata la moda

Abbiamo condotto questo esercizio (tabella 2) pur essendo consci che, in condizioni normali, le strategie adottate dalle quattro banche centrali sono grandemente diverse: *inflation targeting* ortodosso per la Bank of England, *maximum sustainable growth model* per la FED e politica monetaria a due stadi per la BCE; la Bank of Japan adotta un modello ibrido in cui la variabile finale osservata è l'inflazione ma l'obiettivo operativo (in questo caso la quantità di riserve libere detenute dal sistema bancario) assume un ruolo prevalente in presenza di *shock* finanziari ripetuti.

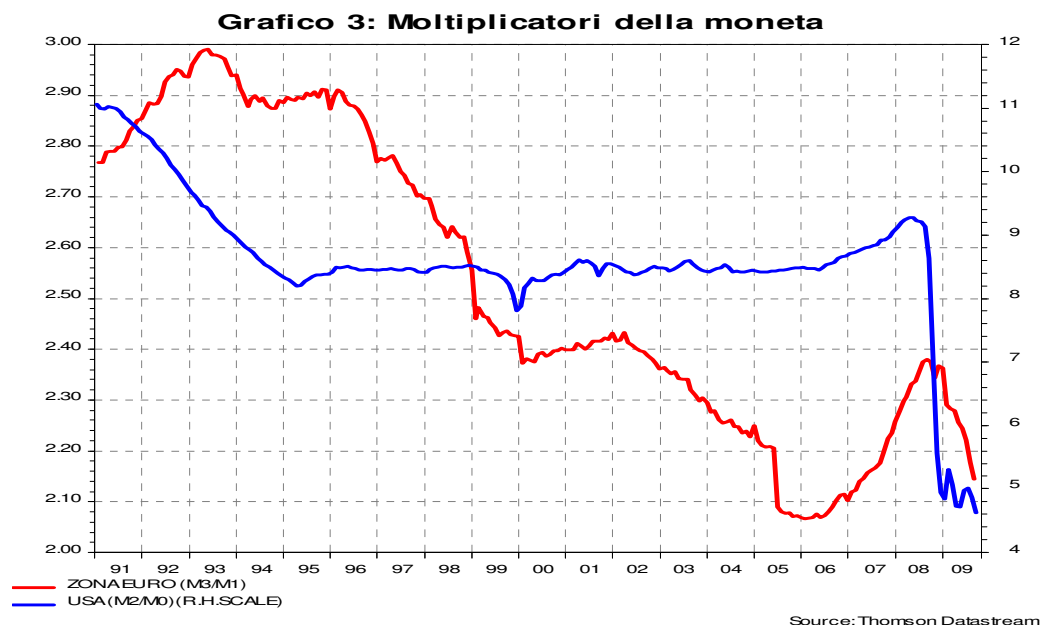
Incorporando le più recenti previsioni dei centri di ricerca internazionali sulle variabili tipiche di TR per il 2009, e lo scenario di *consensus* per il 2010, conducendo inoltre un esercizio econometrico di stima delle variazioni attese dei *credit spread* (tassi *swap* versus tassi dei *benchmark* governativi per ciascuna area economica) abbiamo ottenuto una previsione dei tassi di *policy* (meglio sarebbe dire un valore di equilibrio atteso per i tassi di *policy*) che pare molto coerente con lo scenario di riferimento adottato.

In particolare, nella parte finale dell'anno in corso i tassi di TR segnalano la necessità per le banche centrali principali di mantenere una *stance* della politica ultra-accomodante (i tassi nominali di *policy* dovrebbero infatti essere negativi secondo la regola), mentre nel 2010, in presenza di un graduale miglioramento dello scenario economico e di *credit spread* piuttosto contenuti, le banche centrali dovranno procedere ad un lento aggiustamento al rialzo dei tassi (dai livelli attuali), che tuttavia corrisponderebbe ad una significativa modifica della *stance* della politica (le differenze dei rispettivi tassi di TR sono infatti molto più elevate).

Il brusco cambiamento nei livelli dei tassi di equilibrio corrisponde a nostro parere al possibile drenaggio degli stimoli quantitativi messi in atto fino ad ora, dato che in un contesto di *Zero Lower Bound Policy* e tassi di interesse reali molto elevati, le modalità per ottenere un *plus* di accomodamento monetario sono legate alla disponibilità di fondi presso la Banca Centrale, ad una svalutazione pronunciata del tasso di cambio e ad una imposizione di un'imposta sulle riserve in eccesso (una volta azzerato il tasso di remunerazione delle stesse in Banca Centrale).

Vogliamo far notare che i livelli dei tassi di TR 2010 per le principali banche centrali non corrispondono necessariamente al passaggio ad una politica monetaria rigorosa da una politica monetaria accomodante, ma caso mai segnalano l'opportunità di passare da una politica ultra-espansiva (di tipo non convenzionale) ad una mediamente ancora espansiva ma verosimilmente più ortodossa. Lo suggerisce il fatto che i livelli del tasso di *policy* di TR, tutti positivi, sarebbero comunque ancora ben al di sotto dei valori di inflazione obiettivo, un fatto che suggerisce, più che la necessità di irrigidire la politica, quello di accompagnare un aggiustamento tecnico sul mercato della base monetaria e delle riserve bancarie globali.

Dal punto di vista delle regole formali della politica monetaria non ci sembra ci sia molto altro da dire, se non che l'*easing* quantitativo non pare al momento essere stato sufficiente ad alimentare il canale creditizio, come è possibile evincere osservando la dinamica dei *ratio* fra aggregati monetari via via meno liquidi, che noi abbiamo utilizzato come *proxy* del moltiplicatore monetario (vedasi grafico3).



Questo fenomeno indica una netta preferenza per la liquidità del sistema bancario da un lato, ed un sostanziale arresto dell'offerta (e probabilmente, in parte, anche della domanda di credito) dall'altro, elementi su cui potrebbe essere interessante aprire un dibattito, che tuttavia non intendiamo condurre in questa sede.

Più interessante ci sembra tentare di identificare la possibile allocazione degli stimoli quantitativi eccezionali indotti dalle autorità monetarie fino ad oggi, visto che solo limitatamente tali stimoli fluiscono all'economia reale: sospettiamo che l'eccesso di liquidità possa essere all'origine delle dinamiche recenti dei mercati rischiosi, anzi, possa costituire il principale *driver* di andamenti spesso paragonabili a possibili bolle speculative. Peraltro, le enormi performance realizzate da inizio marzo dai mercati non hanno visto il coinvolgimento degli investitori diffusi, ma principalmente delle banche e degli intermediari sofisticati, come dimostra un'analisi (vedi oltre) da noi condotta con gli indici di appetito per il rischio. E se fosse così, temiamo che le banche centrali possano essere soggette ad ulteriori pressioni nel futuro prevedibile, avendo nei fatti perduto gradi di libertà nella conduzione delle azioni di politica monetaria.

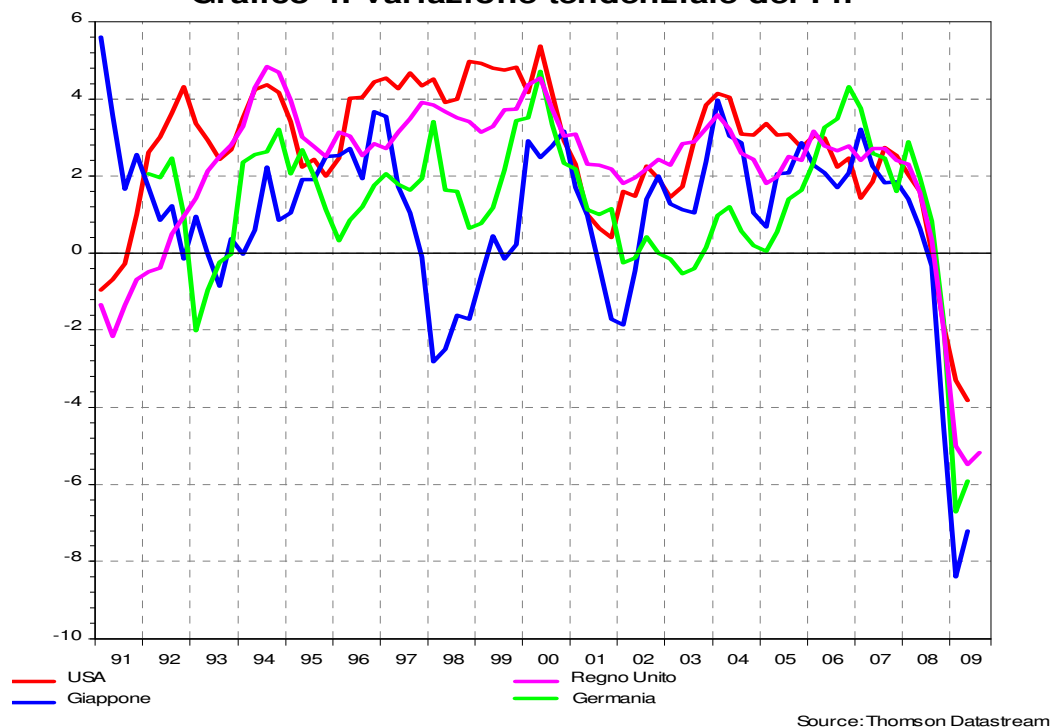
## 2 – Exit Strategies

Affrontiamo questa parte del Rapporto con riferimento al dibattito sulle cosiddette *exit strategies*, che ovviamente noi riteniamo possibili nel futuro, anche se l'avvio delle strategie di drenaggio degli stimoli monetari potrebbe essere molto frammentato e temporalmente difforme, in relazione a specifiche condizioni macro e micro economiche locali. Come vedremo, è soprattutto in relazione a quest'ultimo punto che le future decisioni di politica monetaria potrebbero avere rilevanti effetti sui mercati finanziari e sulle scelte di portafoglio degli investitori.

I dati congiunturali e quelli di domanda aggregata (grafico 4) mostrano che, nonostante la caduta ciclica fino a fine 2008 sia stata sincronizzata ed estremamente diffusa, la qualità e l'intensità dell'atteso recupero delle economie potrebbe essere

decisamente più frammentata. Dal momento quindi che molte banche centrali potrebbero apprestarsi a modificare la *stance* di politica monetaria in senso meno espansivo o più restrittivo in alcuni casi, i diversi profili del recupero economico e congiunturale a livello delle singole aree economiche potrebbe condurre ad ampie differenziazioni riguardo alla intensità ed ai tempi dell'azione di drenaggio degli stimoli monetari.

**Grafico 4: Variazione tendenziale del Pil**



I primi sintomi di una stabilizzazione e talvolta di una ripresa in corso segnalano l'avvio di un ciclo economico molto meno sincronizzato: i dati di produzione industriale ad esempio mostrano un balzo nei paesi emergenti, mentre decisamente più blando appare il ritmo di consolidamento nei paesi principali; il prodotto lordo nel secondo trimestre del 2009 segnala inoltre che un certo numero di economie *non core* (Cina, Australia, Brasile, Norvegia, Corea, India) potrebbe essere uscito dalla crisi con meno danni per la domanda aggregata di quanto non fosse lecito pensare all'inizio dell'anno; questo non riguarda, tuttavia, la maggior parte dei paesi principali.

Queste differenze sono a nostro avviso apprezzabili per valutare il cammino delle *exit strategies*, che potrebbe dipendere da cinque fattori principali: 1) le dinamiche della crescita economica in relazione alla stima del prodotto potenziale post-crisi; 2) il livello corrente ed atteso dell'inflazione rispetto ai valori obiettivo; 3) il grado di accomodamento monetario registrato al momento dalle singole economie, misurato sia in termini di livello dei tassi reali sia in termini di *easing* delle condizioni finanziarie locali; 4) fattori strutturali, quali i danni persistenti del settore finanziario e le possibili pressioni deflazionistiche in relazione a politiche *zero lower bound*; 5) gli effetti che l'*easing* quantitativo e l'eventuale suo drenaggio potrebbero determinare sui mercati delle attività finanziarie rischiose.

Approfondiremo questo tema poco più avanti; nel frattempo vogliamo sottolineare che ci sembra molto più arduo identificare l'esatto *timing* dell'avvio dei drenaggi piuttosto che comprendere come questi avverranno, ed in base a quali presupposti.

In generale, dal punto di vista metodologico, riteniamo che, poiché le politiche monetarie non convenzionali ed il *credit easing* sono state implementate dopo che gli strumenti convenzionali avevano raggiunto i loro limiti, l'ordine nel quale presumibilmente l'eccesso di accomodamento verrà ridotto sarà nettamente invertito (prima si drena il QE e

successivamente si tenta di ripristinare una politica ortodossa, mediante la manovra dei tassi e le operazioni di mercato aperto standard).

Nello specifico, le autorità monetarie dovranno adottare una certa accortezza nei processi di riduzione dell'*easing* monetario, secondo almeno tre direttrici: 1) il *credit easing* e le politiche quantitative non convenzionali sono stati utilizzati quando il taglio dei tassi ed il suo valore segnaletico (in presenza di deflazione diffusa e di sfiducia nel sistema finanziario globale) sono diventati inconsistenti (*zero lower bound*); pertanto, se le banche centrali partiranno drenando l'eccesso di offerta di credito (*tightening* quantitativo), tale azione dovrà essere considerata inizialmente un sostituto di un irrigidimento dei tassi di *policy*; 2) in presenza di un ambiente economico ancora volatile, il drenaggio degli stimoli monetari non potrà avvenire contestualmente all'irrigidimento delle politiche fiscali; 3) la riduzione degli stimoli quantitativi e monetari non potrà avvenire, quanto meno nelle principali aree economiche, in modo non coordinato, altrimenti l'azione potrebbe generare un aggiustamento repentino e caotico dei tassi di cambio, con effetti di retroazione sulle aspettative e sul ciclo economico nel suo complesso.

Vediamo in sequenza i cinque fattori che determineranno il cammino delle *exit strategies*:

- **Dinamiche della crescita economica in relazione alla caduta del ciclo ed all'aggiustamento del trend su nuovi equilibri:** questa è a nostro avviso una componente determinante delle future decisioni di politica monetaria. Le banche centrali saranno verosimilmente poco disponibili ad invertire il ciclo dei tassi senza chiari segnali che la dinamica ciclica si stia muovendo intorno o sopra il trend. Sarà inevitabile condurre esercizi di stima nell'ambito del *policy framework*, non fosse altro perché la misura dell'*output gap*, già complicata in periodi normali, è diventata più ardua a causa della prolungata ed anomala caduta del ciclo, con il valore di trend che potrebbe essersi attestato su livelli decisamente più contenuti rispetto a quelli pre-crisi. In base all'analisi di questo fattore, nessuna delle quattro banche centrali principali sembra per il momento in condizione di adottare un profilo della politica immediatamente restrittivo.

- **Aspettative di inflazione e livelli obiettivo:** mentre l'*output gap* gioca un ruolo macroeconomico determinante nel disegnare il profilo atteso dell'inflazione, il livello iniziale del tasso di inflazione e la sua persistenza devono comunque essere considerati nel *policy framework*. Le banche centrali che hanno agito in modo molto aggressivo sia sul fronte quantitativo che sul fronte dei tassi di interesse, in presenza di evidenze di inflazione persistente ed elevata, si sono assunte un enorme rischio di incoerenza della politica, confidando sul fatto che la caduta del ciclo sarebbe stata tanto più elevata da generare una analoga caduta dei prezzi; adesso è molto probabile che siano esse le prime autorità a modificare il segno della politica in senso restrittivo, in presenza di una sostenibile ripresa del ciclo economico. Inoltre, fattori di rischio locali (ad esempio l'inflazione corrente rispetto al target della banca centrale) o globali (ad esempio un eccesso di sensibilità dei prezzi alla dinamica delle *commodity*) dovranno essere presi in considerazione. In base all'analisi di questo fattore, soltanto la Federal Reserve potrebbe nel breve termine essere indotta ad avviare una politica più rigorosa, ancorché non necessariamente restrittiva.

- **Il livello di accomodamento in essere e le condizioni finanziarie locali:** anche non facendo ricorso a regole di *policy* standard, rimane comunque importante per le banche centrali una valutazione ampia dell'attuale livello di *easing* monetario, in relazione al quadro di riferimento per la crescita e l'inflazione locale e globale (a seconda del grado di dipendenza dalla domanda esterna). I livelli dei tassi di interesse di *policy*, reali e nominali, rispetto ai livelli registrati in periodi

normali, unitamente al funzionamento dei canali di trasmissione monetari e creditizi (anche facendo ricorso a indici delle condizioni finanziarie) saranno buoni anticipatori delle decisioni di politica monetaria. Anche la dinamica dei tassi di cambio effettivi reali potrà essere monitorata, dato che essi, in molte economie periferiche ma aperte agli scambi verso il resto del mondo, sono un canale di trasmissione importante degli impulsi e consentono di ampliare gli effetti di *easing* nelle fasi espansive della politica, essendo al contempo potenziali destabilizzatori del profilo delle aspettative di inflazione attesa in fase di ripresa del ciclo. In base all'analisi di questi fattori, sarebbe la Bank of England a dover adottare un atteggiamento meno accomodante nel futuro prevedibile, seguita più blandamente dalla Federal Reserve; BCE e Bank of Japan avrebbero già politiche orientate in senso restrittivo, in rapporto ai valori di ciclo e di inflazione attesa.

• **I fattori strutturali:** insieme agli indicatori convenzionali, alcuni dei quali abbiamo commentato sopra, le autorità monetarie manterranno una notevole sensibilità verso alcuni fattori strutturali, non necessariamente connessi al processo decisionale, ma importanti nel contesto di questa crisi per determinare una valutazione estesa dei rischi non simmetrici (ovvero dei fattori di rischio locali). Il primo è il livello di dissesto residuo del settore bancario/finanziario: laddove il sistema bancario e conseguentemente il canale del credito risultano più indeboliti, sarà molto probabile che i *policy makers* siano assai prudenti nella decisione di invertire il segno della politica, rinunciando a drenare velocemente l'eccesso di liquidità primaria dal sistema. Il secondo fattore strutturale è collegato alla impostazione generale della politica in questa fase, spesso chiaramente orientata al contrasto della deflazione mediante un impegno al mantenimento di una *zero lower bound* sui tassi di *policy*: la FED ad esempio ha già segnalato che essa è molto preoccupata degli effetti sistemici ed asimmetrici dell'avvio di un ciclo restrittivo anticipato. Laddove le banche centrali si presume abbiano assorbito un target dei tassi al di sotto dello zero (come sembrerebbero indicare le evidenze della TR per il 2009), anche un iniziale miglioramento del quadro macro potrebbe non essere giudicato sufficiente a cambiare l'impostazione della strategia di politica monetaria. In base all'analisi di questi fattori, Bank of England e Federal Reserve sarebbero scarsamente propense a cambiare il segno delle politiche, e dovrebbero aspettare comunque più a lungo delle altre. La FED avrebbe inoltre il vantaggio apparente dato dall'adozione di target impliciti al di sotto dello zero sui tassi nominali.

• **Effetti delle politiche quantitative sui mercati delle attività:** abbiamo già commentato sopra l'evidenza – rilevata attraverso una *proxy* della dinamica del credito – che gli stimoli quantitativi possano aver alimentato un eccesso di ottimismo sui mercati finanziari rischiosi. Tale esuberanza degli intermediari – vedremo più avanti che l'euforia apparente dei mercati non si è tradotta in una modifica sostanziale dei portafogli strutturali degli investitori diffusi – si spiega proprio con l'ampia offerta di mezzi liquidi a costo zero: nel tempo, in assenza di un pronto recupero dei *driver* fondamentali del valore delle attività, l'eccesso di euforia può nuovamente condurre ad un eccesso di pessimismo, quando un qualunque accidente può provocare l'inversione improvvisa dei flussi di acquisto, facendo implodere la bolla. E' un fenomeno noto, che non commentiamo oltre. Dal punto di vista di una banca centrale, tale rischio può tuttavia condurre ad una incoerenza dinamica della politica, gravata di un ruolo che mette a rischio la stessa credibilità dell'Istituzione, in mercati sui quali la dimensione dei fenomeni non consente alla banca centrale stessa di imporsi un'influenza persistente e sistematica. In base a questo fattore di rischio, la Federal Reserve pare l'autorità monetaria potenzialmente più sensibile ai problemi legati alla dinamica dei prezzi delle attività,

e quindi quella su cui maggiormente potrebbero insistere rilevanti riserve mentali su una rapida inversione della politica.

