

# TREN D

Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

## ANCHE L'INFLAZIONE ORMAI È GLOBALE?

### PRODOTTO INTERNO LORDO PRO CAPITE

(FONTE: FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE ANNO 2007)

#### POSIZIONE

LUSSEMBURGO	1	104.673
NORVEGIA	2	83.922
QATAR	3	72.849
USA	11	45.845
REGNO UNITO	12	45.575
ITALIA	20	35.872
COREA DEL SUD	35	19.751
RUSSIA	55	9.075
BRASILE	65	6.938
CINA	106	2.461
INDIA	132	978

Dati in dollari Usa.

### TABELLA POPOLAZIONE MONDIALE

(STIME ONU LUGLIO 2007)

MONDO	6.671
CINA	1.305
INDIA	1.169
UNIONE EUROPEA	496
USA	310
INDONESIA	231
BRASILE	192
ALTRI	2.968

Dati in milioni di individui.

L'aumento della ricchezza nei Paesi emergenti, dove cresce una classe di popolazione che vive con standard occidentali, mette in discussione i tradizionali approcci non solo per studiare, ma anche per governare l'aumento dei prezzi al consumo. Che - gli anni Settanta hanno insegnato - è storicamente nemico delle Borse

■ di Sergio Pigoli  
[sergio.pigoli@pigoliconsulenza.it](mailto:sergio.pigoli@pigoliconsulenza.it)

L'inflazione è un processo di aumento del livello generale dei prezzi dell'insieme dei beni e servizi destinati al consumo delle famiglie. Generalmente, si misura attraverso la costruzione di un indice dei prezzi al consumo. In Italia, come nella maggior parte dei Paesi, il calcolo dell'indice è affidato all'Istituto nazionale di statistica. Un indice dei prezzi al consumo, infatti, è uno strumento statistico che misura le variazioni nel tempo dei prezzi di un insieme di beni e servizi, chiamato paniere, rappresentativo degli effettivi consumi delle famiglie in uno specifico anno. Come tutti i grandi problemi dell'economia, l'inflazione è un campo attraversato da profonde divergenze ideologiche e analitiche. Il fenomeno dell'aumento dei prezzi è un problema particolarmente sentito dalla collettività per le sue implicazioni sociali. In Italia, dopo l'adozione dell'euro, il dibattito sul-

l'inflazione è ritornato di estrema attualità soprattutto per quanto riguarda l'esattezza della sua rilevazione. I dati forniti mensilmente dall'Istat sono stati contestati da più parti perché considerati poco realistici. Le associazioni dei consumatori sono nuovamente preoccupate per la forte crescita dell'inflazione in alcuni settori. L'aumento dei prezzi, infatti, riguarderebbe una consistente serie di beni ritenuti essenziali per le famiglie. L'Intesa dei Consumatori afferma che l'inflazione reale è almeno il doppio di quella dichiarata. Ognuno nei fatti tende ad avvalorare le proprie tesi alimentando un clima d'incertezza sul livello dei prezzi sul quale è veramente difficile trovare le reali motivazioni. Una volta l'aumento dei prezzi viene causato dalle materie prime, petrolio in testa, l'altra la colpa è dei cereali mentre la successiva vede il responsabile nelle politiche monetarie troppo espansive. A dar credito alle agenzie di stampa e a tutta la letteratura

**continua a pagina 10**

**“ Proprio ragionando su come la popolazione mondiale è distribuita si riesce a dare una spiegazione del perché a partire dagli anni Novanta l’inflazione ha goduto di un lungo periodo di bassi valori mentre oggi potrebbe diventare un problema per il mondo intero ”**

segue da pagina 9

che viene prodotta in materia, risulta quanto meno difficile capire come e perché la spesa quotidiana costa sempre di più. Per questo abbiamo tentato di ragionare astraendoci dal quotidiano cercando di inquadrare il fenomeno inflazione in una prospettiva di ampio respiro per poter ragionare sui fenomeni strutturali e non quelli contingenti. Cerchiamo inoltre di fornire un’analisi non convenzionale basata sull’uso di statistiche di validità accademica ineccepibile ma che spesso nascondono la sostanza dei problemi.

Il grafico 1 (in basso in questa pagina) mostra l’andamento dell’inflazione in America dal 1960 ad oggi. La spiegazione del perché l’analisi viene effettuata sui dati americani trova il suo fondamento nel poter utilizzare serie storiche omogenee su periodi lunghi di tempo. L’introduzione dell’euro per tutti i paesi europei in qualche modo falsa i ragionamenti strutturali, a causa delle politiche di bilancio e monetarie poste in essere dai vari governi proprio in virtù della sua introduzione. Ciò vale a maggior ragione per l’Italia, dove le serie storiche prima dell’introduzione dell’euro testimoniavano la divergenza tutta italiana dalla media dei paesi europei. Venendo quindi al grafico si notano chiaramente delle fasi che durano molti anni. In estrema sintesi: per tutti gli anni Sessanta l’inflazione non è stata quasi percepita dato il suo basso livello. A seguito degli shock petroliferi degli

anni Settanta è invece balzata su valori assai alti con punte fino al 14%. Nel decennio successivo per l’azione di politiche monetarie assai restrittive, e a seguito del contro shock petrolifero (il petrolio era tornato a valere meno di 15 dollari al barile) l’inflazione ha ripreso a calare per poi stabilizzarsi su valori storicamente bassi. E arriviamo ai giorni nostri, che fanno registrare un inizio di aumento su livelli che sembrano essere di guardia.