Tutto ciò considerato, il quadro prospettico di politica monetaria sembra evidenziare un possibile e giustificato eccesso di cautela delle principali autorità monetarie internazionali nell'avvio prima ancora che nella intensificazione, delle manovre di drenaggio degli stimoli monetari nel futuro prevedibile, e probabilmente per gran parte del 2010. Notevole attenzione dovrebbe essere riservata al mutamento del quadro economico e finanziario di riferimento, dove l'aggiustamento non pare ancora essere del tutto esaurito. Decisioni affrettate potrebbero mettere a rischio una stabilizzazione del ciclo ancora piuttosto fragile nei paesi principali, mentre i giovani germogli che formano il panorama dei paesi Emergenti non paiono per il momento poter assumere un ruolo di traino strutturale di una ripresa generalizzata.

Ci sono poi rilevanti rischi per la politica monetaria, connessi ad un possibile *double dip* sui mercati finanziari (nell'ambito di un ciclo pessimismo-euforia-pesimismo), un esito che se pure giustificato sulla base delle normali dinamiche (del controllo) della politica monetaria, non pare immediatamente auspicabile in relazione all'eccesso di rischio connesso ad una nuova ondata di sfiducia nei mercati, negli intermediari e nelle loro istituzioni, ondata che potrebbe manifestarsi in corrispondenza di un troppo repentino cambiamento del *momentum* di mercato.

Riteniamo quindi che nel corso del 2010 *easing* quantitativo e politica dei tassi rifletteranno un cammino di blando e graduale aggiustamento in senso meno accomodante, ma non sufficientemente intenso da configurare un effettivo cambiamento di *stance*.

Il quadro di previsione conferma le scelte strategiche di investimento (vedi oltre).

### 3 – Communication Policy: alcuni spunti

Concludiamo proponendo una breve rassegna delle recenti indicazioni provenienti da autorevoli banchieri centrali: come vedremo, esse in generale confermano le nostre assunzioni di scenario.

“Le politiche monetarie delle principali economie sono destinate a rimanere espansive nel corso del 2010, o per lo meno sino al primo semestre del prossimo anno. La situazione dell'economia mondiale resta ancora fragile”. E' questa la visione del Presidente della Federal Reserve B. Bernanke, il quale ha affermato che la FED sarà pronta a modificare l'orientamento di politica monetaria quando lo stato dell'economia lo consentirà. Ha inoltre dichiarato che i membri della FED ritengono che il mantenimento dell'attuale politica monetaria si protrarrà per un lungo periodo di tempo. Anche il Presidente della Federal Reserve di San Francisco J. Yellen ha affermato che non è ancora arrivato il momento per un mutamento della politica monetaria statunitense, e che non vi saranno modifiche per diversi mesi. La Federal Reserve nelle ultime riunioni ha evidenziato che l'economia statunitense è ancora fragile, pur avendo avviato una fase di stabilizzazione. Al termine del consolidamento, si dovrebbe assistere ad una lenta e graduale ripresa che si farà più concreta a partire dai primi mesi del 2010. Secondo J. Yellen, in tale contesto di debole stabilizzazione economica, il tasso di *policy* è destinato a rimanere ancora a lungo nell'intervallo 0,00%-0,25%. Anche il Presidente della Fed di Dallas R. Fisher ha affermato che non è assolutamente il momento di alzare i tassi di interesse, o di rimuovere gli stimoli monetari. Secondo Fisher, gli Stati Uniti registreranno una crescita nel terzo e quarto trimestre 2009, ma l'incertezza riguarda cosa accadrà nel 2010 e nel 2011. Sul fronte della politica monetaria Fisher ha affermato che la FED agirà quando dovrà agire, ma il

momento non è ancora arrivato. Quando la ripresa prenderà vigore, secondo Bernanke, sarà necessario intervenire tempestivamente, per evitare che possano emergere pressioni inflazionistiche rilevanti. Sul fronte dell'andamento dei prezzi si è espresso il Governatore della Fed di New York W. Dudley, affermando che sul fronte inflazionistico i rischi sono al ribasso.

L'economia dell'Eurozona, come affermato dal Presidente della BCE J.C. Trichet, nella conferenza stampa successiva all'ultima riunione dell'Istituto di Francoforte, si trova in una fase di stabilizzazione, che dovrebbe preludere ad una lenta e graduale ripresa caratterizzata da un certo livello di discontinuità. I tassi di *policy*, secondo Trichet, sono appropriati alla situazione corrente e alle dinamiche dei prezzi. La lettura negativa per il tasso di inflazione è giudicata un fatto temporaneo. In un simile contesto il tasso di *policy* all'1,00% è destinato a permanere anche nei primi mesi del 2010, e potrà essere alzato solo quando l'economia della Zona Euro darà chiari segnali di una ripresa solida. Sussistono tuttavia dei rischi rappresentati dalla possibilità di nuovi rialzi delle quotazioni delle materie prime, da nuove pressioni protezionistiche e dalla possibilità di una correzione disordinata degli squilibri globali. Il Presidente della BCE si è detto preoccupato per l'apprezzamento dell'€uro, che di fatto rende meno competitive le esportazioni, rendendo più difficile e lenta la ripresa dell'economia della Zona Euro. Il Governatore della Banca Centrale greca, G. Provopoulos, ha affermato che nei prossimi 2 o 3 anni non vi saranno solidi elementi di sviluppo, mentre rimarranno numerosi elementi di incertezza che contraddistinguono lo scenario economico. La ripresa dipenderà anche dalla dinamica del credito alle imprese ed alle famiglie. Sull'argomento si è soffermata G. Tumpel – Gugerell, membro del Board della BCE, la quale ha affermato che la capacità della Zona Euro di perseguire un sentiero di crescita dipende anche dalla concessione del credito da parte delle banche all'apparato produttivo. Maggior credito significa maggiore e più veloce ripresa.

In Giappone il Vice Governatore della Bank of Japan, K. Nishimura, ha affermato che i rischi per l'economia giapponese restano alti. Ciò viene letto dagli investitori nella direzione che la Banca Centrale non abbandonerà per il momento la sua politica ultra espansiva. Per quanto concerne le misure straordinarie di aiuto alle grandi imprese, il Vice Governatore ha dichiarato che la Bank of Japan prenderà una decisione il prossimo dicembre.

Per quanto concerne le altre economie, la maggior parte di esse manterranno politiche espansive almeno sino alla prima metà del 2010, ad eccezione di alcune asiatiche o emergenti che sono già uscite dalla recessione o non ci sono mai entrate, e che alzeranno il tasso di *policy* per tornare ad una situazione di normalità. Tale processo è già iniziato con l'aumento del tasso effettuato dalla Reserve Bank of Australia nel mese di ottobre. Essendo lo stato in cui versano le economie non omogeneo, è logico attendersi uno sfasamento nel processo di inversione del segno della politica monetaria.

Riassumendo il messaggio che proviene dai Banchieri Centrali è che la politica monetaria delle varie economie verrà modificata in senso restrittivo solo quando vi saranno segnali di crescita solida e sostenibile, pena la possibilità di cadere in una *double-dip recession*. Il processo di restrizione monetaria per la maggior parte delle economie non dovrebbe partire prima della metà del 2010, stante lo scenario economico attuale e le sue prospettive; le *exit strategies* potrebbero in molti casi non essere accompagnate da un incremento del tasso di inflazione.

### Capitolo III

## Analisi dei mercati

I mercati finanziari globali evidenziano significativi segnali di recupero rispetto ai livelli molto depressi toccati nel pieno della crisi globale, grazie ai flussi di acquisto da parte degli intermediari finanziari e di alcuni operatori professionali, che hanno approfittato di eccezionali condizioni di finanziamento, grazie all'operato delle principali Banche Centrali, che hanno messo in atto Politiche Monetarie di stampo non ortodosso.

Estendendo lo sguardo ad un orizzonte temporale più esteso, i recuperi di cui sopra sono ancora inquadrabili all'interno di una macro-tendenza negativa, contrassegnata da un calo generale per i listini azionari, e da premi al rischio strutturalmente più alti per le attività rischiose, in particolare per quelle legate al debito. I differenziali di rendimento tra i titoli *Corporate* e quelli c.d. *risk-free* (Titoli di Stato a massima affidabilità creditizia), sono tornati sui livelli pre-crisi, ma non appaiono coerenti con i fondamentali macroeconomici. Nei prossimi mesi potrebbero pertanto conoscere un nuovo aumento, anche se i livelli toccati nella fase più acuta della crisi (tra dicembre 2008 e marzo 2009), probabilmente non verranno raggiunti.

Gli interventi pubblici hanno contribuito in maniera decisiva a scongiurare nuove turbolenze nel sistema finanziario globale; un'eventualità che avrebbe probabilmente generato spirali ribassiste ancora più estese sui mercati finanziari, e in particolar modo su quello azionario. Tuttavia, il quadro di riferimento rimane contrastato, di difficile lettura, e i mercati finanziari rimangono ancora soggetti a potenziali turbolenze.

I principali indicatori economici indicano uno stato di salute complessivamente debole per l'economia globale, e questo rappresenta una sfida molto difficile per i mercati del capitale e del debito, intonati in maniera positiva dalla scorsa primavera. Un cambiamento nell'umore degli investitori, così come un rientro degli stimoli quantitativi in essere, potrebbe dare luogo a fenomeni di correzione, anche estesi, specie laddove esistono fenomeni di *overvaluation*.

Sono all'opera fattori strutturali che nei prossimi trimestri tenderanno a deprimere le attività rischiose, e quindi azioni, materie prime e *corporate bonds*. Tra i principali, la presenza di un *output gap* negativo, di una dinamica inflazionistica contenuta, e di un reddito disponibile in costante calo, per via delle peggiorate condizioni occupazionali. Questi elementi pongono un deciso freno alle dinamiche di consumi e investimenti, sia per le famiglie che per le imprese, e quindi impongono una severa riflessione sulla tenuta del quadro previsivo degli utili aziendali, che ad oggi appare molto ottimistica.

Per quanto riguarda i mercati, non appare coerente il continuo apprezzamento di *safe heaven* quali Oro, Franco Svizzero e Titoli del Tesoro USA, a fronte del recupero dei mercati rischiosi. Gli effetti correlazione, oltre che le evidenze logiche, propendono per un'interruzione di queste dinamiche nel futuro prevedibile, a svantaggio appunto di mercati azionari e delle altre attività correlate con le dinamiche economiche.

L'andamento dei principali tassi di cambio è coerente con i fondamentali economici, tranne nel caso di alcune valute emergenti, legate all'andamento delle materie prime, che hanno avuto un'influenza determinante da parte dei flussi finanziari speculativi. In questi casi, l'apprezzamento delle valute appare fragile e potenzialmente contro-produttore per le economie che rappresentano.

## 1 – Mercati azionari

Dopo un 2008 complessivamente molto negativo, in cui i principali indici azionari mondiali hanno evidenziato ingenti perdite, il 2009 si è aperto in maniera altrettanto deludente, salvo poi evidenziare dal mese di marzo un vistoso recupero.

Nel dettaglio, le performance dei listini azionari dell'anno passato sono state tra le più pesanti della storia, con -38,5% per l'indice statunitense S&P/500, -45,6% per l'indice europeo DJStoxx600 e -42,1% per l'indice giapponese Nikkei225; per tutti si tratta di rendimenti in valuta locale. Alla data del 9 marzo 2009, in chiusura di seduta, i sopracitati indici evidenziavano una perdita dai valori di fine 2008 accentuata (intorno al 20,0%), portando il deprezzamento cumulato rispetto ai picchi dell'ottobre 2007 su livelli che non avevano precedenti dal dopoguerra (oltre il 60%). Successivamente si è sperimentato un forte recupero dei listini azionari, che in alcuni casi ha raggiunto intensità mai sperimentate nel passato, con gli indici *benchmark* che hanno recuperato tutte le perdite da inizio anno, nonché una parte di quella evidenziata nel 2008 (vedasi tabella 1).

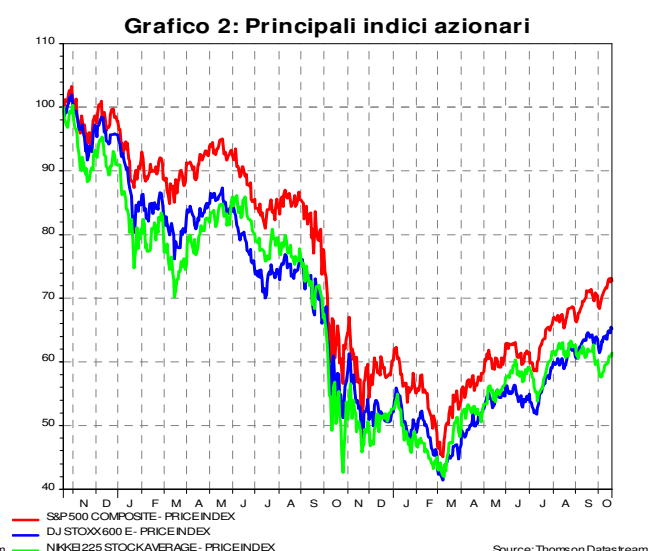
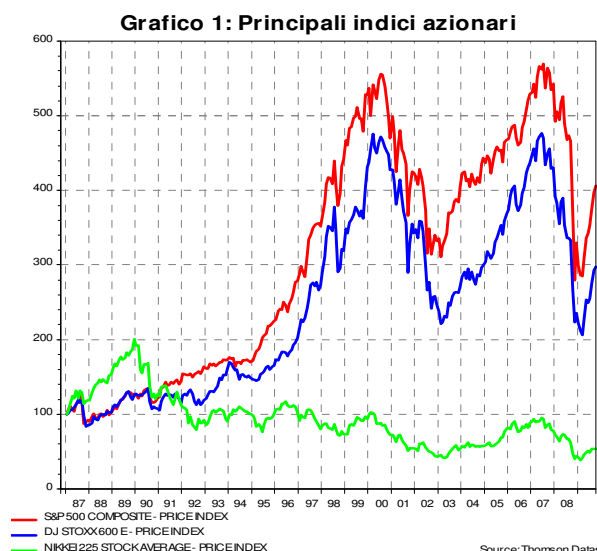
tabella 1 - Principali indici azionari mondiali

MERCATI AZIONARI							
<b>Europa</b>	20-ott	VAR 2008	2009 YTD	<b>EMERGING - PACIFIC &amp; OTHERS</b>	20-ott	VAR 2008	2009 YTD
<b>FTSE MIB (Italia)</b>	23.483,97	-49,53%	24,50%	<b>KOSPI (Korea)</b>	1.699,71	-40,73%	47,55%
<b>CAC 40 (Francia)</b>	3.827,84	-42,68%	20,31%	<b>NZX 50 (Nuova Zelanda)</b>	2.124,24	-36,46%	14,15%
<b>DAX 30 (Germania)</b>	5.703,83	-40,37%	20,82%	<b>SIN (Singapore)</b>	396,81	-43,80%	52,43%
<b>IBEX 35 (Spagna)</b>	11.777,30	-39,43%	28,21%	<b>BSE (India)</b>	8.750,80	-55,28%	81,87%
<b>FTSE 100 (Regno Unito)</b>	5.172,89	-31,33%	18,25%	<b>SHANGAI SE A (Cina)</b>	3.109,17	-65,38%	69,33%
<b>SMI (Svizzera)</b>	6.325,15	-34,77%	16,13%	<b>SHENZEN SSE (Cina)</b>	4.520,18	-61,99%	99,37%
<b>OMX 30 (Svezia)</b>	920,23	-38,75%	42,33%	<b>ASX (Australia)</b>	4.693,70	-43,01%	32,62%
<b>FTSE EUROTOP (Europa)</b>	2.139,90	-43,21%	20,32%	<b>EHF (Egitto)</b>	637,8298	-53,93%	54,80%
<b>Mondo</b>	20-ott	VAR 2008	2009 YTD	<b>EMERGING - LATAM &amp; EMEA</b>	20-ott	VAR 2008	2009 YTD
<b>DOW JONES IND (USA)</b>	9820,2	-33,84%	14,41%	<b>BOVESPA (Brasile)</b>	60703	-41,22%	73,91%
<b>NASDAQ COMPOSITE (USA)</b>	2132,86	-40,54%	37,19%	<b>BUX (Ungheria)</b>	20729,07	-53,34%	75,42%
<b>S&amp;P 500 (USA)</b>	1068,3	-38,49%	20,79%	<b>ISE (Turchia)</b>	47161,22	-51,63%	90,03%
<b>S&amp;P/TSX (Canada)</b>	11445,95	-35,03%	28,38%	<b>RTS (Russia)</b>	1245,56	-72,41%	128,86%
<b>HANG SENG (Hong Kong)</b>	21623,45	-48,27%	55,59%	<b>WGI (Polonia)</b>	36870,37	-51,07%	44,59%
<b>NIKKEI 225 (Giappone)</b>	10370,54	-42,12%	16,67%	<b>JSE (Sud Africa)</b>	25792,05	-25,72%	22,94%
<b>MSCI WORLD</b>	<b>807,72</b>	<b>-40,11%</b>	<b>20,94%</b>	<b>MSCI EMERGING MARKETS</b>	<b>40747,77</b>	<b>-47,25%</b>	<b>55,30%</b>

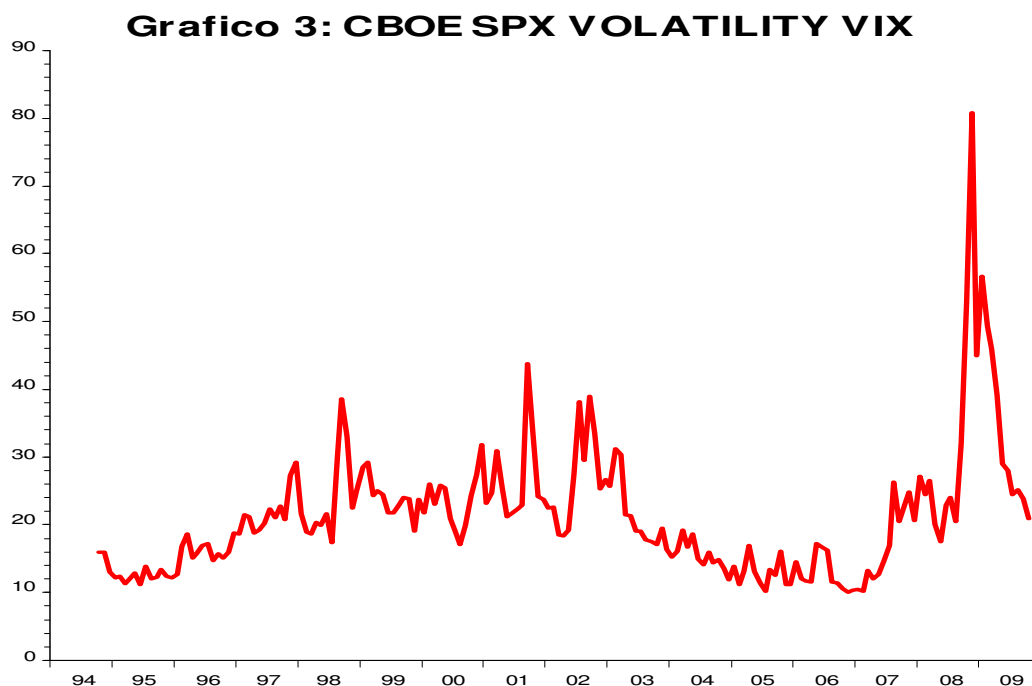
Fonte: Thomson Financial Datastream - dati al 20 10 2009

Il rialzo degli indici di borsa successivo ai minimi pluriennali toccati nel mese di marzo poteva essere in un certo qual modo atteso nella tempistica, ma è stato complessivamente sorprendente in quanto ad intensità. Nelle precedenti fasi ribassiste dei mercati azionari, infatti, si sono in effetti registrati importanti recuperi di natura estemporanea, ma mai di tale portata.