### CAMBIO DI SCENA

Al di là di quanto le serie storiche mostrano, il nostro ragionamento tende a comprendere cosa ha permesso di contenere l’inflazione su livelli molto bassi a partire dagli anni Novanta ad oggi perché ci sembra che alcuni fattori strutturali che hanno consentito una moderazione dell’inflazione siano cambiati e determineranno gli scenari nel prossimo futuro. Per fare ciò la tabella di pagina 009 in basso ci aiuta a comprendere molto dei fenomeni che caratterizzano e caratterizzeranno l’economia mondiale. In essa vengo riportate le stime in merito alla distribuzione della popolazione mondiale. Proprio ragionando su come la popolazione mondiale è distribuita si riesce a dare una spiegazione del perché a partire dagli anni Novanta l’inflazione ha goduto di un lungo periodo di bassi valori mentre oggi potrebbe diventare un problema per il mondo intero. Anche il tasso d’inflazione, come molti altri fenomeni, è stato pesantemente influenzato dal processo

#### 1 - L’INFLAZIONE IN AMERICA L’andamento dell’inflazione negli Stati Uniti dal 1960 ad oggi.



di globalizzazione. Fino agli anni Ottanta l'interazione fra sistemi economici era di fatto assai scarsa. L'avvento delle tecnologie informatiche e l'apertura politica, soprattutto della Cina, hanno consentito un'osmosi a tutti i livelli fra il mondo occidentale e gli altri Paesi. Partendo da condizioni economiche completamente diverse sotto tutti gli aspetti, il mondo occidentale ha vissuto una lunga stagione di costi decrescenti. Delocalizzazione è stata la parola chiave, e in parte lo è ancora oggi, di tutti i capitani d'azienda. Non solo si intravedevano le enormi potenzialità di sviluppo dei Paesi emergenti, Asia in primis, ma il differenziale del costo della manodopera era troppo grande per non creare cambiamenti significativi. Tutti oggi si rendono conto delle enormi implicazioni che derivano dal poter pagare le maestranze, o anche cervelli di qualità paragonabile a quelli occidentali ad un decimo o anche meno del costo nel Paese d'origine. In capo alle aziende si sono creati risparmi sul costo industriale dei prodotti finiti nell'ordine del 30-50% a seconda della tipologia di beni e dei modelli organizzativi adottati. Questi enormi risparmi non sono finiti tutti ad alimentare i profitti delle aziende, che comunque hanno vissuto una stagione storica di alta redditività, ma in una certa misura sono stati trasmessi al consumatore finale attraverso una riduzione dei prezzi di vendita. Un caso eclatante su tutti. Pensate al costo di un telefonino agli inizi degli anni Novanta e parago-

natelo con quelli, molto più performanti, di oggi. La riduzione della componente costo del lavoro sul prodotto finito ha perciò consentito di ammortizzare gli aumenti che nel frattempo si sono avuti sui prezzi delle materie prime. Nel grafico 2 (in basso in questa pagina) viene riportato l'andamento del Crb Index trattato a Chicago. Esso rappresenta un paniere di materie prime industriali ed è universalmente considerato come il miglior indicatore della media dei prezzi delle materie prime.

## CINA E INDIA

Se diamo un'occhiata al grafico ci rendiamo conto che l'impennata dei prezzi delle materie prime ha subito un'accelerazione violenta a partire dal 2003 mentre in tutti questi anni l'inflazione è rimasta apparentemente sotto controllo. Ma ora qualcosa di significativo sta cambiando. Dopo oltre 20 anni di investimenti realizzati in Paesi sterminati non solo geograficamente ma anche densamente popolati, si è ormai costituita una fascia sociale, soprattutto in Cina ed in India, Paesi più popolosi, che non solo desidera ma è in grado di mantenere modelli di consumo occidentale. Nella Tabella in alto di pagina 009 vengono evidenziati i dati di Prodotto Interno Lordo pro capite espressi in dollari americani elaborati dal Fondo Monetario Internazionale relativi al 2007. Per il ragionamento sull'inflazione è importante notare che, nonostante lo sviluppo registrato nell'ultimo ven-

tennio, proprio per l'enorme numero di abitanti, i Paesi in via di sviluppo ancora si trovano ben lontani dai livelli occidentali. Ora pensare al prodotto lordo pro capite significa non tanto fantasticare sulle classifiche in termini di reddito, ma ragionare sulla pressione in termini di domanda di beni, materie prime soprattutto, ma non solo. Chiaro è che quando il processo di globalizzazione si trovava nelle fasi iniziali queste pressioni avevano un'incidenza assai modesta. Ma se pensiamo ai numeri della tabella sulla popolazione ci rendiamo conto delle sproporzioni fra Occidente e resto del mondo. La telematica con l'uso diffuso di Internet a livello planetario aiuta, insieme ad altri media, a comparare i livelli di vita ed ad omogeneizzare i comportamenti in tutto il mondo. Quindi i modelli di consumo, quando ciò è permesso, tendono ad uniformarsi necessariamente verso l'alto.

## CAPACITÀ DI SPESA

Sulla capacità di spesa dei Paesi emergenti non c'è, almeno sulla stampa italiana, una chiarezza di vedute. Valga un aspetto su tutti. Ancora oggi si pensa alla Cina come il Paese dove in assenza di regolamentazione il costo del lavoro è il più basso al mondo. Impresione sbagliata. Il primo gennaio 2008 per quasi 797 milioni di lavoratori cinesi (tale è la forza lavoro stimata nel 2008) rappresenta o meglio potrebbe rappresentare una svolta in termini di diritti e di tutele sino ad ora negati. Infatti, l'entrata in vigore della legge che regolerà i rapporti di lavoro in Cina introdurrà sicuramente dei cambiamenti radicali che senz'altro influenzeranno gli equilibri economico-sociali dell'attuale Cina nello scenario internazionale e comparato oltre a confermare costi crescenti per tutto il mondo che in ultima analisi pagherà prezzi più alti. Se ragioniamo in termini di macro-tendenze senza speculare sui fattori contingenti, lo scenario che ci aspetta lascia pochi dubbi. Il mondo intero si avvia verso una fase storica di competizione fra aree geografiche per risorse che non possono essere aumentate al ritmo della crescita della

**continua a pagina 12**



## 2 - L'IMPENNATA COMMODITY

**Il grafico mostra l'ascesa verticale dei prezzi delle materie prime a partire dal 2003.**

segue da pagina 11

domanda proveniente dagli ex Paesi emergenti. Mai il mondo occidentale nella sua storia si era trovato a dover affrontare sfide così impegnative. La sensazione è che le abituali analisi e metodologie adottate in passato per governare l'inflazione potrebbero risultare inadeguate. Se questo scenario dovesse concretizzarsi, molti degli elementi che hanno governato le de-

cisioni di investimento degli ultimi 20 anni andranno rivisti. Certamente in tema di tassi d'interesse, una volta passata la crisi di fiducia attuale, risulta difficile pensare a politiche monetarie accomodanti.

La diversa impostazione che è a tutti chiaramente visibile della Bce rispetto alla Fed sottintende un diverso approccio proprio in tema d'inflazione. Quanto più sopra descritto porta a

pensare che i tassi d'interesse soprattutto a lungo termine potrebbero ritornare a valori che appartengono ad una fase storica diversa da quella attuale. Sul comparto azionario preso nel suo insieme l'inflazione è sempre stata uno dei nemici più accaniti. Gli anni Settanta, caratterizzati da tassi di inflazione elevati, hanno dato ben poche soddisfazioni agli investitori in azioni. ■

# SI FA PRESTO A DIRE «GESTIAMO IL RISCHIO»

■ di Michael Marks  
e Rob Goldstein  
(BlackRock Solutions)

**L**e perdite miliardarie subite da molte banche a seguito della crisi dei mutui subprime sono la naturale conseguenza di un'insufficiente gestione del rischio. Nominare un risk manager però non basta: è necessario comprendere appieno gli strumenti in cui si investe.

Solo dopo la pubblicazione dei bilanci bancari sapremo se il picco della crisi dei mutui subprime è stato superato oppure no, ma alla luce delle perdite miliardarie subite finora viene comunque da chiedersi se sia stata la gestione del rischio a fallire e, ancor prima, se le banche coinvolte avessero un'adeguata rete di protezione. Entrambi gli aspetti sono stati probabilmente trascurati, per quanto sia innegabile che anche la migliore gestione del rischio non può rendere immuni alle perdite: perfino quando i rischi sono noti gli inve-

stimenti possono andare male, ecco perché anche le organizzazioni che vantano eccellenti sistemi di gestione del rischio arrivano a perdere sui mercati dei capitali. Il punto è capire quanto possano essere ingenti tali perdite. In linea di principio non vi è nulla di sbagliato nell'assunzione di rischio, purché gli investitori ne traggano un ritorno ragionevole.

Il nocciolo del problema è tutto qui. Negli ultimi mesi molti investitori hanno scommesso su determinati prodotti dei mercati dei capitali che presentavano rating, requisiti di patrimonializzazione e prospettive di utili apparentemente interessanti. Un'accurata gestione del rischio li avrebbe aiutati a comprendere i ri-

## Analisi di BlackRock: perché non si può prescindere da un'approfondita comprensione degli strumenti in cui si investe

schii sottostanti e a limitare l'esposizione alle perdite.

Come hanno dimostrato gli eventi degli scorsi mesi, molte banche non sono riuscite a gestire adeguatamente i rischi. Alcuni istituti hanno coinvolto decine e decine di specialisti del rischio, mentre altri hanno chiaramente sottovalutato il problema, convocando un numero decisamente esiguo di esperti rispetto alle dimensioni dei loro portafogli e alle relative posizioni di rischio.

### IL RATING DA SOLO NON BASTA

Molti istituti finanziari hanno inoltre fatto affidamento esclusivamente sulle valutazioni fornite

dalle agenzie di rating, ma il rating di un titolo non può in alcun modo sostituire la gestione del rischio. Anche in presenza di un rating è necessario comprendere appieno i prodotti in cui si investe, attraverso un'analisi approfondita delle offerte disponibili che valuti anche il profilo rischio/rendimento. A questo scopo sarebbe opportuno avvalersi di servizi di gestione del rischio o creare un'unità proprietaria di gestione del rischio direttamente in-house.