In realtà, analizzando i dati storici, si scopre come anche il ribasso verificatosi tra ottobre 2007 e marzo 2009 sia stato di proporzioni straordinarie, e pertanto il recupero è meno eccezionale di quanto la precedente disamina abbia lasciato intravedere. Anche successivamente al recente rialzo, comunque, i listini azionari rimangono ben lontani dai massimi ciclici (vedasi grafici 1 e 2).



L'eccezionalità del quadro macroeconomico globale, contrassegnato da un futuro cammino della Domanda e della Produzione del tutto incerto, si ripercuote pienamente sulle dinamiche di borsa. La volatilità è notevolmente diminuita rispetto ai picchi ciclici, ma rimane mediamente maggiore di quella sperimentata negli anni precedenti alla crisi attuale. In particolare, se prendiamo come riferimento l'indice Vix, che è calcolato utilizzando la volatilità implicita presente nelle opzioni che hanno come sottostante l'indice statunitense S&P/500 quotate sui circuiti del CBOT (*Chicago Board of Trade*), i valori attuali rimangono ancora al di sopra della media 2004-2007, pari al 14,62%.

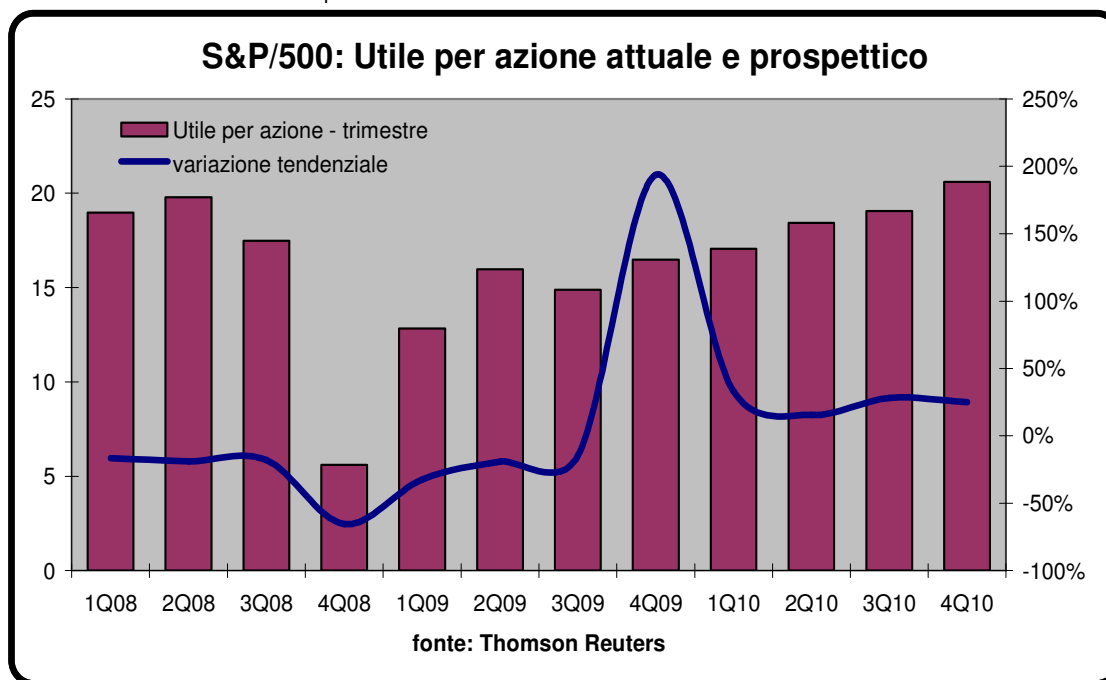


Il rialzo dei listini è stato solo parzialmente accompagnato da un miglioramento degli utili aziendali, sia a livello di consuntivo che con riguardo alle stime prospettiche.

Se prendiamo come riferimento l'indice principale della borsa statunitense, lo S&P/500, ai prezzi correnti (1060) questo evidenzia un rapporto Prezzo/Utile con riferimento all'anno 2009 pari a 17,6. Utilizzando un approccio *bottom-up*, e quindi stimando l'utile dell'indice aggregando quelli evidenziati dalle singole società, si ottiene un

EPS (*Earning per Share*, ovvero utile per azione) pari a 60,14\$ per il 2009, un valore solo lievemente inferiore a quello del 2008 (61,84\$, pari a circa -3,0%). Le aspettative per il 2010 sono per un recupero del 26% per l'EPS aggregato, equivalente ad un livello di circa 75\$ (con un P/E implicito pari a 14,1, sostanzialmente in linea con la media storica, che si trova a 13,5). Il profilo trimestrale dell'EPS, sia in livello che in variazione su base annua, è indicato nel grafico n.4.

Grafico 4: dinamiche dell'utile per la borsa statunitense



Considerazioni analoghe possono essere fatte anche per le borse europee: se prendiamo come riferimento l'indice DJStoxx 600, rappresentativo dei listini di 18 paesi localizzati nel continente, questo evidenzia un rapporto Prezzo/Utile atteso pari a 12,5 sul 2010 (15,7 sul 2009). Più alto, ma sostanzialmente in linea con le medie storiche, il rapporto Prezzo/Utile dell'indice rappresentativo della borsa giapponese Nikkei225, pari a 30 per il 2009 e a 18 per il 2010 (fonte: I/B/E/S).

Se confrontiamo le stime di tipo *bottom-up* sopra elencate con modelli di tipo *top-down*, ovvero calcolate sulla base delle tendenze di Domanda e Produzione, si ottengono alcune incongruenze. Gli analisti, infatti, si attendono un recupero del livello degli utili aziendali maggiore rispetto a quello stimato sulla base del ciclo macroeconomico, sia prendendo come riferimento lo scenario di consenso (ovvero le stime fornite dal *Consensus Economics*), sia utilizzando il nostro scenario di riferimento, presentato nel Capitolo I.

In relazione a quanto illustrato precedentemente, si ritiene che le stime sugli utili aggregati saranno riviste al ribasso nel corso dei prossimi mesi, andando così ad inficiare parzialmente le valutazioni degli indici borsistici precedentemente illustrate.

## 2 – Titoli di Stato

La crisi economico-finanziaria che stiamo attraversando ha avuto una influenza notevole sui corsi dei principali titoli di stato, sia direttamente che indirettamente. Da un lato, infatti, le funzioni di utilità hanno influenzato l'andamento dei prezzi tramite le scelte strategiche di portafoglio, privilegiando i titoli di stato per il loro carattere difensivo e in

risposta al mutato scenario macroeconomico di riferimento (meno crescita e meno inflazione attesa). Dall'altro lato, l'operato di Governi e Banche Centrali ha condizionato le funzioni di Domanda/Offerta sia sul mercato primario che su quello secondario, come spiegheremo nel prosieguo della trattazione.

Rispetto ai valori di inizio anno, i rendimenti dei titoli decennali *benchmark* hanno conosciuto un generale incremento, con qualche eccezione per i paesi c.d. "periferici" della Zona Euro, dove ha avuto un'influenza determinante il restringimento dello *spread* contro il Bund tedesco.

La pendenza delle curve di molti paesi G20 è aumentata: a fronte di rendimenti in aumento per le scadenze più lunghe, infatti, si sono registrati consistenti ribassi sulla parte a breve delle curve, grazie principalmente a Politiche Monetarie molto espansive. Queste ultime, come vedremo, sono in grado di spiegare (da un punto di vista matematico-statistico) gran parte delle dinamiche del mercato.

Se allarghiamo l'orizzonte temporale, rispetto a fine 2007 si è registrata una estesa contrazione dei rendimenti di mercato, che si è quindi sviluppata per la maggior parte nel 2008, quando infatti si sono sperimentati rendimenti complessivi (corso secco + rateo interessi) eccezionali per i titoli governativi. Fa eccezione in questo caso l'Irlanda, principalmente a causa dell'incremento nel rischio paese, che si è riflesso sul differenziale di rendimento contro il titolo guida tedesco di pari scadenza (vedasi tabella 2).

Tabella 2: rendimenti principali titoli decennali

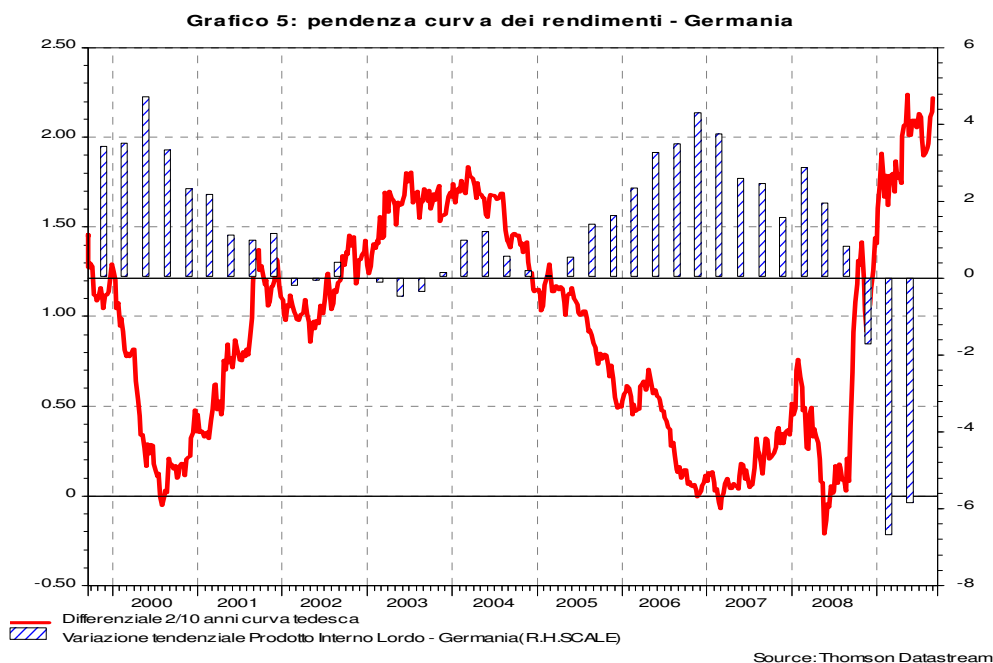
	20-ott-09	31-dic-08	$\Delta$	31-dic-07	$\Delta$
<b>Canada</b>	3,42%	2,68%	0,74%	3,99%	-0,57%
<b>Francia</b>	3,54%	3,33%	0,21%	4,39%	-0,85%
<b>Germania</b>	3,24%	2,94%	0,30%	4,33%	-1,09%
<b>Grecia</b>	4,59%	5,22%	-0,63%	4,63%	-0,04%
<b>Irlanda</b>	4,71%	4,21%	0,50%	4,42%	0,29%
<b>Italia</b>	3,96%	4,36%	-0,40%	4,59%	-0,63%
<b>Giappone</b>	1,34%	1,17%	0,17%	1,50%	-0,16%
<b>Svezia</b>	3,23%	2,38%	0,86%	4,34%	-1,11%
<b>Regno Unito</b>	3,64%	3,09%	0,56%	4,50%	-0,86%
<b>Stati Uniti</b>	3,34%	2,25%	1,09%	4,03%	-0,69%

$\Delta$ = variazione - fonte: Thomson Financial Datastream

In generale, le tendenze degli ultimi mesi sono state contrastanti, influenzate di volta in volta da elementi contingenti, i cui effetti sono stati generalmente ambigui. Sia sul fronte della Domanda che su quello dell'Offerta, nuovi *driver* hanno accompagnato gli elementi classici di valutazione, derivanti dai modelli di riferimento (teoria di portafoglio, funzioni di utilità). I rendimenti dei principali titoli di stato, di conseguenza, sono stati caratterizzati da un andamento volatile e, talvolta, erratico.

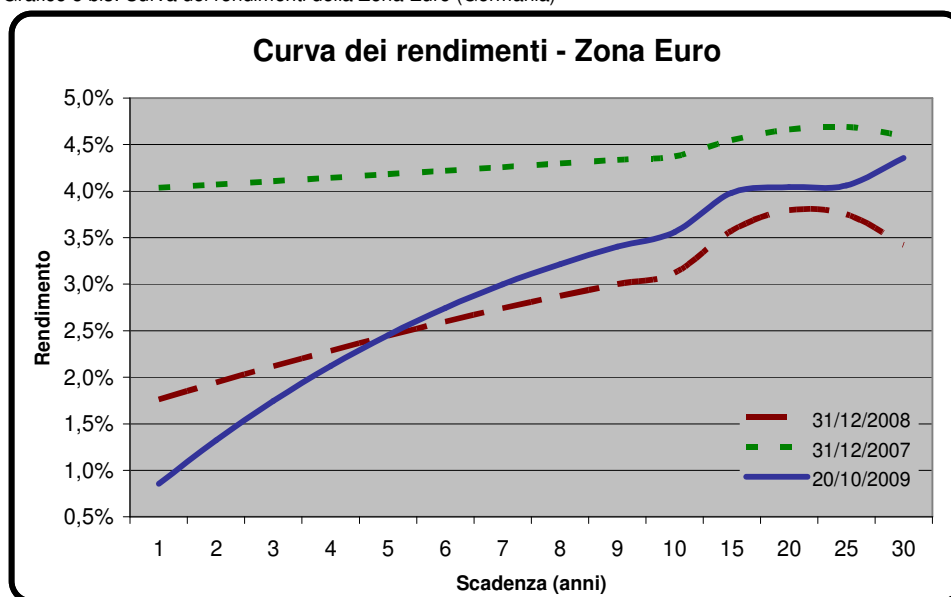
Da un punto di vista macroeconomico, nel corso dei cicli che si sono succeduti dal dopoguerra, si è osservata una correlazione positiva tra la dinamica della Domanda Aggregata e i rendimenti dei titoli a media-lunga scadenza. L'espansione dell'attività economica, difatti, tendeva a generale nuove spinte inflattive, e ad accentuare le aspettative degli operatori riguardo il futuro incremento dei prezzi al consumo. Questi elementi, unitamente alle Politiche Monetarie restrittive messe in atto dalle Banche Centrali con lo scopo di contrastare le spinte inflazionistiche, concorrevano in modo determinate a deprimere i corsi delle obbligazioni governative, e ad accentuare la pendenza della curva. Questo in attesa della svolta ciclica, quando le prospettive sulla Domanda Aggregata divenivano negative, anticipando un ciclo di ribasso dei tassi e dinamiche inflazionistiche più contenute.

Queste dinamiche sono però state disattese negli ultimi anni, anche a causa del nuovo paradigma economico della “Grande Moderazione”; economia in crescita a fronte di spinte inflazionistiche contenute, mitigate dalla globalizzazione. Al culmine del ciclo di crescita dell’economia tedesca 2003-2007, difatti, la curva dei rendimenti era sostanzialmente piatta, a fronte dei 160 punti base medi di rendimento tra il titolo biennale e quello decennale evidenziati nel biennio 2003-2004 (vedasi grafico 5).



La “Grande Moderazione” in realtà spiega solo una parte dell’equazione, ma non riesce a giustificare l’andamento dei rendimenti dei titoli di stato in presenza di fattori di tipo non reale ma finanziario. A partire dalla seconda metà del 2007, quando la crisi finanziaria ha cominciato a rendersi palese (con i fallimenti di Countrywide Financial e di Northern Rock), il differenziale di rendimento tra il titolo biennale e quello decennale ha ripreso a salire, praticamente senza sosta, superando i 200 punti base. Questi livelli non erano mai stati raggiunti dalla creazione della moneta unica. La conformazione della curva dei rendimenti è così drasticamente cambiata, come illustrato nel grafico 5bis.

Grafico 5 bis: Curva dei rendimenti della Zona Euro (Germania)



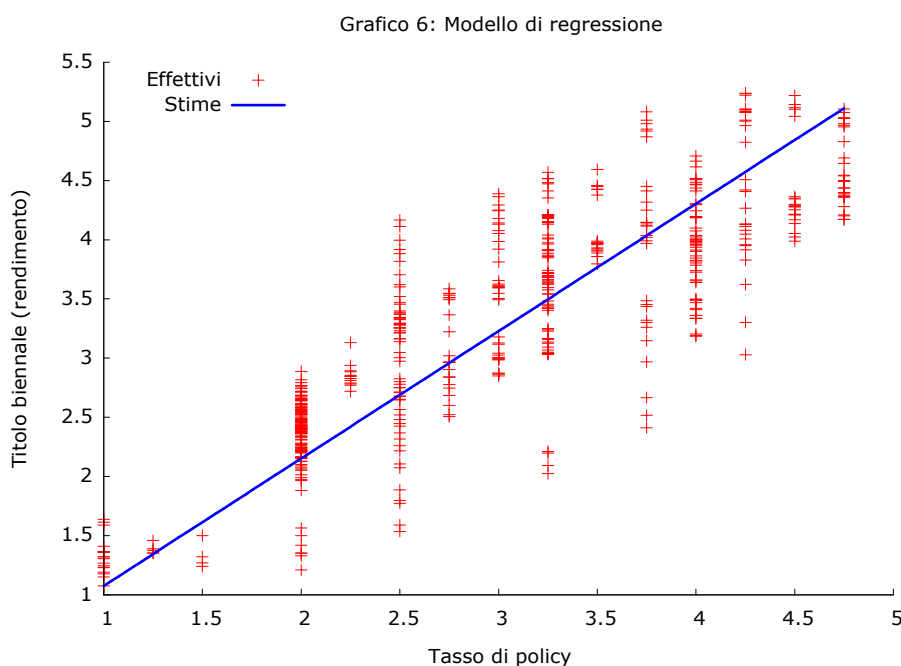
Sulla dinamica dei rendimenti hanno avuto una forte influenza fattori eccezionali, che non hanno precedenti dal dopoguerra, legati sia alle Politiche Monetarie di stampo non-ortodosso, sia all'utilizzo del *deficit-spending* e del signoraggio che è stato messo in campo dai principali Governi e dalle Autorità monetarie.

Parallelamente alle manovre ordinarie di Politica Monetaria, le Banche Centrali hanno creato e implementato nuovi strumenti di natura non convenzionale, necessari per aumentare gli stimoli in una situazione di tassi nominali prossimi allo zero (c.d. "trappola della liquidità"), e di mancato funzionamento del canale del credito. Come illustrato nel precedente capitolo (ed in particolare nella tabella 1), i principali interventi innovativi hanno riguardato l'acquisto di titoli di stato a media e lunga scadenza: questo è andato a influenzare le dinamiche di Domanda/Offerta, e segnatamente ha spinto al rialzo, *ceteris paribus*, i corsi dei titoli oggetto di acquisto.

Per cercare di contrastare la distruzione di ricchezza conseguente alla crisi finanziaria, esacerbata con il fallimento della banca statunitense Lehman Brothers avvenuto a metà settembre 2008, i Governi hanno avviato piani di stimolo senza precedenti dal secondo dopoguerra in poi. La spesa corrente, che ha raggiunto livelli superiori al 10% in rapporto al Prodotto Interno Lordo in base d'anno per molti paesi G20, è stata finanziata principalmente tramite l'emissione di nuovi strumenti di debito, segnatamente da titoli di stato. L'eccesso di carta riversatasi sul mercato primario, ovvero in fase di asta, ha depresso, *ceteris paribus*, i corsi dei titoli anche sul mercato secondario.

L'effetto congiunto di questi due elementi è ancora oggetto di studio da parte degli economisti: in generale un primo responso è che diversi paesi hanno avuto diversi effetti sulle quotazioni dei propri titoli, a causa principalmente delle specificità nel mercato di riferimento, e quindi di elementi come spessore nel *book* di negoziazione, volume negli scambi, *bid-ask spread*. Hanno giocato un ruolo determinante in tal senso i piani di stimolo quantitativo messi in atto da alcune Banche Centrali. In sintesi, l'influenza congiunta di questi due fattori è stata ambigua.