### PIÙ ENFASI SULL'ANALISI E SULLA GESTIONE DEL RISCHIO

Negli ultimi mesi molti istituti finanziari hanno effettivamente designato un responsabile della gestione del rischio (Chief Risk Officer), ma non è chiaro se questa scelta sia stata dettata dal diffondersi di strategie che fanno uso di derivati e hedge fund o se inve-

continua a pagina 14

segue da pagina 12

ce l'aumento della volatilità sui mercati abbia costretto alcuni operatori a porre maggiore enfasi sul rischio. Una cosa è certa: i prodotti di investimento diventano sempre più complessi, e la maggiore complessità dei portafogli e dei mercati dei capitali richiede un'analisi più attenta dei rischi.

### QUALITÀ DEI DATI E TRASPARENZA, DUE REQUISITI IRRINUNCIABILI

Nominare un risk manager non è sufficiente. Altrettanto importanti sono le figure del Chief Technology Officer e del Chief Information Officer, responsabili di gestire la tecnologia e le informazioni, così come gli investimenti nelle infrastrutture tecniche che consentano la massima trasparenza su tutti i portafogli e i prodotti. La sfida è particolarmente ardua per gli organismi che operano sui mercati dei capitali trattando una vasta gamma di prodotti attraverso diverse piattaforme, ma nessun risk manager può ottenere risultati senza disporre di informazioni trasparenti e qualitativamente ineccepibili. È inoltre importante che i risk manager non diano eccessivo peso ai singoli parametri, in quanto le singole misure di rischio dipendono dalla prospettiva specifica come pure dagli strumenti sottostanti. I prodotti di credito strutturato (CDO, Collateralized Debt Obligations), ad esempio, per quanto soggetti al rischio di interesse sono esposti prevalentemente al rischio di credito. Chi investe dovrebbe essere per-

tanto consapevole dei molteplici rischi a cui si espone.

### L'IMPORTANZA DI UNA VISIONE D'INSIEME

Gli investitori devono essere in grado di riconoscere i limiti dei singoli modelli di gestione del rischio e avere una buona dose di intuito. Dopo gli eventi degli ultimi mesi, molti modelli esistenti sono apparsi inadeguati

ad analizzare i nuovi prodotti sviluppati dai mercati dei capitali durante il boom dei mutui Usa, in quanto basati su serie di dati estremamente limitate.

Come sanno bene i risk manager più esperti, questi modelli devono essere costantemente adeguati alle continue novità offerte dal mercato in termini di strutture e prodotti di investimento.

Alcuni istituti finanziari ne-

gli ultimi mesi hanno inoltre riservato eccessiva enfasi ai potenziali scenari di crisi relativi a singole aree di mercato, facendosi cogliere di sorpresa quando praticamente tutti i segmenti di mercato sono colati a picco.

Le società che già da tempo facevano uso di derivati sono uscite invece a testa alta da questa situazione, essendo già avvezze alla complessità della gestione del rischio.

“ Il risk manager non è sufficiente. Altrettanto importanti sono il Chief Technology Officer e il Chief Information Officer, responsabili di tecnologia e informazioni, così come degli investimenti nelle infrastrutture tecniche che consentano la massima trasparenza su tutti i portafogli e i prodotti ”

## Qui New York

### E' tempo

**R**ichard Nixon (uno dei candidati di maggior successo di sempre, anche se non si può dire lo stesso di lui come Presidente) ha dato il via ad una strategia elettorale che tendenzialmente ogni candidato ha successivamente adottato negli ultimi quarant'anni.

Per capire la strategia adottata da Nixon, è necessario sapere qualcosa di più sul sistema alla base della nomina in vigore negli Stati Uniti. A differenza di un sistema parlamentare, i candidati alla Presidenza sono scelti in maniera più o meno diretta dagli iscritti al partito. Le primarie ed i caucus cominciano all'inizio dell'anno in cui avranno luogo le presidenziali (ogni quattro anni: ora nel 2008 e poi nel 2012) e continuano fino a che un candidato non emerge da ciascun partito. La partecipazione al voto in America è ben al di sotto di quella italiana: solo il 60% degli aventi diritto si esprime di solito a novembre, e ancora meno alle primarie ed ai caucus. Prendere parte alle primarie è piuttosto difficile per chi ha una lunga giornata lavorativa (qualche caucus richiede infatti diverse ore di riunione serale prima di esprimere la propria preferenza).

L'idea di Nixon era che un candidato repubblicano dovesse mostrarsi più vici-

## GESTIONE E MISURAZIONE DEL RISCHIO

La gestione del rischio inizia dalla misurazione del rischio, che rivela il livello di esposizione e le correlazioni tra le varie classi di titoli. Il risk manager ha quindi il compito di tradurre questi risultati nella gestione di portafoglio. Poiché la gestione del rischio e la gestione del portafoglio rappresentano le due facce di una stessa medaglia, sa-

rebbe opportuno non affidare in outsourcing la gestione del rischio, esternalizzando piuttosto la funzione di misurazione che richiede un'infrastruttura troppo onerosa per essere allestita internamente. Molte società si avvalgono in effetti dello stesso fornitore esterno di servizi. Questo approccio consente al provider di garantire il controllo continuo della qualità e facilita l'elaborazione di nuove idee.

D'altro canto, esternalizzare la misurazione del rischio ha un costo. I fornitori esterni devono stanziare sempre nuove risorse per la raccolta e la predisposizione dei dati, i modelli, gli strumenti di reportistica e il personale.

Gli eventi degli ultimi mesi hanno tuttavia dimostrato che rinunciare a una precisa analisi del rischio al solo scopo di risparmiare può comportare costi ben più elevati.

I risk manager talora sono più occupati a raccogliere dati piuttosto che a valutarli e a formulare dei risultati, e in alcuni casi ci vogliono mesi prima che una società arrivi a offrire la massima trasparenza sui propri portafogli titoli e sulla relativa esposizione al rischio. Chi invece si avvale di un fornitore esterno competente può raggiungere in breve tempo il livello di trasparenza essen-

**continua a pagina 19**

## di ascoltare i candidati alla presidenza

no alla destra durante le primarie, per poi spostarsi gradualmente verso il centro in vista delle Presidenziali vere e proprie. Il candidato, infatti, spesso non è un granché conosciuto dai votanti prima delle primarie; e può quindi elaborare una propria immagine per la prima sessione e cambiarla diverse volte durante la corsa alla Presidenza.

Gli Stati Uniti sono un Paese sterminato, ed è quindi ammissibile che gli elettori del New Hampshire non abbiano alcuna familiarità con un senatore dell'Arizona, o che gli elettori californiani non sappiano nulla del giovane senatore dell'Illinois. Questa mancanza di familiarità da parte degli elettori permette ai candidati di scegliere come presentarsi al grande elettorato.

Un altro elemento da tener ben presente è che la campagna dura quasi un anno (dai primi caucus a gennaio fino alle elezioni di novembre). Un periodo così lungo permette ai candidati anche di poter cambiare punto di vista su alcune cose. Così l'esempio di Nixon (se-



■ di Coleman S. Kendall\*

guito da tutti i candidati di entrambi gli schieramenti) consiste nell'affermare a gennaio e febbraio quanto necessario a vincere le primarie, per poi tornare su posizioni moderate in vista delle elezioni generali.

La strategia di Nixon nel 2008:

John McCain, il candidato repubblicano, ha già cominciato a tornare verso il centro. Il sen. McCain era il candidato più noto sin dall'inizio

(ha corso anche per le elezioni del 2000) e per le primarie ha assunto posizioni più estreme. Ha cambiato il suo punto di vista su questioni come i tagli fiscali lo scorso anno, sostenendo Bush su un punto sul quale invece aveva votato contro, in veste di senatore. Essendosi assicurato la nomination da diversi mesi, si è ripresentato al popolo americano come un candidato più vicino alle posizioni di centro.

Ma la gara all'interno dei democratici è stata ben più lunga di quanto ci si aspettasse; anche se Barack Obama è prossimo alla nomination, è stato costretto dalla sen. Clinton a prolungare

la campagna per la nomina per molto più tempo del normale. Ma nonostante le primarie continueranno fino ai primi di giugno, il sen. Obama ha intrapreso la sua corsa come candidato democratico già dall'inizio di maggio, facendo campagna più su McCain che sulla Clinton. Seppur il sen. Obama sia un politico di alto pregio, si trova di fronte a difficoltà solitamente inusuali per i candidati democratici, e ciò a causa della prolungata sfida nelle primarie.

È importante ricordare che i poteri del Presidente sono ben diversi da quelli del primo Ministro. Legiferare per il Presidente è possibile solo con l'appoggio del proprio partito al Congresso e la strada per convincere il Congresso su una specifica legge è quella di vincere un'elezione durante la quale il tema è stato chiaramente presentato all'elettorato. Questo è il momento per i candidati di parlare chiaro al pubblico riguardo cosa intendono fare nell'eventualità che l'anno prossimo siedano alla Casa Bianca. Gli investitori che vogliono intuire le politiche della prossima amministrazione dovrebbero aprire bene le orecchie.

\*Economic Strategies,  
New York  
cole@capireilmercato.com

# Mondo ETF

## ■ L'ETF VINCE COME STRUMENTO DI ASSET ALLOCATION

Che l'ETF fosse uno strumento adatto per costruire asset allocation era cosa nota agli addetti ai lavori. Che però il suo uso fosse realmente diffuso per questo scopo, di questo mancavano conferme statistiche. A fugare tutti i dubbi sono arrivati i risultati di una ricerca fatta da iShares, il brand con cui Barclays Global Investors distribuisce gli Exchange Traded Fund, recentemente effettuata fra gli investitori istituzionali e quelli High Net Worth presenti sul mercato europeo. In particolare è emerso che addirittura il 57% degli interpellati utilizza gli Etf come strumento di asset allocation, il 36% per integrare il proprio portafoglio e il 23% come componente core satellite, anche se i risultati si differenziano sensibilmente fra i vari paesi. iShares ha interpellato più di 750 fra gestori di fondi comuni e di fondi pensione, trustee di fondi pensione, gestori di fondi hedge, private banker, wealth manager e trader in Regno Unito, Svizzera, Olanda, Germania, Francia e Italia. Secondo i risultati del sondaggio, l'asset allocation è senza dubbio la più diffusa strategia di utilizzo degli Etf ed è usata dal 75% degli investitori britannici, dal 75% degli olandesi e dal 65% dei tedeschi. Germania (54%) e Italia (44%) sono i Paesi che fanno maggior uso degli Etf quale strumento d'investimento per completare i portafogli e l'approccio core satellite è maggiormente diffuso in Francia (35%) e Regno Unito (32%); molto meno in Italia (9%) e Germania (7%).