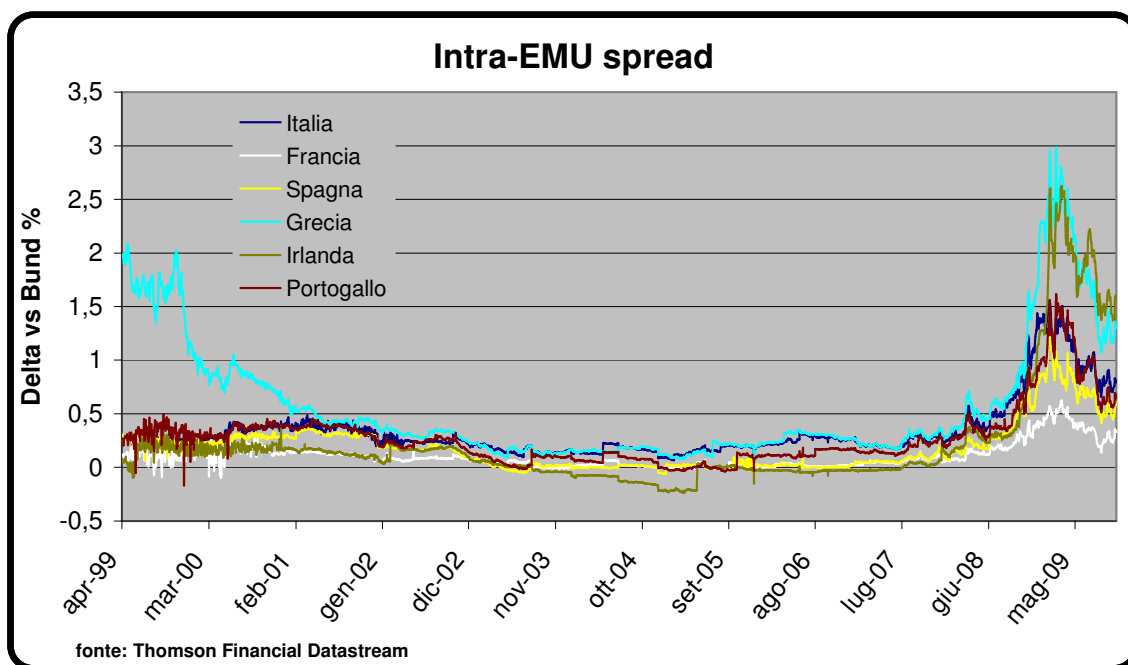
I rendimenti dei titoli a più breve scadenza, quindi, sono scesi principalmente a causa della riduzione nei tassi base. Utilizzando un modello di regressione con variabile esplicativa il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principale della Banca Centrale Europea (tasso di *policy*), si ottiene infatti che quest'ultimo "spiega" ben il 97,5% nella variazione del rendimento del titolo biennale tedesco (vedasi grafico 6).



I movimenti dei titoli con scadenza medio-lunga, invece, hanno seguito tendenze disomogenee. Ha avuto un ruolo determinante nella Zona Euro, ad esempio, la dinamica dei *sovereign spread*, ovvero dei differenziali di rendimento, con il titolo guida tedesco (Bund), come accennato in precedenza.

All'apice della crisi finanziaria globale, e quindi tra il quarto trimestre del 2008 ed il primo trimestre del 2009, il forte incremento dell'avversione al rischio da parte degli operatori ha portato gli *spread* creditizi su massimi storici, e di riflesso quelli *intra-EMU* si sono portati su livelli senza precedenti dalla nascita dell'Area Economica. Nel dettaglio, a fine 2008 il titolo decennale greco rendeva oltre tre punti percentuali più del titolo tedesco di pari scadenza, a fronte di un rendimento medio di circa 30 punti base superiore nel corso del quinquennio 2003-2007. Ma tendenze analoghe si sono verificate per tutti i paesi dell'Area, ancorché con proporzioni differenti. Dopo questi picchi ciclici, gli *spread* hanno avviato un cammino discendente, tuttora in corso, ma rimangono mediamente ancora sopra le medie degli ultimi anni (vedasi grafico 7).

Grafico 7: Differenziali di rendimento contro decennale tedesco



### 3 – Mercato del Credito

La crisi finanziaria ha avuto origine da molti fattori, e la interrelazione tra eventi ha contribuito in maniera determinante ad esacerbare la tendenza negativa per le condizioni di accesso al credito da parte degli agenti economici. Tra gli elementi che hanno maggiormente contribuito all'emersione di *shock* finanziari, si annovera una errata valutazione degli strumenti di debito, specialmente quelli legati al settore immobiliare statunitense (*Mortgage Loans*), con sottostante mutui ipotecari caratterizzati da bassa solvibilità (*subprime*).

La prima parte della crisi finanziaria, che ha avuto luogo a partire dall'estate 2007, ha colpito in maniera rilevante il mercato del credito, paralizzando di fatto gli scambi su molti segmenti di mercato, e rendendo eccezionalmente oneroso il costo della raccolta per gli emittenti a più bassa affidabilità creditizia.

L'aumento dei premi al rischio si è riflesso sui *credit spread*, ovvero sui differenziali di rendimento che i titoli *corporate* evidenziano rispetto ai titoli di stato di analoga scadenza. Si sono registrati marcati aumenti degli *spread* sia per gli emittenti a maggiore affidabilità

creditizia (con un *rating* appartenente alla categoria *Investment Grade*), sia per i c.d. *Junk Bond* (titoli obbligazionari con *rating* speculativo). Sono inoltre aumentati i differenziali di rendimento offerti dai titoli governativi di emittenti appartenenti alla Zona Euro, rispetto al Bund tedesco. Quest'ultima tendenza era causata, in taluni casi, dal rischio che alcuni paesi periferici potessero essere costretti ad abbandonare la divisa unica, un'eventualità che in realtà è subito parsa agli operatori molto remota.

Il calo nei tassi guida ha solo parzialmente mitigato le perdite in conto capitale evidenziate dai titoli obbligazionari e dagli strumenti ibridi di capitale emessi da banche e imprese. L'aumento nei tassi di *default*, tutt'ora in corso, ha poi ulteriormente contribuito a deprimere il rendimento complessivo di questa classe di attivo.

A partire dal secondo trimestre dell'anno corrente, si è verificata una generale inversione di tendenza, specie con riguardo agli *spread* creditizi e ai volumi delle emissioni sul mercato primario. Parte di questa dinamica è spiegata dagli effetti correlazione che il mercato del credito evidenzia con le attività rischiose nel suo complesso (azioni, materie prime ecc.). Una parte significativa del recupero, comunque, appare imputabile all'operato delle Banche Centrali, che hanno messo in campo manovre eccezionali di stampo quantitativo, la maggior parte delle quali ha riguardato proprio il mercato del credito.

La necessità di favorire un ritorno del credito verso i privati e le piccole e medie imprese, ha portato la Federal Reserve (FED) statunitense a lanciare innovativi strumenti di Politica Monetaria, tra i quali la TALF (*Term Asset-backed Loan Facility*), nel novembre del 2008. Si tratta di un'operazione di acquisto a pronti con riconsegna a termine di *Asset-Backed Securities* (ABS), ovvero strumenti cartolarizzati con sottostante attività specifiche quali prestiti agli studenti, mutui ipotecari, prestiti per l'acquisto di autoveicoli, finanziamenti alle PMI.

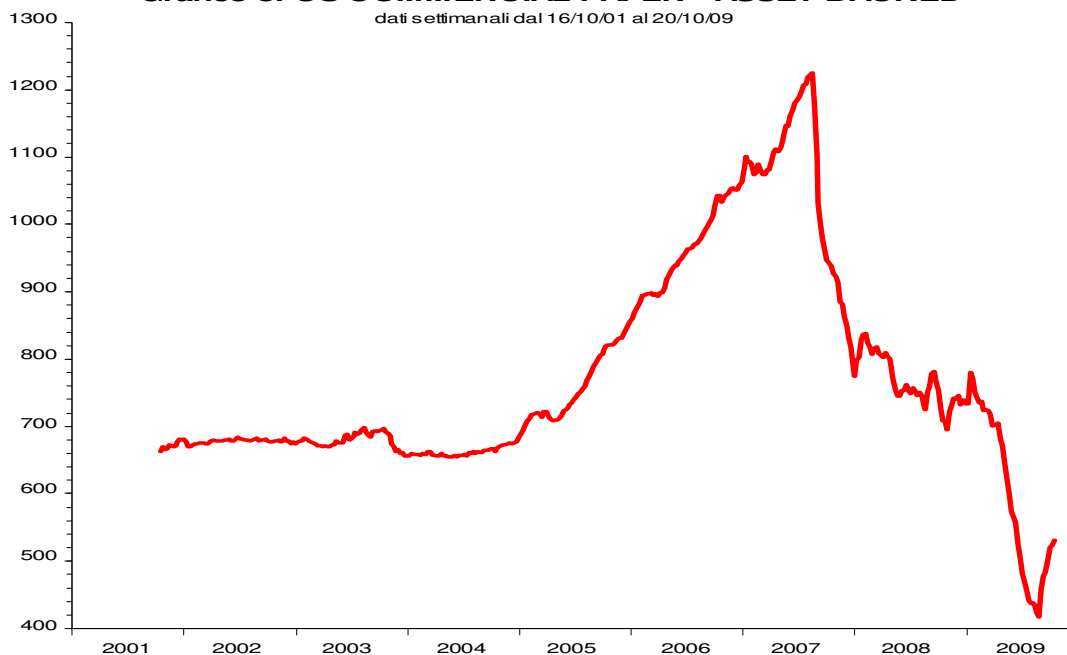
A fronte del congelamento del mercato degli ABS, negli USA si era assistito, a partire dall'estate del 2007, ad una rarefazione negli scambi sul mercato secondario e a crescenti difficoltà di copertura per le aste sul mercato primario, con la conseguenza che il flusso di credito verso le attività sottostanti aveva sperimentato un consistente ridimensionamento.

L'utilizzo di un modello *Originate to Distribute*, che aveva caratterizzato l'attività bancaria negli ultimi anni (e in parte provocato la crisi), rendeva infatti difficoltoso per gli istituti fornire credito direttamente a tali agenti economici, stante la difficoltà nel processo di *scoring* creditizio, e la necessità di accantonare nuovo capitale nell'ambito della vigilanza prudenziale. Il modello in questione, basato sulla cessione a terzi del rischio di controparte riveniente dalla creazione di nuovi impieghi, è stato uno dei driver che negli anni precedenti aveva costituito il modello di Banca Universale.

Quando il mercato degli ABS ha interrotto il proprio funzionamento, quindi, la Federal Reserve ha creato la TALF nell'ottica di ovviare alla mancanza di domanda, facendosi controparte stessa degli istituti di credito, e finanziando tale operazione con la creazione di riserve bancarie (e quindi di base monetaria). Oltre alla TALF sono state lanciate ulteriori *facility* riservate alle banche statunitensi, ed è scomparsa la vecchia divisione tra banche d'investimento (che avevano una regolazione più labile) e banche commerciali. Le banche d'investimento adesso rispondono completamente del loro operato alla Federal Reserve, e possono prender parte a tutte le operazioni di finanziamento con contropartita la stessa Banca Centrale, avendo assunto lo status di *primary dealer*.

Dal momento in cui la Federal Reserve ha lanciato la TALF, si è registrato un timido recupero nelle emissioni delle *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP), e sono aumentati gli scambi sul mercato secondario, favorendo un recupero nell'*Amount Outstanding* (grafico 8).

**Grafico 8: US COMMERCIAL PAPER - ASSET BACKED**



Source: Thomson Datastream

Le *Commercial Papers* (CP) sono strumenti molto importanti per il mercato del credito statunitense, in quanto diffusamente utilizzati dalle piccole e medie imprese come canale alternativo di finanziamento rispetto a quello bancario. Le imprese dimensionalmente più rilevanti riescono a coprire le necessità di funzionamento direttamente sui mercati finanziari, grazie alle emissioni di obbligazioni e di vari strumenti ibridi di partecipazione, mentre per le PMI le CP rappresentano praticamente l'unica alternativa al canale bancario.

Le ABCP, ovvero le CP garantite da attività terze (*collateralization*), rappresentano un canale importante di finanziamento per gli istituti di credito, che spesso le emettono per liberare capitale (e quindi costruendo patrimoni separati, tramite SPV - *Special Purpose Vehicle*), o per consegnare direttamente alle Banche Centrali nelle operazioni di rifinanziamento.

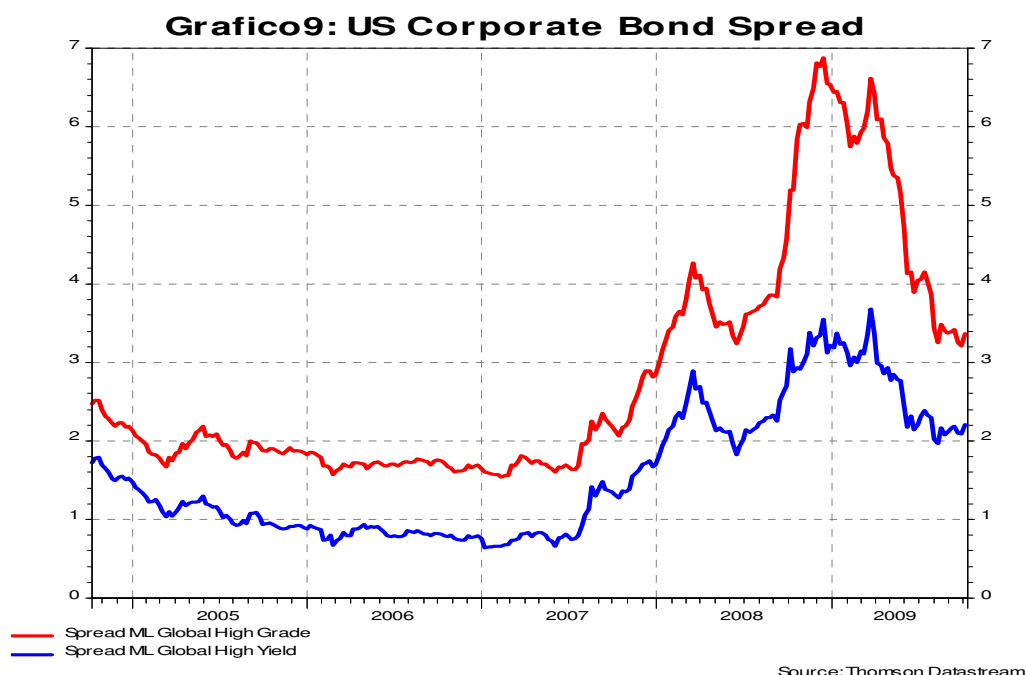
La ripresa nelle emissioni di ABCP e di altro tipo di carta commerciale, ha rappresentato un volano importante per molti segmenti del mercato del credito, e indirettamente ha condizionato le funzioni di avversione al rischio degli operatori in senso favorevole. L'intervento diretto delle Banche Centrali, però, in questo senso potrebbe aver creato *moral hazard*.

Oltre alla FED, altre Banche Centrali hanno lanciato *facility* operative, nel tentativo di fornire nuovi stimoli all'economia, e di riavviare il *credit channel*. Citiamo in tal senso l'APF (*Asset Purchase Facility*) della Bank of England, lanciata nel gennaio di quest'anno. L'APF prevede l'acquisto a pronti e la relativa riconsegna a termine di *commercial papers*, che anche nel Regno Unito risultavano essere prosciugate.

L'influenza di questi strumenti sul mercato è stata determinante: da un lato ha letteralmente dato nuova vita a segmenti completamente inariditi, dall'altro ha fornito un formidabile volano per i corsi di tutti i titoli di debito più o meno ingessati, grazie agli effetti correlazione ma anche all'aumentata liquidità presente nel sistema finanziario, che è confluita copiosa sul mercato del credito.

Le conseguenze delle manovre di Politica Monetaria sono già state illustrate in precedenza; un rapido decremento degli *spread* creditizi, specie nel segmento *Investment*

Grade (dove si sono riportati sui livelli pre-crisi, vedasi grafico 9), e un incremento nelle emissioni sul mercato primario.



Le emissioni sul mercato primario hanno sperimentato dinamiche molto positive a partire dal secondo trimestre del 2009. Prendendo come riferimento il mercato statunitense, da inizio anno il valore totale ha ampiamente superato quello dell'intero 2008, pari a 991,22MLD\$ (vedasi tabella 3). Hanno contribuito in maniera decisiva al risultato i segmenti *High Yield* (dove il volume è praticamente triplicato), e le *Agency* (grazie alla nazionalizzazione di Freddie Mac e Fannie Mae operata nel settembre del 2008).

tabella 3: US Credit Market

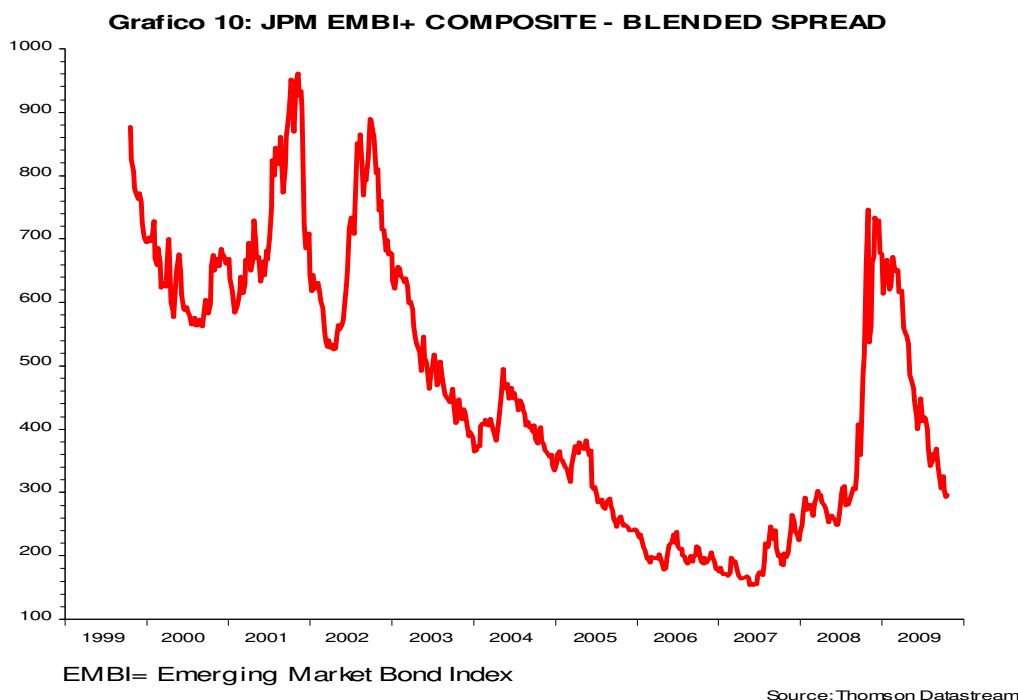
<b>MERCATO DEL CREDITO STATUNITENSE - EMISSIONI</b>			
segmento	2009 YTD	2008 YTD	2008 TOT
Industriale	233,65	149,013	201,239
Finanziario	115,80	234,126	235,404
Utility	33,42	34,227	45,927
Yankee Bond	177,41	102,2	108,3
Sovereign	54,97	24,442	26,442
Em countries	3,70	7,485	7,485
High Yield	97,37	35,991	37,298
Agency	477,37	208,7	329,127
<b>Totale</b>	<b>1.193,70</b>	<b>796,18</b>	<b>991,22</b>

Fonte: IFR - dati in MLD\$ al 30/09/09

Le condizioni di *funding* eccezionalmente positive sono state ben sfruttate dalla maggior parte delle imprese di rilevanti dimensioni, grazie alla loro capacità di affacciarsi autonomamente sul mercato primario, dipendendo in misura minore dal canale bancario.

Il contemporaneo abbassamento nei tassi di mercato e degli *spread* creditizi ha permesso atteggiamenti opportunistici: una maggiore copertura finanziaria, un incremento nelle fonti di approvvigionamento, e un costo della raccolta inferiore rispetto a pochi mesi prima. Dall'altro lato, sia gli Investitori Istituzionali che i privati risparmiatori sono stati ben contenti di sottoscrivere tali classe di attivo, che ancora erano in grado di offrire rendimenti nominali competitivi, a fronte di livelli molto sacrificati per i Bond Governativi, specie a breve scadenza.