## ■ CRESCE L'ATTIVITÀ SUI FONDI QUOTATI A PIAZZA AFFARI E LSE

Nel mese di aprile sui mercati di Borsa Italiana e del London Stock Exchange si è registrato un forte incremento negli scambi su Etf ed Etc sui due mercati. Il numero complessivo di contratti, che ha registrato un incremento del 44%, è stato pari a 126.108 mentre il controvalore scambiato è cresciuto del 125% a 5,7 miliardi euro (4,5 miliardi di sterline). Su Idem e Edx nel mese appena concluso sono stati registrati 8,5 mln di contratti, in aumento del 36% rispetto ad aprile 2007. Anche il controvalore nozionale è cresciuto, segnando un miglioramento del 38% sullo scorso anno, a 174,2 miliardi euro (137,7 miliardi sterline). Inoltre, sono stati registrati 293.395 contratti su Securitised Derivatives, per un controvalore complessivo di 2,7 miliardi euro (2,1 miliardi sterline).

## ■ E' ONLINE L'ANALISI DEGLI SPREAD SU BORSA ITALIANA

Nella sezione "analisi degli spread" dell'home page dell'area Etf di [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it) sono disponibili i report sugli spread Etf fatti a partire da ottobre 2007. Perché può essere molto utile studiare gli spread? Semplice, anche gli Etf, come qualsiasi altro titolo quotato in Borsa, presentano una differenza tra prezzi denaro (in acquisto) e prezzi lettera (in vendita) meglio conosciuta con il termine di bid-ask spread. Lo spread denaro-lettera si definisce quindi come la differenza tra questi due prezzi e rappresenta in ultima istanza un costo im-

placito per l'investitore. Due altri concetti rivestono notevole importanza per chi investe in strumenti quotati: si tratta della profondità (o spessore) e dell'ampiezza del book di negoziazione nel quale vengono esposte le proposte di tutti gli operatori. Con profondità del book si intende l'esistenza di ordini sia in acquisto che in vendita per numerosi livelli di prezzo, mentre con ampiezza del book si fa riferimento alla presenza di proposte di dimensioni elevate. Un book di negoziazione profondo riduce la presenza di vuoti di domanda/offerta e attenua il rischio di eccessive variazioni di prezzo, mentre l'ampiezza limita il market impact derivante da un singolo ordine con elevate quantità.

## ■ A PIAZZA AFFARI IL PRIMO ETF LIQUIDITÀ A DISTRIBUZIONE

A maggio ha debuttato in Borsa Italiana il "db x-trackers Il Eonia TRI ETF (Classe 1D)" che è entrato sul segmento Oicr aperti indicizzati - classe 1, al "db x-trackers Il Eonia TRI ETF (Class 1D)" emesso dalla Sicav lussemburghese db x-trackers Il (Deutsche Bank group). Questo Etf a l'obiettivo di replicare la performance dell'indice dell'Eonia TOTAL RETURN che è rappresentativo di un deposito che si rivaluta giornalmente in base al tasso Eonia (European Overnight Index Average) calcolato dalla Banca Centrale Europea e diffuso dalla Federazione Bancaria Europea. Tale tasso rappresenta la media ponderata per montanti dei tassi effettivamente trattati sul mercato monetario interbancario dell'Euro durante la giornata da un campione di 57

grandi banche per depositi fino al giorno di apertura seguente. E' un indice che, essendo rappresentativo di un investimento overnight, non risente del rischio tasso.

## ■ DA LYXOR IL PRIMO ETF SU FTSE (LONDRA)

Borsa Italiana dà il benvenuto sul segmento Oicr aperti indicizzati - classe 2 del mercato Etfplus a un nuovo Etf emesso dalla Sicav di diritto francese "Multi Units France". Si tratta del "Lyxor ETF FTSE 100" (FR0010438127) il cui obiettivo di gestione dell'Etf è di replicare la performance del relativo indice benchmark (FTSE 100) che rappresenta le principali blue chips quotate al London Stock Exchange. Le commissioni annue sono lo 0,30%.

## ■ JPMORGAN LANCIA NUOVI OBBLIGAZIONARI

A partire da inizio maggio 2008 è entrato in quotazione sul mercato Etfplus i "JPMorgan ETF GBI EMU 1-3Y", "JPMorgan ETF GBI EMU 3-5Y", "JPMorgan ETF GBI EMU 5-7Y" e il "JPMorgan ETF GBI EMU 7-10Y" Si tratta di 4 nuovi Etf targati J.P. Morgan Structured Fund Management, collocati ora sul segmento Oicr aperti indicizzati - classe 1. L'obiettivo di gestione dei nuovi ETF è replicare i relativi indici benchmark rappresentati dai sottoindici del JPMorgan EMU Government Bond Index composti da titoli di stato rispettivamente con maturità compresa: - tra i 13 mesi e i tre anni per l'indice 1-3 years; - tra i tre e i cinque anni per l'indice 3-5 years; - tra i cinque e i sette per l'indice 5-7 years; - tra sette e i dieci per l'indice 7-10 years.

# Mondo Alternativo

## ■ IN FUGA DALL'HF DEL N.1 DI CITIGROUP

Stando a un rapporto redatto da Citigroup per la Sec, la Consob Usa, praticamente tutti gli investitori del suo hedge fund Old Lane vogliono ritirare i propri soldi. Ma non si tratta di uno dei tanti fondi alternativi in crisi. Old Lane è un fondo il cui cofondatore è Vikram Pandit, l'amministratore delegato della banca. Citi lo acquistò l'anno scorso per oltre 600 milioni di dollari, ma le sue prestazioni sono state molto deludenti e nel primo trimestre Citi ha dovuto procedere a svalutazioni per 200 milioni di dollari. Dal rapporto alla Sec risulta che gli investitori saranno autorizzati a lasciare Old Lane a partire dal 31 luglio e secondo il Wall Street Journal la chiusura dei conti riguarderà posizioni per 3 miliardi di dollari.