Considerazioni analoghe si possono fare per il segmento *Sovereign Emerging Markets*: in questo caso ha contribuito in maniera decisiva a far diminuire i differenziali di rendimento anche l'aspetto valutario. Come vedremo nel prossimo paragrafo, l'apprezzamento delle valute ad alto rendimento e delle *commodity currencies* ha aumentato la domanda di Bond governativi denominati in tale valute, spingendo al rialzo i relativi corsi. Nel Grafico 10 è proposto l'andamento dello spread per l'indice composito JPM Embi+ che racchiude i principali paesi emergenti.



#### 4 – Tassi di cambio

In linea con l'andamento delle attività rischiose, i principali tassi di cambio hanno sperimentato periodi di elevata volatilità nel corso della crisi. Nella prima fase si è assistito ad un deprezzamento delle valute ad alto rendimento, correlate positivamente con la preferenze per il rischio da parte degli investitori, mentre nel corso del 2009 si è registrata un'inversione di tendenza molto marcata. Per quanto riguarda le principali divise (*major currencies*), i movimenti sono stati meno volatili.

tabella 4: cambi contro Euro

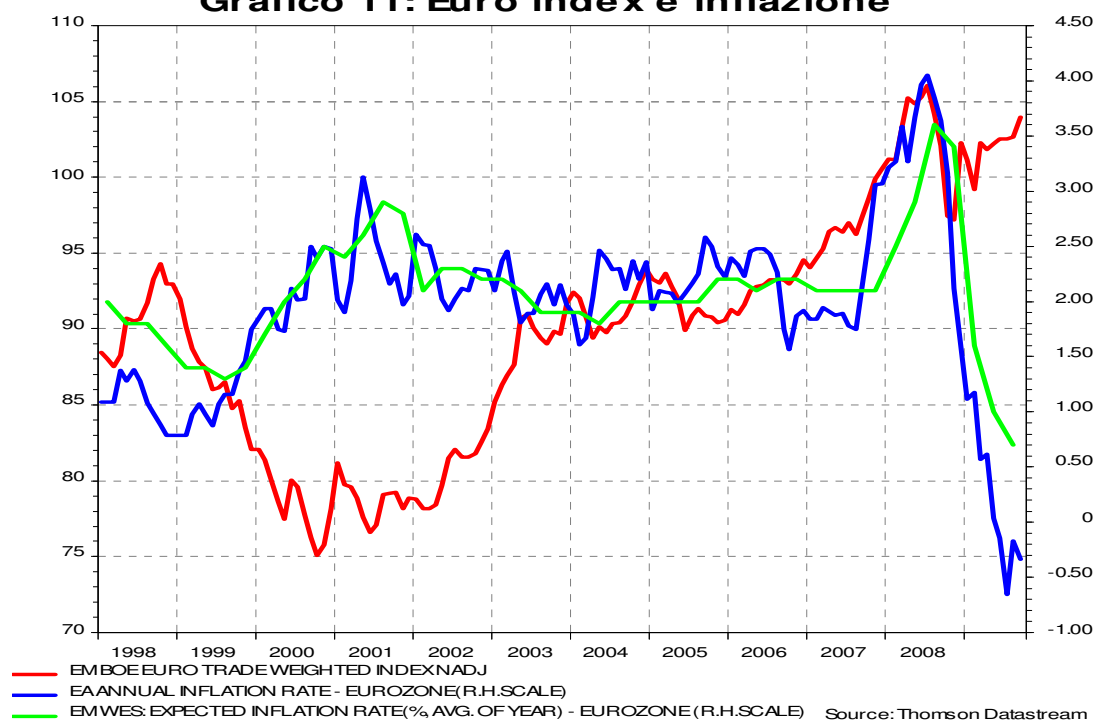
<b>PRINCIPALI TASSI DI CAMBIO CONTRO EURO</b>			
	20/10/2009	31/12/2008	31/12/2007
Dollaro Canadese	1,56695	1,716	1,443
Corona Danese	7,44345	7,44325	7,4565
Fiorino Ungherese	264,24	265,875	252,8
Yen Giapponese	135,5404	126,008	163,3329
Corona Norvegese	8,33965	9,73325	7,93875
Rand Sudafricano	10,982	12,851	9,99215
Leu Rumeno	4,2945	4,033	3,5886
Franco Svizzero	1,51275	1,47955	1,65525
Corona Svedese	10,37065	10,9925	9,4495
<b>Special Drawing Rights (IMF)</b>	<b>0,9363</b>	<b>0,90575</b>	<b>0,92775</b>
Lira Turca	2,1781	2,14555	1,71385
Sterlina UK	0,9086	0,96685	0,73445
Dollaro USA	1,4943	1,39005	1,46205

Fonte: Reuters

La divisa unica europea ha conosciuto un generale apprezzamento negli ultimi anni, in particolar modo contro Dollaro USA e Sterlina UK, mentre è rimasto più contrastato l'andamento contro Franco Svizzero e Yen Giapponese, anche a causa di fattori esogeni (interventi diretti delle rispettive Banche Centrali). Il rafforzamento dell'€uro può essere inquadrato anche in un'ottica più allargata, sia a livello di tasso di cambio effettivo reale, che di *trade-weighted asset*. In entrambi i casi si trovano importanti giustificazioni economiche alle tendenze evidenziate nel passato.

L'€uro si è apprezzato contro le principali valute seguendo i dettami della teoria della parità del potere d'acquisto (PPP, *Purchasing Power Parity*), la quale nel lungo periodo ipotizza i differenziali nel tasso di inflazione come determinante "prima" dei tassi di cambio nominali. La Banca Centrale Europea si è costruita una solida reputazione sul fronte della lotta all'inflazione, e grazie a questo nel corso degli ultimi anni le aspettative degli agenti economici sono rimaste per lo più ancorate al target ufficiale del 2,0%. Questo *status*, che è stato accompagnato da un andamento moderato e poco volatile dei prezzi al consumo per la maggior parte del periodo pre-crisi, ha favorito un graduale apprezzamento a partire dalla seconda metà del 2001 (vedasi grafico 11).

**Grafico 11: Euro index e inflazione**



Ma anche altri fattori macroeconomici hanno favorito tali tendenze, tra cui il più importante è il sostanziale equilibrio nel Saldo di Parte Corrente, con una costante copertura del fabbisogno finanziario tramite i flussi di investimento provenienti dall'estero (*Foreign Direct Investment, FDI*).

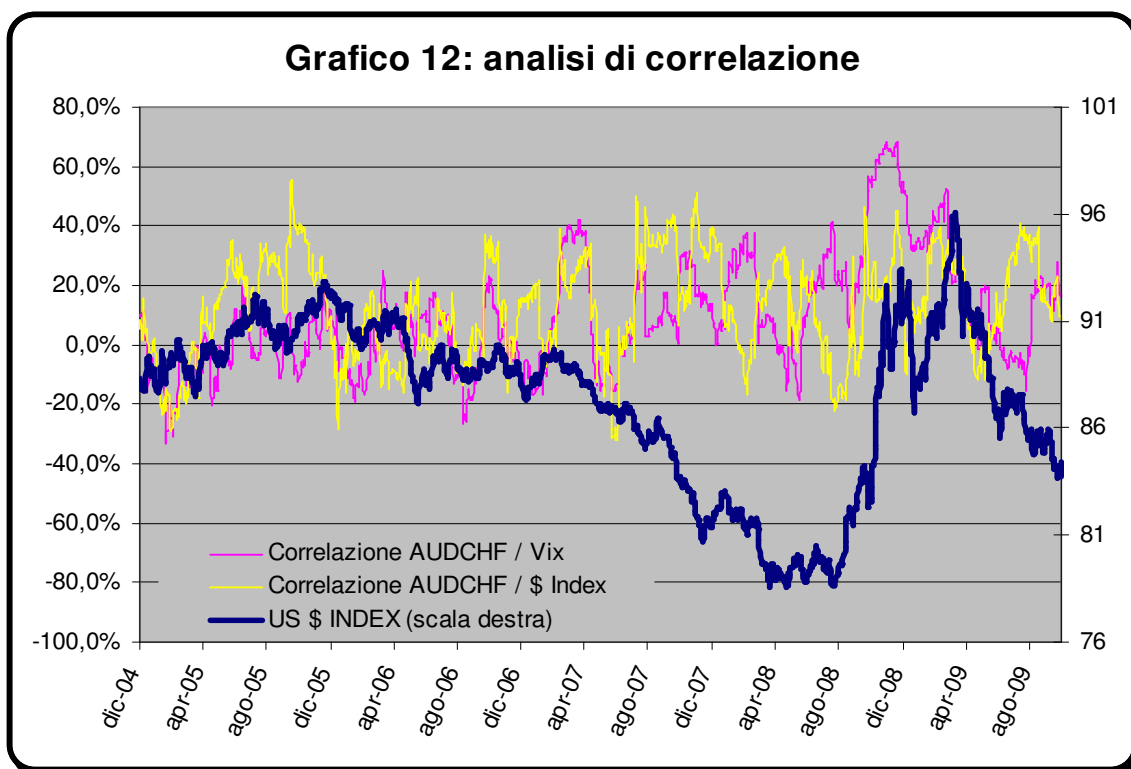
Per quanto riguarda i tassi di cambio nominale, come citato precedentemente le valute più deludenti sono state il Dollaro USA e la Sterlina UK. Mentre nel primo caso si registra un andamento negativo di lungo periodo, per la Sterlina la maggior parte del deprezzamento ha avuto luogo durante la crisi, a partire dalla seconda metà del 2007. Entrambi i paesi presentano forti sbilanci nei conti con l'estero, più persistenti nel passato per gli USA, ed adesso in attenuazione, mentre nel Regno Unito si è avuto un deterioramento solo negli ultimi trimestri.

Sotto il profilo politico, il deprezzamento del Dollaro USA prima, e della Sterlina UK successivamente, non è stato contrastato, ma anzi in un certo qual modo favorito dal *modus operandi* di Banche Centrali e Governi. La causa del male (lo squilibrio con

l'estero) viene infatti paradossalmente risolta in maniera endogena (il deprezzamento nominale delle valute nel tempo favorisce un riequilibrio dei conti con l'estero grazie all'incremento delle esportazioni).

Secondo alcuni operatori, i movimenti degli ultimi mesi evidenziati dal Dollaro USA contro le principali valute (considerando i tassi di cambio nominali), sarebbero stati determinati dal grado di avversione/propensione al rischio da parte degli operatori. Nei momenti di forte propensione al rischio, quindi, il Dollaro USA tenderebbe a deprezzarsi, mentre nei momenti di avversione al rischio si verificherebbe una tendenza opposta. Questo spiegherebbe i movimenti del *Dollar Index*, un indice calcolato da Jp Morgan e costruito pesando i tassi di cambio con i sei principali *partner* commerciali che adottano una regime di cambio flessibile (Euro, Sterlina UK, Franco Svizzero, Yen Giapponese, Corona Svedese, Dollaro Canadese). Se si effettuano analisi di correlazione su alcune variabili, non vi è un'evidenza statistica di tale relazione, e comunque si tratta di una regressione spuria. Le dinamiche del *Dollar Index* e dell'indice che misura la volatilità delle opzioni con sottostante l'indice azionario statunitense S&P/500 (*Vix*), ad esempio sembrerebbero graficamente manifestare una relazione di qualche tipo, e lo stesso vale per alcune ulteriori *proxy* per l'avversione al rischio globale, quali il tasso di cambio Franco Svizzero/Dollaro Australiano (valute rispettivamente *risk-adverse* e *risk-loving*).

Ma le analisi di correlazione mostrano un andamento ambiguo di queste *risk aversion proxy*, che tendono a muoversi in maniera erratica nel corso del tempo, senza fornire evidenze stabili e statisticamente significative (grafico 12).



Il deprezzamento del Dollaro USA, come illustrato precedentemente, ha radici esclusivamente reali, mentre da un punto di vista finanziario l'influenza è ambigua, e dettata da elementi esterni alla propensione/avversione al rischio degli operatori. Tali elementi, ad esempio, sono individuabili nell'acquisto di *agency debt* da parte di *Sovereign Wealth Funds* e grandi investitori asiatici, oppure nella movimentazione delle riserve valutarie e nelle altre operazioni di sterilizzazione da parte delle Banche Centrali che hanno un cambio ancorato al Dollaro USA (*currency peg*).

Gli interventi operati sul mercato aperto da parte della Bank of Japan e della Suisse National Bank hanno evitato un forte apprezzamento delle rispettive divise nel corso della crisi. La Banca Centrale svizzera è stata la più esplicita, fornendo un chiaro livello (1,5000) oltre il quale non gradisce un ulteriore apprezzamento del Franco contro Euro, e che si impegna a rispettare con la vendita a pronti di Franchi direttamente sul mercato. Queste dinamiche hanno inficiato le libere fluttuazioni dei tassi di cambio, in particolar modo dei rapporti Dollaro USA/Yen ed Euro/Franco Svizzero.

Sul fronte delle divise emergenti, si è registrata una forte correlazione con le attività rischiose: nelle fasi di debolezza dei listini azionari, tali valute tendevano a deprezzarsi, e viceversa. In un orizzonte temporale più esteso, però, si è assistito ad una certa divergenza, anche essa in linea con i dettami della teoria economica e con l'analisi di correlazione precedentemente illustrata.

Le valute espressione di paesi con *surplus* costanti di Parte Corrente e con adeguati flussi di portafoglio (*portfolio inflow*), hanno manifestato una naturale tenuta contro le divise dei propri *partner* commerciali. Di contro, i paesi che sperimentavano un costante Saldo negativo con l'estero, oppure laddove si sono registrati aumenti notevoli degli indici di prezzo (deflatore del Pil, indice dei prezzi al consumo), i tassi di cambio hanno riflesso tali tendenze.

Il trend rialzista delle materie prime ha favorito le *commodity currencies*. L'aumento dei prezzi dei prodotti esportati, infatti, ha contribuito in maniera naturale a migliorare il Saldo della Bilancia Commerciale e, in taluni casi, ad incrementare i FDI.

La relazione tra i flussi di portafoglio e l'andamento della divisa è di difficile valutazione: nel processo decisionale degli investitori, la determinante più importante nelle scelte di portafoglio non è il rendimento passato della divisa ma bensì quello atteso. Non sono sufficienti quindi le dinamiche dei tassi guida (che forniscono il rendimento lordo delle operazioni direzionali sulle divise), per spiegare i FDI, che risentono di determinanti più complesse legate alle prospettive reddituali dei fattori produttivi (capitale e lavoro).

Tabella 5: tendenze valutarie

	variazione percentuale indice JPM	
	dal 30/06/07	dal 31/12/02
<b>Peso argentino</b>	<b>55,8%</b>	<b>-35,8%</b>
<b>Dollaro Australiano</b>	<b>-27,9%</b>	<b>38,7%</b>
<b>Real Brasiliano</b>	<b>-43,6%</b>	<b>77,3%</b>
<b>Dollaro Canadese</b>	<b>-29,6%</b>	<b>42,1%</b>
<b>Yuan cinese</b>	<b>-3,1%</b>	<b>3,2%</b>
<b>Corona ceca</b>	<b>-22,8%</b>	<b>29,5%</b>
<b>Corona danese</b>	<b>-9,8%</b>	<b>10,9%</b>
<b>Sterlina egiziana</b>	<b>45,6%</b>	<b>-31,3%</b>
<b>Euro</b>	<b>-18,5%</b>	<b>22,7%</b>
<b>Fiorino ungherese</b>	<b>4,5%</b>	<b>-4,3%</b>
<b>Rupia indiana</b>	<b>15,6%</b>	<b>-13,5%</b>
<b>Yen giapponese</b>	<b>-12,4%</b>	<b>14,1%</b>
<b>Won coreano</b>	<b>18,4%</b>	<b>-15,5%</b>
<b>Peso messicano</b>	<b>34,8%</b>	<b>-25,8%</b>
<b>Dollaro neozelandese</b>	<b>-12,5%</b>	<b>14,3%</b>
<b>Corona norvegese</b>	<b>2,1%</b>	<b>-2,1%</b>
<b>Zloty polacco</b>	<b>-2,8%</b>	<b>2,9%</b>
<b>Leu rumeno</b>	<b>13,2%</b>	<b>-11,6%</b>
<b>Rublo russo</b>	<b>15,3%</b>	<b>-13,3%</b>
<b>Franco svizzero</b>	<b>-5,8%</b>	<b>6,2%</b>
<b>Corona svedese</b>	<b>1,8%</b>	<b>-1,8%</b>
<b>Rand sudafricano</b>	<b>5,4%</b>	<b>-5,1%</b>
<b>Lira turca</b>	<b>12,1%</b>	<b>-10,8%</b>
<b>Sterlina UK</b>	<b>25,3%</b>	<b>-20,2%</b>
<b>Dollaro USA</b>	<b>22,2%</b>	<b>-18,2%</b>

note: indici Jp Morgan *trade weighted*

## 5 - I mercati delle materie prime

I mercati che verranno analizzati nel presente paragrafo sono limitati alle *commodity* Energetiche e ai Metalli industriali. Restano pertanto esclusi i metalli preziosi e gli Agriculturals.

### • Energy

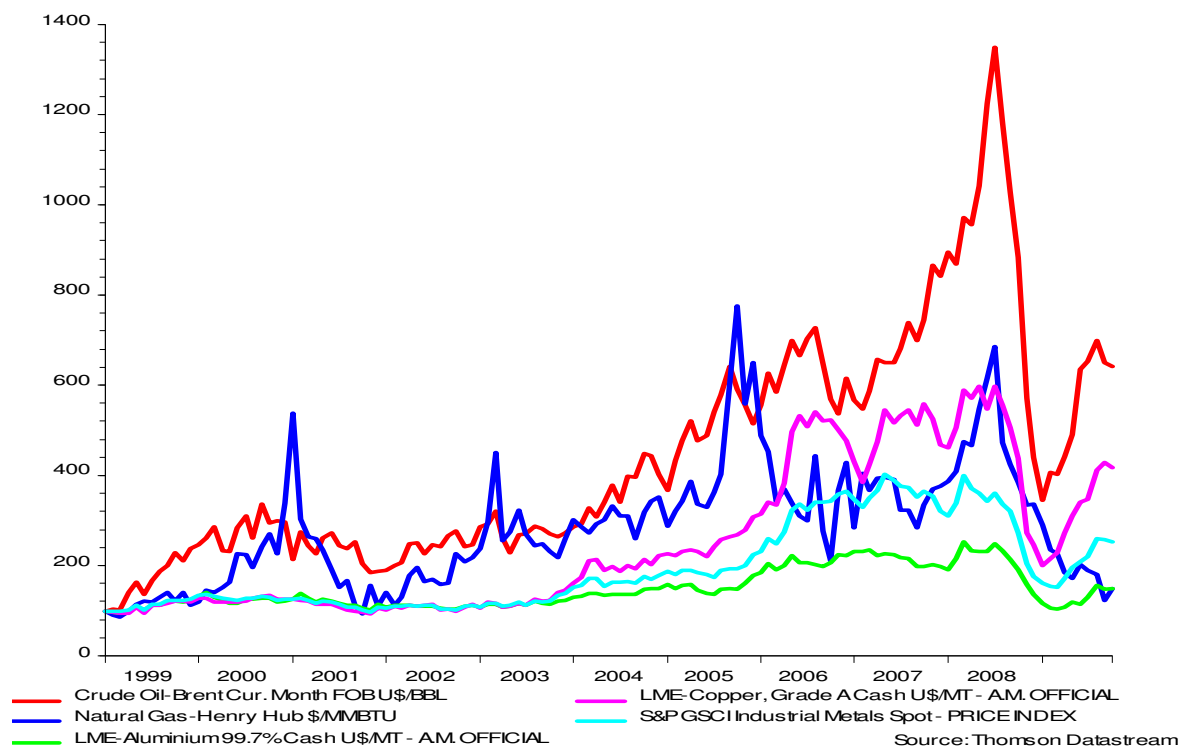
In questa sezione del rapporto vengono analizzati i mercati petroliferi e del Gas Naturale.

L'andamento dei mercati ha riflesso nel recente passato l'incremento eccezionale dei prezzi delle materie prime e gli eccessi dei mercati finanziari in generale. Questo è stato quasi esclusivamente dovuto a fattori esterni al mercato fisico delle *commodity* in oggetto.

#### Il prezzo del petrolio.

Nell'ultimo anno i movimenti di prezzo sono stati caratterizzati da una rapida crescita accompagnata da un aumento della volatilità, prima del brusco e repentino decremento legato al crollo dei mercati finanziari legati alla crisi di fine 2008. E' essenziale però riconoscere che questi movimenti si sono accompagnati a dinamiche analoghe osservate in tutti gruppi di *commodity*, siano essi prezzi dell'energia, metalli e prodotti agricoli (vedasi grafico 1).

**Grafico 1: Prezzi in dollari ribasati di Petrolio, Gas e Metalli Industriali**



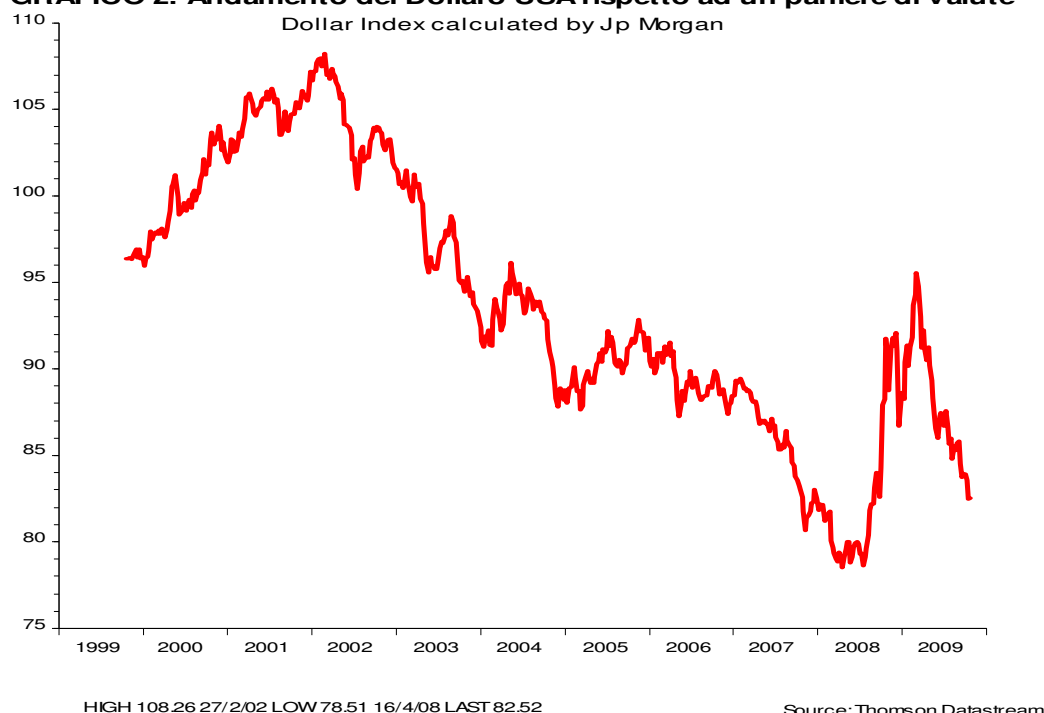
I prezzi del petrolio sono stati relativamente bassi per la maggior parte degli anni ottanta e novanta. Questo ha avuto un impatto drammatico sull'industria petrolifera, implicando bassi livelli di investimento e di ricerca e sviluppo. L'OPEC segnala nel proprio rapporto annuale che il maggior impatto negativo sia stato sull'attrattività dell'industria petrolifera per la manodopera qualificata di ogni livello. I prezzi bassi di questi anni si sono quindi rivelati un male per i produttori ma, in definitiva, anche per i consumatori, i quali si sono infine trovati alle prese con una industria non più in grado di processare con la necessaria efficacia un ammontare di materia fossile sufficiente a soddisfare la loro domanda.

Infatti, all'inizio del nuovo secolo l'industria si è ritrovata a dover fronteggiare una crescita globale molto accentuata. Essa era impreparata al conseguente incremento eccezionale nella domanda energetica e tutto questo si è anche accompagnato con una aumentata incidenza di interruzioni nelle forniture a seguito di catastrofi naturali negli USA.

In questo periodo (ultimi dieci anni) i mercati, grazie all'incremento della produzione da parte dei paesi OPEC e non, non intravedevano motivi per pensare ad una carenza nelle capacità di estrazione e negli stock disponibili nei paesi OCSE. I motivi di un rialzo così forte dei prezzi, come quello evidenziato prima della crisi, sono da ricercare pertanto altrove rispetto alle mere dinamiche della domanda ed offerta.

Il primo elemento importante è da mettere in relazione all'andamento del dollaro rispetto alle altre valute. Come si vede dal grafico 2, il dollaro si è quasi costantemente deprezzato a partire dal gennaio 2002. Solo recentemente si è assistito ad un recupero, in parte vanificato a partire da marzo dell'anno in corso.

**GRAFICO 2: Andamento del Dollaro USA rispetto ad un paniere di valute**



Un altro elemento trascinante per i prezzi del petrolio è dato dal ruolo dei mercati Future e non regolamentati (*Over The Counter*, OTC). Il commercio in barili fittizi si è espanso drammaticamente negli anni recenti. Per esempio, il rapporto tra il numero di barili scambiati sul *New York Mercantile Exchange* (NYMEX) rispetto a quelli realmente (fisicamente) consegnati è aumentato esponenzialmente negli ultimi cinque anni. Nel 2003, per ogni barile scambiato fisicamente venivano scambiati 6 barili "cartacei". Oggi questo rapporto è arrivato a 18, triplicandosi.

Tale rapporto è ancora superiore considerando i mercati future di Londra e di Singapore, il mercato non regolamentato di Atlanta così come le transazioni OTC, il *trading* sugli indici e sui prodotti derivati.

Le Attività allocate sull'*Index Trading* di *commodity* sono passate da circa 13 miliardi di dollari nel 2003 a 260 nel marzo 2008. Il petrolio ed altre materie prime sono diventate attività finanziarie molto attraenti per gli investitori, che volevano diversificare il proprio portafoglio ed aumentarne i rendimenti, creando pressioni fortissime al rialzo dei prezzi. Il prezzo del paniere base del greggio OPEC è passato da 28 dollari al barile nel 2003 a più di 130 dollari al barile nel giugno 2008.

Vari elementi di *consensus*, la stessa OPEC, e l' IEA (*International Energy Agency*) pongono attualmente i propri "reference case" con un prezzo al barile tra i 70 ed i 90 dollari da qui al 2030.

### **I fattori che influenzano il consumo di greggio.**

In questa sezione vengono presi in esame i principali fattori che influenzano il prezzo del greggio al fine di porre solide basi intorno sulle quali esaminare, nei rapporti a venire, le fasi congiunturali ed i movimenti tendenziali.

#### **La Domanda di Energia.**

##### **La crescita economica.**

Uno dei fattori principali che impattano sulla crescita economica mondiale è ovviamente la crescita della popolazione. La popolazione mondiale crescerà di circa l'1% annuo nei prossimi anni. Nel 2030 è attesa una popolazione mondiale di circa 8,2 miliardi di persone, ed il 94% di questa crescita sarà determinata dai paesi in via di sviluppo. I tassi di crescita saranno addirittura negativi per i paesi dell'Europa occidentale e per i paesi dell'area del pacifico appartenenti all'OCSE (Giappone).

Sono poi da considerare i cambiamenti che interverranno nella struttura della popolazione per gruppi di età, che influenza ovviamente sia le possibilità di crescita economica potenziale che le prospettive di domanda energetica. In queste aree il trend negativo legato alla popolazione economicamente attiva sarà ancora maggiore di quello della popolazione totale.

Tutti gli scenari di localizzazione della popolazione da parte di organizzazioni come OCSE, Banca Mondiale, OPEC e IEA, prevedono inoltre uno spostamento ulteriore della popolazione verso le aree urbane, soprattutto nei paesi in via di sviluppo. Nel 2030 una mediana dei casi di riferimento delle 4 organizzazioni citate pone il 59% della popolazione mondiale in aree urbane, contro un 48% del 2006. Nel 1970 la popolazione residente nelle aree urbane rappresentava solo un terzo della intera popolazione mondiale.

I trend citati hanno un grande impatto sulla domanda futura di energia, in particolare per le necessità di accesso a moderne forme di distribuzione, per le necessità di trasporto privato e pubblico, per le necessità di espansione di infrastrutture e per le necessità di politiche che aiutino a ridurre gli effetti di tutto questo sull'inquinamento urbano ed extra.

##### **Produttività.**

Due fattori operano in senso contrario sulla produttività totale e sulla sue potenzialità di sviluppo. Da un lato la robustezza della crescita, trainata da economie in forte sviluppo e le conseguenti necessità di olio combustibile (questi sono fattori che invitano a considerare un incremento nei prezzi dei beni petroliferi), dall'altra proprio questo incremento dei prezzi potrebbe rappresentare un freno alla crescita stessa.

Per i paesi OCSE la crescita di produttività per anno dovrebbe diminuire dal 2,0% all'1,5%. Mentre i paesi in via di sviluppo, a causa della continua globalizzazione e dell'aumento del commercio internazionale, dell'aumento dei flussi di capitale verso queste aree, dovrebbero essere protagonisti di crescite annuali ben maggiori che dovrebbero portare la crescita mondiale ad una media del 3,5% annuo. Il peso del Prodotto Interno Lordo dell'area Asiatica in via di sviluppo passerebbe, secondo queste proiezioni, da un 10% del Pil mondiale di 30 anni fa ad un 30% del 2007 fino ad arrivare ad un 44% nel 2030.

##### **Politiche Energetiche e Tecnologiche.**

Un fattore importante per studiare i casi di riferimento è capire come le politiche e le tecnologie possano evolvere nel tempo. Alla fine del 2007 l'*US Energy Security and Independence Act* (ESIA) ha incrementato significativamente gli standard di efficienza richiesti per gli autoveicoli, imponendo una efficienza minima da ottenere entro il 2020, cercando inoltre di dare nuovo impulso all'utilizzo dei biocarburanti. Nel frattempo l'Unione Europea ha adottato il Piano di Azione Energetico (*Energy Action Plan*) nel 2007 che

punta a tre obiettivi: il miglioramento della sicurezza nelle forniture energetiche, l'assicurazione relativa alla competitività delle economie Europee e la disponibilità di fonti energetiche ad un prezzo accettabile, promuovendone però la sostenibilità ambientale.

Gli obiettivi di riduzione nelle emissioni di gas serra e di peso delle fonti energetiche rinnovabili sono ambiziosi arrivando a definire una quota del 20% di produzione energetica da fonti rinnovabili ed un 10% di utilizzo di biocarburanti per il trasporto su strada. E' piuttosto arduo capire quanto queste proposte in parte ancora da attuare siano da ritenersi attendibili. È comunque vero che è difficile che questi annunci di politica energetica siano senza impatto e che non abbiano comunque conseguenze sulla domanda di petrolio. Nei più recenti rapporti OPEC si ritiene che questi eventi abbiano un significativo impatto sulla domanda di carburanti ottenuti dal petrolio.

I target annunciati sui biocarburanti sono difficilmente raggiungibili in quanto non sono in vista delle nuove soluzioni tecnologiche che ne permettano la produzione in modo molto più efficiente dell'attuale.

### ***L'offerta di Energia.***

L'offerta di energia primaria è coperta soprattutto da combustibili fossili: carbone, gas e petrolio. La parte non fossile è rappresentata da nucleare, idro, biomasse ed altre fonti rinnovabili come eolico e solare.

L'offerta di energia aumenta in media di 1,7% all'anno nei casi di riferimento dell'OPEC che, in pratica, significa un aumento dell'offerta di energia del 50% tra il 2006 ed il 2030. I combustibili fossili continueranno a soddisfare la maggior parte del fabbisogno, con una quota superiore all'85%. Il petrolio in questo ambito continuerà ad essere il maggior contributore con una quota sul totale che passerà dal 37% al 33%. Il gas naturale dovrebbe aumentare la propria quota ed avvicinarsi a quella del carbone.

Il contributo totale dei non fossili – nucleare, idro, biomasse e altre fonti rinnovabili – crescerà, ma dato il valore di partenza estremamente basso, comunque la loro espansione e quota per il 2010 sarà comunque appena superiore al 10%, arrivando a sfiorare il 15% intorno al 2030.

Le questioni legate ai cambiamenti del clima, combinate con le preoccupazioni sulla sicurezza delle forniture stanno, in alcune regioni, rinnovando l'interesse per l'energia nucleare. Tale espansione, seppure attesa, è però spesso limitata da diversi fattori come i costi di investimento molto elevati, le preoccupazioni sulla sicurezza, e le questioni sullo smaltimento delle scorie, così come la accettazione da parte della opinione pubblica. La generazione con idro è pressoché limitata, per quanto concerne i grandi impianti, ai paesi in via di sviluppo. Spesso in questo ultimo caso il vero freno allo sviluppo è legato al rischio politico insito in certe zone nelle quali non vi sono le sufficienti risorse finanziarie per gli investimenti necessari.

### **Carbone**

Circa due terzi delle riserve di carbone ed il consumo dello stesso è in quattro paesi, gli Stati Uniti, la Federazione Russa, la Cina e l'India. La Cina è il massimo consumatore mondiale, mentre gli Stati Uniti sono il massimo detentore di riserve (29% del totale). Il consumo di carbone è aumentato rapidamente negli anni recenti con un incremento medio nel quinquennio 2002-2007 pari al 6% annuo. Il 70% del carbone viene usato per la generazione di energia elettrica. Attualmente il rapporto tra riserve e consumo annuo è di circa 133 anni, dando sicuramente spazio ad una ulteriore crescita nell'utilizzo di questa sorgente energetica.

In Cina, abbiamo detto il principale consumatore, il consumo per generazione di energia sta declinando rispetto alla crescita del Prodotto Interno Lordo, ma nell'ultimo quinquennio è nuovamente cresciuto in senso assoluto per via dell'incremento del suo utilizzo in ambito industriale.

L'intensità nell'utilizzo del carbone nelle altre realtà emergenti si è mantenuto costante nel corso degli ultimi anni. Altrove il tipo di utilizzo è più vario. In Europa è predominante il suo utilizzo per la produzione di energia elettrica, anche se questo è diminuito progressivamente partendo da un 76% negli anni '60 ed arrivando ad un 33% scarso nel 2005. In Nord America il carbone continua ad essere il combustibile scelto per la generazione di elettricità, nella quale viene impiegato il 90% del carbone utilizzato a livello generale. Anche qui ci sono segnali di una sua riduzione in questo utilizzo.

Lo scenario di riferimento vede il 76% delle riserve mondiali in paesi membri OPEC e Russia. Il più grande consumatore è rappresentato dagli Stati Uniti, con quasi 600 milioni di tonnellate Olio-equivalenti. Il secondo consumatore è la Russia. La crescita dei consumi di gas è limitata dalla crescita costante dei prezzi. Questa crescita dei prezzi non è più considerata socialmente accettabile.

L'utilizzo di gas naturale nei paesi in via di sviluppo è cresciuta molto più della crescita del loro Pil negli ultimi quarant'anni. Ci sono segnali di un rallentamento di questa crescita. Ciononostante la domanda di gas in questi paesi continuerà ad essere molto forte, intorno al 4% annuo fino al 2030. Negli altri paesi i tassi di crescita nell'utilizzo del gas naturale benché forti sono destinati a ridursi considerevolmente.

### **Nucleare**

La capacità di generazione nucleare è cresciuta da un gigawatt nel 1960 a 297 nel 1987, ma il favore per questa forma di generazione è diminuito considerevolmente a seguito degli eventi di Three Miles Island e di Chernobyl, così come per i grandi costi di investimento iniziali. La stagnazione è stata maggiormente evidente nei paesi OCSE mentre la capacità di generazione nucleare si è espansa in Est Europa ed Asia. Oggi c'è un rinnovato interesse a causa soprattutto delle ricadute di nuovi sviluppi tecnologici. Le caratteristiche di una nuova generazione di reattori nucleari, che ora sono più efficienti di quelli convenzionali, possono risolvere alcune delle questioni di sicurezza. Ad oggi ci sono più di 30 nuovi reattori nucleari in costruzione e ci sono nuove politiche a supporto di questo tipo di energia, soprattutto nei paesi in via di sviluppo e di alcune nazioni industrializzate. La capacità produttiva nel settore nucleare è stimata intorno all'1,4% di qui al 2030.

### **Idro**

La capacità idro non è verosimilmente in grado di essere estesa nei paesi sviluppati in quanto già parecchio sfruttata. C'è grande interesse per i piccoli impianti che sfruttano salti minori. Solo in paesi in via di sviluppo e del terzo mondo rimangono potenzialità non sfruttate per grandi impianti che però sono condizionate al reperimento di importanti risorse finanziarie ed alla costruzione di infrastrutture di trasporto che spesso debbono attraversare regioni dalla forte instabilità politica.

### **Biomasse**

Le fonti energetiche da biomassa sono critiche per importanza nei paesi in via di sviluppo. Per quanto concerne le moderne forme di sfruttamento di biomasse il loro uso per la generazione elettrica è crescente soprattutto nei paesi sviluppati. Questo utilizzo è previsto cresca del 4% annuo, mentre i biocarburanti dovrebbero crescere ad un tasso del 6% annuo. Non sono previste grandi innovazioni tecnologiche. Inoltre questa tecnologia subisce la pressione di per l'uso della terra ai fini di produzione di cibo. A seguito di ciò la crescita di *biofuel* legata a tecnologie di prima generazione è attesa in diminuzione nel lungo termine.

### **Altre fonti rinnovabili.**

Così come per il nucleare anche per le fonti rinnovabili le problematiche principali rimangono la sicurezza nell'approvvigionamento ed i cambiamenti climatici. Nei paesi industrializzati le fonti rinnovabili hanno già dato vita allo sviluppo di nuove industrie servizi per la pianificazione, la produzione, la gestione e la manutenzione di queste tipologie di

impianti. L'innovazione tecnologica ed il supporto di diversi governi hanno a loro volta generato nuova crescita in questo settore. Per poter incidere sul mix produttivo globale però, queste tecnologie hanno bisogno di mantenere alti tassi di sviluppo per molti anni prima di poter recitare un ruolo da protagonista. Gli alti costi delle energie rinnovabili rendono imprescindibili alti costi di sussidio pubblico e sostegno fiscale.

### **La Domanda di Petrolio**

La domanda di petrolio nello scenario base OPEC (molto simile a quello OCSE) si incrementerà di circa 29 milioni di barili/giorno entro il 2030, raggiungendo i 113 milioni di barili al giorno, con il sorpasso dei paesi in via di sviluppo sui paesi OCSE previsto intorno al 2025. Le Economie dei Paesi in Via di Sviluppo saranno il “*driver*” principale di questa ascesa della domanda, con il loro consumo che andrebbe a raddoppiarsi in questo arco temporale. Ciononostante il consumo procapite di questi paesi continuerà ad essere ben al di sotto di quello dei paesi OCSE, in un rapporto 1 a 5.

Il settore del trasporto sarà la sorgente principale di crescita per la domanda di petrolio e queste stime tengono conto dei miglioramenti nella efficienza di utilizzo dei veicoli imposte dalle nuove normative che sia negli USA ed in Europa che in alcuni paesi in Via di Sviluppo sono state emanate o stanno per esserlo.

### **Le previsioni di breve termine.**

Nel breve termine c'è un processo continuo di revisione verso il basso della domanda di petrolio, dovuta principalmente ai miglioramenti nella efficienza che vengono pubblicati rispetto alle precedenti valutazioni. Anche gli annunci di politica di trasporto ed emissioni sono prese in considerazione, ma nel medio-lungo periodo, questo processo non sarà sufficiente a compensare l'aumento di domanda legato alla crescita, stante le politiche prese in considerazione, a meno di nuovi protocolli e profili di emissioni da perseguire sia in ambito trasporto che industriale.