## ■ I GIOVANI FONDI BATTONO I VECCHI

Gli hedge fund nati nati da poco tempo tendono a battere come performance quelli che hanno un periodo di attività lungo. Questo l'esito di uno studio statistico condotto da PerTrac Financial Solution sui dati del 2007. In particolare i fondi più giovani avrebbero registrato in media una performance positiva del 15,02% mentre quelli più datati si sarebbero limitati a un più modesto 9,53%. E se si allunga l'orizzonte temporale il gap si amplia ulteriormente. Lo studio ha anche analizzato i numeri a 12 anni, dal 1996 al 2007. Ebbene, gli hedge fund di volta in volta debuttanti hanno messo a segno un ritorno medio del +18,33%, a fronte del più contenuto +12,84% di quelli maturi. La conclusione

è che i fondi alternativi in media mostrano la loro migliore performance nei primi due anni di attività, e perdono capacità i fare extrarendimenti man mano che diventano più vecchi e grandi.

## ■ OBIETTIVO MEDIO ORIENTE

Tra i mercati sui cui stanno puntando ora gli hedge fund spicca il Medio Oriente. Deutsche Bank ha sottolineato che i gli hedge fund con cui collaborano stanno pianificando di aumentare la loro esposizione verso i mercati emergenti, ma soprattutto sul Middle East. È questo quanto emerso in un'indagine chiamata Alternative Investment Survey che include oltre 1.000 investitori rappresentanti asset per circa mille miliardi relativi a hedge fund. Circa il 50% dei partecipanti alla ricerca sono risultati "bullish" sui mercati del Medio Oriente e addirittura nessuno ha detto di intendere ridurre l'esposizione verso quell'area.

## ■ I TITOLI FINANZIARI RESTANO SOTTOPESSATI

Negli Stati Uniti i gestori di hedge fund stanno ancora sottopesando i titoli bancari in quanto credono che il peggio per il mercato del credito non sia ancora alle spalle. A sostenerlo è una ricerca firmata dalla società Sandler O'Neil. Lo studio si basa su un campione di clienti di tipo hedge fund. Per farsi dire il reale orientamento sui titoli bancari, la società ha promesso l'anonimato ai clienti intervistati. Più dei due terzi degli intervistati ha detto di sottopesare ancora il settore banche mentre solo il 13% lo sta sovrappesando.

## ■ QUANTA FATICA GUADAGNARE CON OIL&GAS

Nonostante i prezzi del petrolio e del gas naturale siano balzati a nuovi massimi negli ultimi mesi, gli hedge fund specializzati nel settore energia faticano a tramutare in profitti i propri investimenti speculativi. I gestori interpellati da Hedge Fund Trades su questo argomento hanno citato diversi motivi per la loro debole performance finora nel corso dell'anno. Alcuni hanno detto che è stato difficile stare dietro e gestire le oscillazioni dei prezzi. Altri hanno ammesso di aver cavalcato il tema stando sui titoli delle società petrolifere e delle raffinerie che hanno però deluso offrendo ritorni modesti.

## ■ IN APRILE FONDI SU DEL 2,28%

Secondo i dati di Barclays Hedge i fondi alternativi hanno messo a segno in aprile un rialzo medio del 2,28%. Ben sedici dei 18 indici di categoria hanno chiuso in positivo guidati dalle strategie più esposte al rally dei mercati azionari visto nel quarto mese dell'anno. I fondi specializzati in titoli tech hanno guadagnato il 6,41% dopo aver perso il 5,58% nel primo trimestre dell'anno. Bene anche gli hedge che puntano sui mercati emergenti, forti di un +3,87% in aprile in scia alle accelerazioni dei listini di Brasile, Cina e India.

## ■ I LEGAMI TRA HF E RALLY DEL PETROLIO

Ma è proprio vero, come sostiene qualcuno, che il rally del petrolio sarebbe colpa degli hedge fund? Per capir-

ci un po' di più il Parlamento Usa ha intrapreso una nuova indagine sul ruolo della speculazione nella corsa dei prezzi del petrolio: La Commissione Energia e Commercio della Camera dei rappresentanti ha messo in calendario una serie di audizioni per maggio e giugno. Secondo quanto riferisce il Wall Street Journal, l'inchiesta prende di mira in particolare gli hedge fund e le investment bank, accusate di avere avuto una parte decisiva nello spingere il barile a bruciare un record dopo l'altro.

## ■ ANCHE LA CISL DICE LA SUA SULLA QUESTIONE HEDGE FUND

Nella gara a proporre soluzioni per gestire il fenomeno hedge fund è arrivato anche il parere di Raffaele Bonanni, segretario generale della Cisl. A margine di un convegno sulla riforma dei mercati nell'ambito di Terra Futura, la rassegna delle buone pratiche di sostenibilità ambientale, il leader di uno dei più importanti sindacati nazionali ha detto che servono regole internazionali e tasse più alte sui fondi speculativi. "Tutti gli stati devono darsi una regola internazionale sui flussi finanziari - ha chiarito - perché oggi i singoli stati sono senza potere rispetto a un mastodonte come il potere finanziario che agisce a livello internazionale". Secondo Bonanni, oggi si pone anche "un problema di limitazione delle entrate e delle uscite di capitali, soprattutto dei private equity e degli hedge fund che arrivano e vanno e, invece di aiutare le realtà produttive, a volte le mettono in difficoltà, perché cercano soltanto il proprio margine".