### **L'Offerta di Petrolio**

Le proiezioni a medio e lungo termine di disponibilità di petrolio sono basate su due diverse metodologie: quelle a medio tengono conto di circa 250 progetti di diverso tipo tesi ad aumentare le capacità produttive. Essi sono progetti per nuovi campi petroliferi e per una maggior efficienza nello sfruttamento dei campi esistenti. Per le previsioni di lungo periodo si tiene conto delle stime di nuovo sfruttamento possibile legato alle più recenti esplorazioni geologiche ed ai loro risultati.

Dal punto di vista dell'offerta è importante sottolineare come vengano anche prese in considerazione le potenzialità di combustibili sostitutivi del petrolio come le “Sabbie di bitume”, anche dette “*Oil Sands*” che sono sempre meglio sfruttabili e si trovano in grande quantità soprattutto in Canada e Venezuela. Si pensi che solo in questi due paesi si stima vi sia una quantità comparabile con l'intera quantità di riserve di Petrolio Convenzionale nel mondo.

Definendo pertanto le risorse petrolifere in generale come “risorse liquide” non si intravedono, al di là del breve periodo, grandi vincoli alla generazione dell'offerta necessaria a supportare una domanda crescente. La quota di petrolio non OPEC e di Oil non convenzionale è destinata a crescere fino ad arrivare a coprire più del 60% delle forniture e quindi riducendo il potere contrattuale del cartello OPEC.

### **Le previsioni a breve.**

Le proiezioni OPEC sono a metà strada tra quelle IEA e quelle DOE (*Department of Energy*) con il DOE decisamente più ottimista degli altri, e vedono per i prossimi due anni un aumento della offerta di petrolio da parte dei paesi non-OPEC ed una diminuzione conseguente di quella da parte dei paesi OPEC. Soprattutto dovrebbe aumentare l'offerta di petrolio Russo e della regione del mar Caspio. Questa aumentata disponibilità, unita ad una riduzione nel breve della domanda, dovrebbe contribuire a mantenere i prezzi del

Petrolio su livelli distanti dal picco ciclico del 2008, ed in particolare in un *range* compreso tra i 70\$ ed i 90\$ al barile.

### **La quantità di risorse disponibili**

#### **Le risorse non sono un problema.**

Tra i fattori cruciali al mantenimento di prezzi stabili, vi è la consapevolezza che le riserve di petrolio (ed equivalenti) siano veramente in grado di espandersi ancora e per quantità ingenti, in virtù delle nuove tecniche di esplorazione sempre più efficaci. Gli investimenti effettuati da paesi non Opec come il Canada, in infrastrutture in grado di sfruttare le sabbie e la crescita dei biocarburanti non pongono limiti dal lato delle riserve e quindi dal lato materia prima con un orizzonte ben oltre un secolo.

Le stime (*US Geological Survey* - USGS) sulle riserve di petrolio convenzionale evidenziano un incremento nell'aggregato, a causa di fattori come lo sviluppo tecnologico, il cambiamento delle economie, nuove esplorazioni particolarmente fruttuose e nuove tecniche di recupero dai campi esistenti. Le barriere sono state sempre più spostate in avanti. Le stime USGS sulla disponibilità sono praticamente raddoppiate dal 1980, da circa 1,700 miliardi di barili a più di 3,300 miliardi di barili. La produzione cumulata in questo periodo è cresciuta di meno di un terzo di questo incremento.

#### **Gli upstream investment**

Uno dei motivi spesso additati tra quelli più importanti per i crescenti prezzi petroliferi, e soprattutto dei carburanti, è la capacità di estrazione e trasporto (*upstream*) del greggio e la capacità di raffinazione e trasporto del prodotto semilavorato o finito (*downstream*). Gli investimenti lungo tutta la *supply chain* sono importanti. Essi comprendono l'esplorazione, lo sviluppo, la produzione, il trasporto via terra e mare, la raffinazione e distribuzione. Il mercato del petrolio oggi è globale, estremamente distribuito e con infrastrutture complesse. In questa sezione ci limitiamo ad alcune considerazioni circa gli investimenti "*upstream*". Le stime di necessità di investimento dal 2009 in poi sono aumentate ulteriormente nei rapporti OPEC e IEA rispetto a quanto assunto precedentemente e nonostante una domanda prevista inferiore per il greggio. Di qui al 2030 sono stimati una cifra intorno al tremila miliardi di dollari per poter "reggere" in termini di capacità, l'evoluzione della domanda. Il 42% di questa cifra sarà sostenuta dai paesi OCSE. Un fattore importante sul prezzo del greggio sarà il tasso al quale questi investimenti verranno effettuati e se quindi riusciranno ad essere sufficientemente anticipatori degli sviluppi nella domanda in modo da non generare restrizioni lungo la *supply chain* globale.

#### **Le emissioni di CO<sub>2</sub>**

Le restrizioni alle emissioni di CO<sub>2</sub> sono una potenziale fonte di vincoli all'utilizzo e sfruttamento del petrolio in ambito industriale e nell'industria dei trasporti. Il protocollo di Kyoto suddivide i paesi in due insiemi. Il primo (Annex 1) è composto largamente dai paesi industrializzati. Quest'ultimo insieme di paesi ancora nel 2030 avrà una quantità di emissioni di CO<sub>2</sub> procapite cinque volte superiori a quelle dei paesi in via di sviluppo. Il fatto quindi che, comunque, il mondo per ancora molto tempo abbia una prevalenza di combustibili fossili per le proprie necessità energetiche e con le imposizioni sulle emissioni dettate dalle leggi che via, via si stanno imponendo implica che debbano essere ricercate forme di riduzione dei gas serra e della CO<sub>2</sub> in particolare.

#### **Il contenimento attraverso la tecnologia CCS apre nuovi scenari.**

Con le previsioni sull'utilizzo di combustibili fossili ancora molto sostenute per alcune decine di anni ancora è critico riuscire ad assicurare che la crescita sia supportata dalla sostenibilità e quindi poggi sui tre pilastri fondamentali: sviluppo economico, progresso sociale e protezione ambientale. Queste considerazioni indicano comunque come siano da perseguire tutti gli sviluppi possibile verso delle tecnologie più pulite. A questo proposito l' IPCC (*Intergovernmental Panel of Climate Change*) ha identificato nel CCS

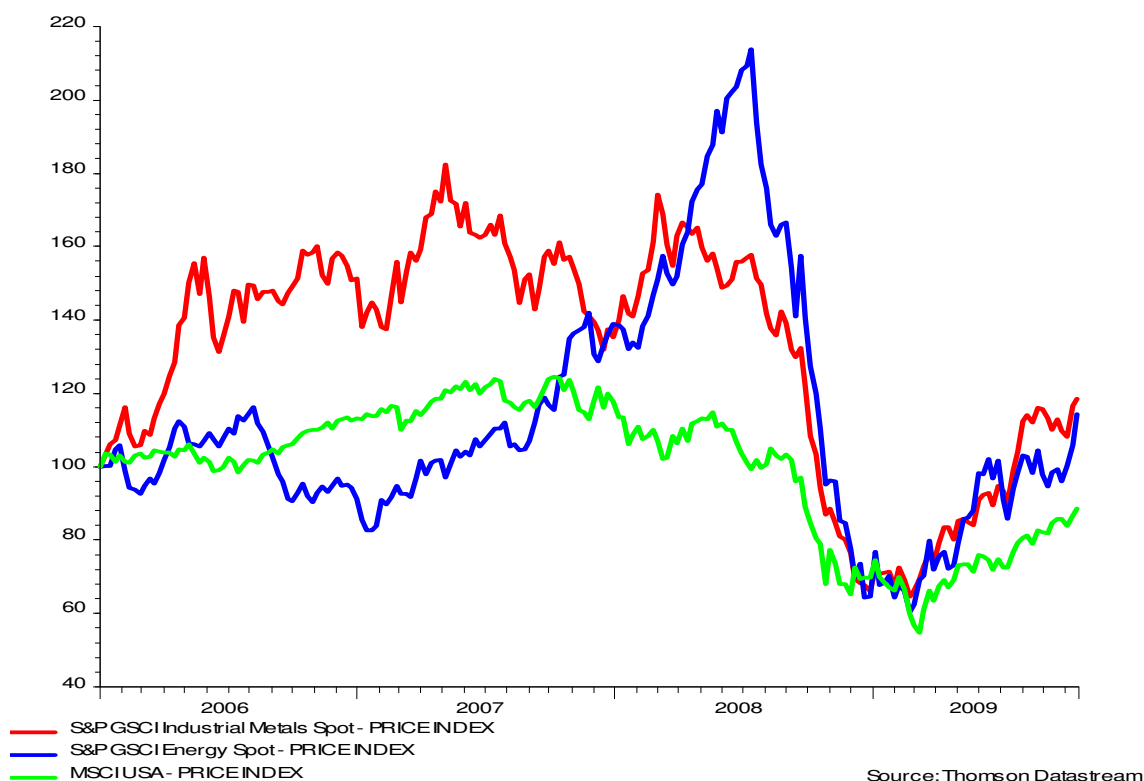
(*Carbon Capture and Storage*) la tecnologia che potrebbe fornire un contributo significativo per l'abbattimento di emissioni di CO<sub>2</sub>.

Questa tecnologia potrebbe, secondo stime dello stesso istituto, arrivare a "catturare" fino al 20-40% delle emissioni globali di CO<sub>2</sub> arrivando a catturare potenzialmente, entro meno di un secolo fino a 2000 Gigatonnellate del gas ed entro 40 anni il 60% delle emissioni causate dalla produzione di energia elettrica. E' evidente come questa tecnologia, se adeguatamente sviluppata, possa veramente contribuire a rilassare il vincolo ambientale principale. CO<sub>2</sub>.

### • Metalli industriali

Il mercato dei metalli industriali ha visto negli anni recenti delle fasi recessive molto forti con cadute dell'indice S&P GSCI Industrial Metals anche più estese di quelle tipiche dei mercati finanziari. Tale andamento però è molto meno pronunciato della caduta dei prezzi energetici che si è manifestata nei momenti della crisi dei mercati nel 2008 (vedasi grafico 3).

**Grafico 3: andamento indici GS comparati con indice del mercato azionario USA**



Come indicato dal grafico 4, le perdite maggiori dal 01/07/2008 si sono registrate nei mercati *energy*, poi a seguire per i metalli industriali ed infine nel mercato azionario (USA in questo caso). La perdita massima evidenziata dall'indice sintetico dei metalli industriali è stata intorno al 55% mentre per quello energetico si è sfiorato il 75%. Per l'azionario USA la perdita ha sfiorato il 50%, con un ciclo temporale leggermente sfasato (in ritardo) rispetto ai precedenti.

La cosa più importante da registrare è il fatto che la risalita del mercato dei metalli è nettamente maggiore di quelle del segmento *energy* ed *equity* e questo è probabilmente legato al fatto che tale mercato è più vicino alla effettiva domanda industriale e meno legato a fattori speculativi.

**Grafico 4: Perdite nei mercati Energy, Metals e Finanziari (MSCI USA)**



Le attese sulla ripresa economica sono sempre più procrastinate nel tempo. Il fatto è che la domanda per i metalli industriali è sostenuta soprattutto da economie emergenti (Cina, India) le quali hanno maggiori prospettive per una più rapida ripresa e sicuramente attese per tassi più alti di sviluppo. Questo è probabilmente il fattore fondamentale in grado di spiegare il maggiore recupero messo a segno dal mercato dei metalli.

Ci attendiamo pertanto un ciclo congiunturale ed una tendenza strutturale più favorevole per questa classe di attivo, sia con riferimento alle *commodities* energetiche, sia con riguardo alle altre attività rischiose nel suo complesso.

## Capitolo IV

# Fattori di rischio e portafogli modello

### 1 – Fattori di rischio

Fino al febbraio del 2007, il comportamento degli investitori è andato catalizzandosi verso nuovi paradigmi economici. La “grande moderazione”, un periodo contrassegnato da alta crescita e bassa inflazione, accompagnata da bassa volatilità delle variabili economiche e finanziarie, ha creato una distorsione sistemica nelle funzioni di utilità dei partecipanti al mercato.

Gli investitori, quindi, hanno iniziato a sottovalutare in maniera sistematica alcuni tipi di rischio, quali ad esempio quello di controparte, il rischio di liquidità ed il rischio operativo. Questo nonostante un *framework* bancario a livello globale che faceva della gestione del rischio il perno centrale (ci riferiamo principalmente ai requisiti patrimoniali imposti dal Comitato di Basilea). Gli attori economici hanno così aumentato progressivamente l'esposizione ai vari rischi di mercato, soprattutto agli eventi estremi (*worst case scenario*). La concentrazione del rischio, da un lato, e l'incremento della leva finanziaria dall'altro, sono stati gli ingredienti che hanno dato vita alla prima fase della crisi finanziaria.

La prima spia di un malfunzionamento sui mercati è arrivata dal fallimento di una piccola società statunitense (New Century), attiva nella concessione di prestiti ipotecari a mutuatari dalla scarsa affidabilità creditizia (segmento c.d. *subprime*), che a fine febbraio 2007 ha dichiarato bancarotta (ricorso al *chapter 11*).

L'*early warning*, però, è stato sostanzialmente ignorato dal mercato e dagli investitori: dopo due giorni di storno pesante sui mercati azionari e di un piccolo incremento negli *spread* creditizi (che nel frattempo si erano portati su minimi storici in molti segmenti di mercato), le attività rischiose hanno ripreso il cammino rialzista che li contraddistingueva da alcuni anni.

Il secondo scossone, più profondo, è arrivato nell'estate del 2007, con il congelamento di due fondi monetari da parte di BNP Paribas (fondi esposti pesantemente verso *subprime loans* statunitensi, tramite strumenti derivati quali CDO – *Collateralized Debt Obligation* - e RMBS – *Residential Mortgage-Backed Securities*), e con le prime avvisaglie di crisi per il gruppo britannico Northern Rock. In realtà, questi due casi avevano una radice comune: il malfunzionamento del mercato interbancario, che da qualche settimana aveva cominciato a metabolizzare lo scenario di crisi.

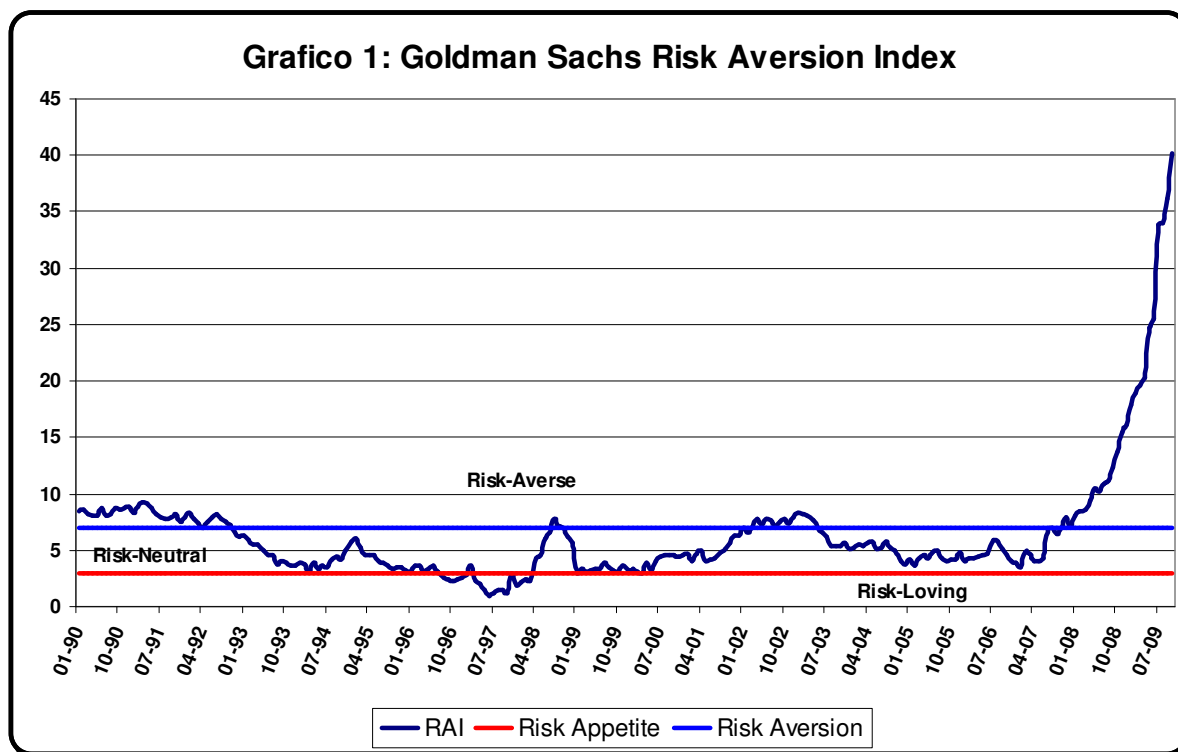
Le Istituzioni Finanziarie, in quel momento forse più consapevoli dell'enorme grado di rischio presente nei propri attivi, avevano infatti avviato una vera e propria restrizione sui prestiti non collateralizzati, ovvero non assistiti da garanzia. Il rischio controparte aveva fatto capolino, e in un mercato nato e sviluppato sulla fiducia come quello interbancario, le conseguenze sono state devastanti. Prima si è sviluppata una rarefazione degli scambi, specie per le scadenze più lunghe, accompagnata da un rialzo per i tassi operativi, e successivamente un blocco *tout-court* nella concessione di prestiti per gli Istituti di Credito dimensionalmente più piccoli oppure dotati di scarsa patrimonializzazione.

Dalla fine dell'estate 2007 ha quindi preso vita una catena di fallimenti bancari e di conseguenti aiuti pubblici, culminati oltre un anno dopo con la semi nazionalizzazione di colossi mondiali quali Freddie Mac, Fannie Mae, AIG, Royal Bank of Scotland e con il fallimento di Lehman Brothers, Bradford & Bingley e Fortis, nonché con la fusione di Istituti in difficoltà (Washington Mutual, Merrill Lynch, Bear Stearns) con altri Gruppi bancari.

Ha fatto specie, a posteriori, che l'indice della borsa statunitense Dow Jones abbia realizzato i propri massimi storici nell'ottobre del 2007, quando era evidente a tutti il

pessimo stato di salute del sistema finanziario globale, e quando vi erano chiari segnali di una deriva recessiva per le principali economie. A dicembre 2007, infatti, sarebbe cominciata la recessione degli USA (come dichiarato dall'ente deputato ad individuarla, il *National Bureau of Economic Research* statunitense).

Dall'estate 2007, l'avversione al rischio degli operatori ha avviato un cammino ascendente, che non è stato frenato nemmeno dal recupero degli ultimi mesi da parte di molte attività rischiose (vedasi grafico1).