## Memento permanente

Qualche giorno fa è stata presentata una novità di non poco conto. Questa porterà a un nuovo stato d'evoluzione i microprocessori che usiamo nei nostri computer, telefonini, automobili, lavatrici e quant'altro usi circuiti stampati per funzionare. L'innovazione si chiama Memristor, nome nato dall'unione di memory e transistor. Al termine della lettura dell'articolo, sono rimasto un po' a riflettere e anche un po' stupito.

La sorpresa era dovuta non tanto alla scoperta che, di per sé, è sicuramente importante, ma dal fatto che ero abituato talmente alle memorie supportate dalle batterie tampone (quelle batterie che consentono di tenere i dati essenziali delle periferiche elettroniche per anni, come la data, il nome e altre informazioni che una volta dovevamo immettere a ogni accensione), che mi ero dimenticato che stavamo ancora lavorando sull'architettura teorizzata da Von Neuman negli anni 50. In questa architettura si divide in memoria di massa (il disco dove salviamo i dati), memoria lavoro (la RAM, o memoria lavoro, dove vengono caricati dal disco i

dati da elaborare) e il processore (quello che fa i effettivamente i calcoli).

Quindi quando accendiamo il nostro PC, c'è il BIOS che sostanzialmente consente di leggere dalla memoria di massa la "traccia zero" (MBR) per caricare nella memoria lavoro il sistema operativo e i programmi, quando il computer si spegne tutto ciò che è nella RAM scompare (infatti viene definita memoria volatile). Ecco perché quando si blocca il computer, tutto il lavoro non salvato su disco viene perso. Con l'avvento del Memristor, questo non succederà perché anche da spento i dati non "evaporano". In altri termini, viene a mancare la necessità della memoria di massa perché si uniscono le 2 funzioni nel nuovo dispositivo.

Cosa significa questo? Un'altra rivoluzione copernicana. Computer velocissimi e in grado di simulare alcuni processi cognitivi fino a ora teorizzati e di pertinenza esclusivamente del nostro complesso sistema di calcolo e della sua unità centrale, cioè il cervello: soprattutto che "gadget elettronici" non perderanno la memoria una volta spen-

ti anche in mancanza di batterie tampone. Ma questo è un bene o un male? Dal punto di vista tecnologico, non ci sono dubbi: è un salto in avanti di notevole rilevanza e si può prevedere una curva delle prestazioni molto inclinata positivamente. Poi si supererà il modello di architettura attuale e sarà più semplice realizzare i neuro computer o quello in cui evolveranno in futuro. Ma è anche una cattiva notizia per i difensori della privacy, i distratti e per tutti coloro che non ricordano che queste "ferraglie elettroniche" ormai ci profilano meglio delle società di credito al consumo o degli esperti di serial killer del FBI.

Al proposito, è appena uscita una ricerca che ci informa che in media un hard disk "classico" contiene circa 4,2 anni di dati personali (in Italia un po' di più), quindi se ci dimentichiamo di cancellare ("wipe" e non "format", mi raccomando) il nostro hard disk prima di cederlo a terzi, rischiamo di lasciare a quest'ultimo una buona parte della nostra vita personale. Immaginate cosa potrebbe succedere con il Memristor?

\* Fondatore Digitaltrust

segue da pagina 15

ziale per un'efficace gestione del rischio.

Per molte società la gestione e la misurazione del rischio sono solo un costo netto, indipendentemente dalla generazione di Alpha, ma in realtà la gestione del portafoglio e la gestione del rischio rappresentano le due facce di una stessa medaglia, e la recente crisi ha dimostrato che nel lungo termine l'una non può funzionare senza l'altra. Il costante sviluppo del mercato dei servizi di

gestione del rischio sta contribuendo al lento diffondersi di questa consapevolezza.

### ESTERNALIZZARE LA FUNZIONE

In passato gli asset manager investivano soprattutto nei team dedicati alla raccolta dei dati necessari a riassicurare i rischi dei portafogli, ed era questo lo scopo primario del gruppo di gestione del rischio.

Oggi invece possono esternalizzare la funzione di misurazione del rischio e possono quindi concentrarsi

sul reale valore che la gestione del rischio può offrire alla loro società.

Lo sviluppo di tendenze di settore quali l'uso di derivati, gli investimenti liability-driven e l'offerta di portafogli che includono varie classi di attivi fa aumentare la complessità dei mercati.

### ADEGUARE LE STRUTTURE A MERCATI PIU' COMPLESSI

Le società che già dispongono di un efficace sistema di gestione del rischio e di precisi strumenti di misura-

zione dovranno costantemente adeguare questa infrastruttura per far fronte a una realtà sempre più complessa, mentre chi non ha ancora affrontato la questione dovrebbe occuparsene con la massima priorità, perché senza un'efficace gestione del rischio è ormai impossibile investire con profitto sui mercati dei capitali con una prospettiva di lungo periodo.

E credere che la gestione del rischio possa funzionare senza un opportuno sistema di misurazione del rischio stesso è pura follia. ■