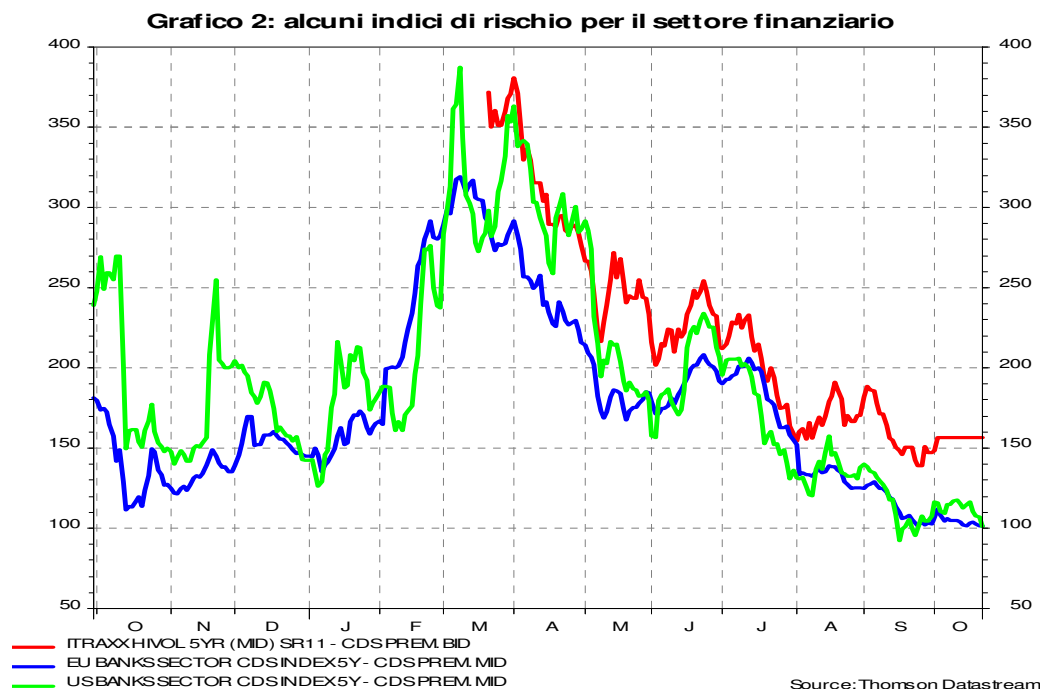


La ricerca di protezione da parte degli investitori ha portato a fine 2008 i rendimenti dei Titoli di Stato USA a breve termine verso nuovi minimi storici, prossimi allo zero per le scadenze di mercato monetario, mentre di converso si è registrato nello stesso momento un record per i differenziali di rendimento tra i Bond speculativi e i Titoli di Stato ad altissima affidabilità (con *rating* pari ad AAA).

Una questione ancora aperta è relativa proprio al mutato atteggiamento degli agenti economici verso il rischio, in tutte le sue declinazioni. La questione, alquanto controversa, è se la crisi abbia modificato le funzioni di utilità degli investitori, ed in particolare quella di propensione/avversione al rischio. Alcune evidenze suggeriscono di sì.

L'enorme liquidità presente nel sistema, come suggerito anche nei capitoli precedenti, provoca distorsioni molto forti su alcuni mercati finanziari, e questo rende difficile stimare lo stato di avversione/propensione al rischio degli investitori con i modelli classici. Se utilizzassimo come *proxy* alcune variabili chiave di mercato quali la volatilità delle borse o i *credit spread*, si potrebbe giungere all'errata conclusione che la crisi non abbia modificato in maniera strutturale il comportamento degli operatori, e che gli episodi di fine 2008 - inizio 2009 siano solo temporanee deviazioni dei valori di mercato dai rispettivi livelli di equilibrio. Ma utilizzando indici più complessi, in grado di misurare anche la relazione rischio/rendimento atteso utilizzando i fondamentali macroeconomici, quali il RAI illustrato precedentemente, le evidenze suggeriscono che l'avversione al rischio sia ancora su livelli molto elevati, e che una volta venuti meno gli effetti distorsivi di Politiche Monetarie e Fiscali eccezionalmente accomodanti, i mercati finanziari possano conoscere nuove situazioni di stress.

Le conseguenze di quanto detto precedentemente sono un maggiore premio al rischio atteso per molte attività, azioni e obbligazioni *corporate in primis*, e un minore ricorso alla leva finanziaria da parte di banche ed imprese.



## 2 – Portafogli modello

Le evidenze economiche e finanziarie delineate nei precedenti capitoli lasciano intravedere un quadro complessivo contrassegnato da notevole incertezza. La difficoltà nel prevedere con accuratezza il cammino futuro di variabili chiave quali inflazione e crescita (ancorché si possano esplicitare *baseline scenario*, come fatto nel rapporto in esame), si estende in egual misura all’andamento delle attività rischiose, Azioni e Materie prime tra tutte.

Per integrare le evidenze macroeconomiche e microeconomiche precedentemente trattate, sono state effettuate alcune elaborazioni econometriche sulle principali attività finanziarie che compongono i portafogli guida di investitori privati e fondi comuni di investimento.

Utilizzando vari modelli multifattoriali, abbiamo individuato le *asset class* più coerenti con il nostro scenario, dati i vari profili di rischio, ottenendo altresì delle *boundary conditions*, che hanno costituito gli elementi di raccordo fra le ipotesi di scenario ed i risultati delle ottimizzazioni.

Si è quindi provveduto ad elaborare due portafogli modello, tramite opportune tecniche matematico-statistiche che verranno meglio illustrate nel proseguo della presente trattazione. Il primo portafoglio, chiamato “prudente”, rappresenta un’*Asset Allocation* di breve-medio periodo (indicativamente 3 mesi), con un profilo di rischio complessivamente contenuto. Il *leit-motiv* del processo di ottimizzazione è pertanto la riduzione della volatilità e, secondariamente, la minimizzazione della massima perdita ottenibile. Il secondo portafoglio, denominato “aggressivo”, condivide con il primo la costruzione statistica e l’orizzonte temporale, mentre per quanto riguarda la costruzione logica, predilige l’opportunità di conseguire extra-rendimenti, tramite scommesse (*picking*), volte a creare extra-valore (*alpha value*).

Per entrambi i portafogli, l'universo di titoli investibili è rappresentato da 15 attività, scelte a priori secondo quella che è la loro rappresentanza a livello aggregato. Tali attività sono diffusamente presenti nei portafogli degli investitori istituzionali, e vengono comunemente utilizzate come base per la costruzione di portafogli flessibili *global-oriented*.

Di seguito si riporta il risultato dell'ottimizzazione:

PORTAFOGLIO PRUDENTE			PORTAFOGLIO AGGRESSIVO		
ASSET CLASS		CURRENCY	ASSET CLASS		CURRENCY
Azioni	15,00%	\$	Azioni	45,00%	\$
Corporate Bond	24,95%	£	Corporate Bond	0,00%	£
Liquidità	20,00%	€	Liquidità	5,00%	€
Materie prime	0,00%	¥	Materie prime	20,00%	¥
Titoli di Stato	40,05%		Titoli di Stato	30,00%	

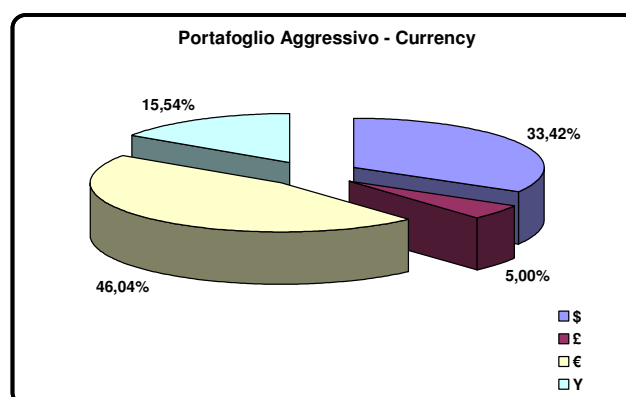
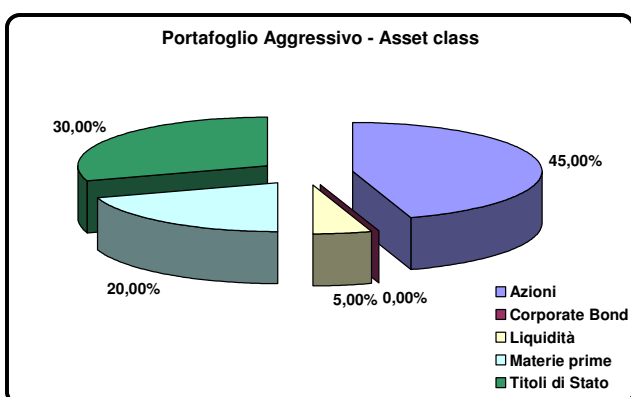
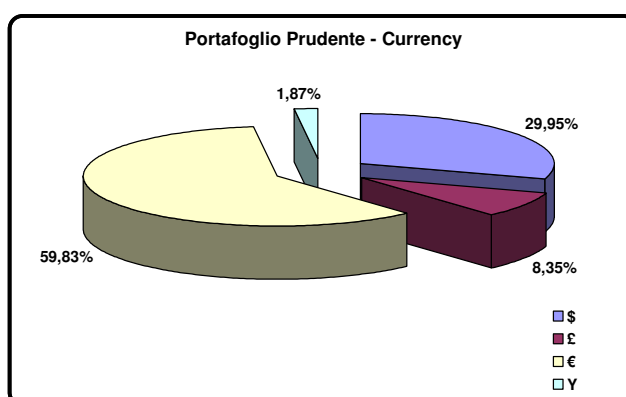
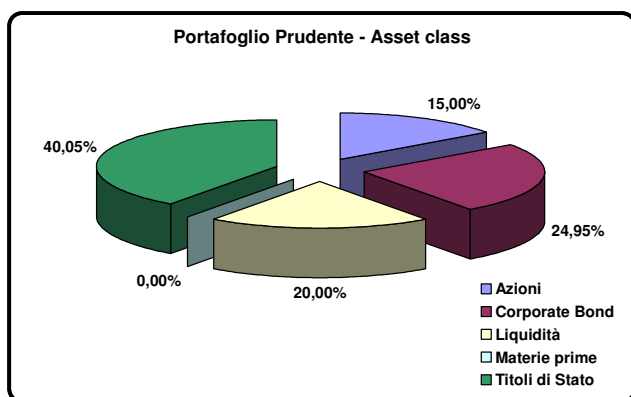
PORTAFOGLIO PRUDENTE		PORTAFOGLIO AGGRESSIVO	
Liquidità	20,00%	Liquidità	5,00%
Titoli di Stato - Giappone	0,00%	Titoli di Stato - Giappone	0,00%
Corporate Bond - Area Euro	18,95%	Corporate Bond - Area Euro	0,00%
Titoli di Stato - Area Euro	11,96%	Titoli di Stato - Area Euro	30,00%
Corporate Bond - US HIGH YIELD	6,00%	Corporate Bond - US HIGH YIELD	0,00%
Titoli di Stato - Regno Unito	5,93%	Titoli di Stato - Regno Unito	0,00%
Corporate Bond - US HIGH GRADE	0,00%	Corporate Bond - US HIGH GRADE	0,00%
Titoli di Stato - USA	22,16%	Titoli di Stato - USA	0,00%
Azioni mercati emergenti	0,00%	Azioni mercati emergenti	1,34%
Azioni Area Euro	8,92%	Azioni Area Euro	11,04%
Azioni Giappone	1,87%	Azioni Giappone	15,54%
Azioni Regno Unito	2,41%	Azioni Regno Unito	5,00%
Azioni USA	1,79%	Azioni USA	12,07%
Materie prime - Energy	0,00%	Materie prime - Energy	11,75%
Materie prime - Industrial metals	0,00%	Materie prime - Industrial metals	8,25%

Il profilo di rischio/rendimento dei portafogli è coerente con lo scenario delineato nei precedenti capitoli. Il *Value at Risk* (VaR) calcolato su di un orizzonte temporale di un mese, con il 90% di confidenza, per il portafoglio prudente è pari a -0,71%. Per quanto riguarda il portafoglio aggressivo, il VaR così calcolato è pari a -2,21%.

La componente azionaria è inferiore al livello considerato di neutralità per entrambi i portafogli, in risposta alle aspettative negative sull'andamento futuro di questa classe di attivo. Il portafoglio prudente mantiene un peso elevato per la liquidità e per i Corporate Bond; in quest'ultimo caso è atteso un profilo di minore rischio per tale classe di attivo rispetto ad Azioni e Materie prime (quest'ultime escluse dall'ottimizzatore). La scommessa per il portafoglio aggressivo è invece proprio sulle Materie Prime, a totale discapito dei Corporate Bond.

Da un punto di vista *multicurrency*, i portafogli garantiscono un'adeguata rappresentazione delle quattro principali valute di riferimento mondiali, mantenendo una proporzione coerente con le aspettative di un Euro complessivamente forte e di un Dollaro USA che rimane strutturalmente debole. A garantire comunque un peso significativo alla divisa statunitense, rimane il fatto che importati classi di attivo internazionali, come le materie prime, sono denominate in tale divisa. Pertanto, in entrambi i portafogli si registra comunque una componente rilevante (ancorché inferiore rispetto ai *global benchmark*) per il Dollaro USA.

Analizzando i risultati per *Asset Class* e *Currency*, è possibile elaborare la seguente raffigurazione:



Andiamo adesso ad effettuare un'analisi del rischio, con riferimento al portafoglio aggressivo.

Il nostro ottimizzatore per il portafoglio aggressivo è stato un MMadm, un modello che minimizza lo *shortfall* medio in ogni *timeframe* (intervallo), mentre per la stima della volatilità si è utilizzato un modello Garch (*General Autoregressive Conditional Heteroscedasticity*).

Il *Value At Risk* (VaR) del portafoglio in esame con un intervallo di confidenza del 95% e con un *holding period* di 1 mese, oscilla tra il 2,9% ed il 7,1% a seconda del modello di ottimizzazione usato e del metodo di stima della matrice di varianza-covarianza. Nel caso del portafoglio da noi illustrato, il VaR così calcolato è pari al 5,32%.

VaR 1 Month 95%	Analytical	Historical Simulation	Garch	EWMA	Bootstrap	Analytical
QMip	6,50	3,87	5,46	2,92	5,24	4,87
MMadm	7,06	3,63	5,32	3,06	5,06	4,57
TEM	6,50	3,87	5,46	2,92	5,24	4,87
Sharpe	7,10	3,61	5,32	3,07	5,06	4,60
MADM	7,10	3,61	5,32	3,07	5,06	4,60
Utility	6,50	3,87	5,46	2,92	5,24	4,87

Note: Qmip= Markowitz, Mmadm=Multifrequency Mean Shortfall Minimization, TEM=Tracking Error Minimization, MADM=Mean Shortfall Minimization

Una correlazione negativa tra alcune *asset class* (in linea con i dettami della *Mean Variance Portfolio Theory*), favorisce una gestione particolarmente dinamica del rischio. In particolare, il 35% del portafoglio è investito tra liquidità e Titoli di Stato della Zona Euro, che risultano negativamente correlati con le altre classi di attivo. Questo contribuisce a diminuire il rischio complessivo di portafoglio.

## Scomposizione della volatilità

Portafoglio aggressivo	Standard Deviation Analysis		
	Peso	Annualized Contribution (%)	Annualized Marginal contribution (%)
Titoli di Stato - Area Euro	30,00%	-0,1145	-0,3815
Liquidità	5,00%	-0,0006	-0,0112
Azioni Area Euro	11,04%	1,9239	16,3286
Materie prime - Energy	11,75%	2,4973	22,3544
Materie prime - Industrial metals	8,25%	1,5208	17,2258
Azioni USA	12,07%	1,9025	15,1937
Azioni Giappone	15,54%	1,8343	11,8098
Azioni Regno Unito	5,00%	0,9141	18,2812
Azioni Mercati Emergenti	1,34%	0,0294	17,9573
	100,00%	10,5072	

### 3 – Note metodologiche

#### **Alcune note metodologiche sulle stime utilizzate nella determinazione quantitativa dei portafogli modello presentati.**

I modelli econometrici che verranno molto brevemente descritti sono alla base delle stime utilizzate per la determinazione dei portafogli e delle frontiere efficienti con diversi modelli di ottimizzazione.

#### I mercati.

I mercati di riferimento sono:

##### Azionari

- Mercato Azionario Europeo
- Mercato Azionario USA
- Mercato Azionario Giappone
- Mercato Azionario UK
- Mercato Azionario Paesi Emergenti

##### Obbligazionari

- Obbligazioni Government Europee
- Obbligazioni Corporate Europa
- Obbligazioni Government USA
- Obbligazioni Corporate USA
- Obbligazioni Government Giappone
- Obbligazioni Government UK

##### Mercato Energy e Industrial Metals

- Mercato globale Energy
- Mercato globale Metalli

#### Tipologie di modello presi in considerazione

Sono stati presi in considerazione modelli delle seguenti tipologie:

- Equazioni Singole.
- Modelli Multifattoriali
- Modelli Vettoriali Autoregressivi dinamici con variabili esogene

Nel caso di modelli multifattoriali e vettoriali i modelli sono stati suddivisi in:

- Modello per il mercato azionario.

- Modello per il mercato obbligazionario.
- Modello per il mercato Energy e Metalli.

I fattori di rischio presi in considerazione sono molti e vanno da elementi del mercato monetario ad elementi legati alla bilancia commerciale.

#### **Modelli dinamici ad equazione singola**

In questi modelli ogni variabile posta sotto osservazione ed analisi conduce ad una equazione dinamica, ovvero con ritardi sulla variabile dipendente e possibili regressori.

La forma funzionale dipende dalle relazioni che si vogliono modellare e molto spesso anche dalla quantità di dati a disposizione e dalla loro frequenza.

#### **Modelli fattoriali**

In questa tipologia, i modelli a diverse equazioni - una per ogni variabile dipendente - possono disporre di fattori comuni, per esempio nel nostro caso gli indicatori di attività economica. I parametri delle equazioni vengono stimati congiuntamente attraverso algoritmi che massimizzano la verosimiglianza del campione osservato.

#### **Modelli Autoregressivi Vettoriali con variabili esogene**

Questa tipologia di modelli è caratterizzata per la congiunta presa in considerazione anche di effetti trasversali rispetto alle variabili endogene. Le variabili endogene entrano con livelli di ritardo diversi in tutte le equazioni. Nel caso *commodity*, per esempio, si testa se il prezzo dei metalli industriali abbia in un qualche modo influenza sul prezzo dell'energia.

Le stime sono state interpretate e corrette ponderando la capacità previsiva storicamente ottenuta dai quattro possibili metodi di stima. Oltre ai tre sopra citati viene considerato anche un modello diretto basato sui rendimenti storici dei mercati azionari, obbligazionari ed Energy.

Attualmente viene scelto il sistema che presenta i migliori indicatori in termini di capacità esplicative ai fini della scelta dei parametri di ottimizzazione e quello che presenta le migliori capacità previsive per quanto concerne la performance attesa dei singoli mercati. Per ciascun modello statistico le variabili selezionate dipendono da un funzionale di errore di previsione basato su orizzonti *rolling* di tre mesi in quanto questo è l'orizzonte previsionale preso in considerazione in questo rapporto.

In alternativa, è possibile utilizzare anche più sofisticati metodi di determinazione delle stime, con possibili interazioni tra i diversi modelli che portino ad una stima congiunta.

## **Conclusioni**

Il miglioramento evidenziato dai mercati rischiosi rispetto ai momenti di maggiore tensione non deve renderci compiacenti rispetto ai rischi intrinseci presenti nel sistema economico. La crisi finanziaria ha determinato un *break* strutturale in molti modelli, e ci vorranno molti trimestri per determinare con esattezza l'influenza congiunta delle variabili economiche sull'*output* finale. Il futuro cammino della crescita economica è contrassegnato da notevole incertezza.

Nei mercati finanziari vi sono molti rischi, attualmente non pienamente prezzati dalle attività. Oltre alle conseguenze potenzialmente negative che il *moral hazard*, il "rischio morale" come viene letteralmente tradotto, può portare all'equilibrio sistemico (influenzando i comportamenti degli operatori), non bisogna dimenticare che il grado di leva finanziaria presente nel sistema bancario globale è ancora troppo elevato. Il rischio di passare da una bolla speculativa ad una successiva, con la compiacenza di alcuni attori economici, è ancora molto forte.

Il rialzo evidenziato negli ultimi trimestri dall'Oro, in un contesto di scarsa correlazione con le altre attività finanziarie, è un elemento che, in un certo qual modo, rappresenta il rischio "non individuabile" presente nel sistema. L'Oro, difatti, molto spesso viene utilizzato come copertura; in *primis* dall'inflazione, ma in un'ottica più estesa dalle possibili turbolenze di mercato.

La continua diminuzione della volatilità, specie sui mercati azionari, rende poco profittevole l'operatività in strumenti derivati, favorendo operazioni di *trading* monodirezionali. Il rischio è che, nel prossimo futuro, tale tendenza si possa invertire, anche a causa della pressione da parte di *hedger* e operatori speculativi. La presenza di abbondante liquidità e di un alto grado di leva finanziaria sono elementi che giocano un ruolo determinante in tal senso.