



prometeia
associazione

bologna

5 ottobre 2010

Alcune considerazioni sul lungo periodo

paolo onofri

Dal punto di vista del risparmiatore previdenziale

Attualmente è meno tollerante nei confronti del rischio rispetto al passato, infatti:

- ha una quota crescente di ricchezza totale lorda (RTL) che ha a fronte mutui immobiliari e non è facilmente liquidabile;
- ha molte più incertezze di prima su un'altra importante fetta della propria RTL: il proprio reddito da lavoro futuro (capitale umano più incerto);
- l'età media sta crescendo e, a parità di tutto il resto, è più avverso al rischio

Dal punto di vista del risparmiatore previdenziale

Ha maturato una profonda **sfiducia** nei confronti dei mercati finanziari che origina dal passato recente e si trova in una condizione di altrettanto profondo **disorientamento** nei confronti del futuro.

Ha intuito che con rendimenti reali bassi deve risparmiare di più per avere la stessa pensione (effetto reddito prevalente per la variazione del tasso di interesse)

Dal punto di vista dei mercati finanziari | i debiti pubblici

- Meno affidabilità dei debiti pubblici delle economie mature:

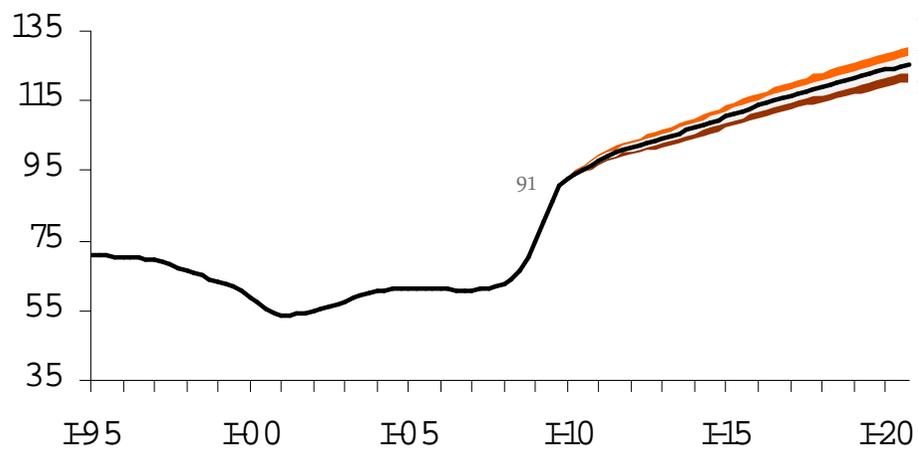
(i) allocazioni di portafoglio senza offerta pubblica di attività prive di rischio ?

quando il debito pubblico sembrava scarseggiare
l'industria finanziaria ha prodotto dei sostituti sintetici, ma
abbiamo visto come è finita negli anni passati ...

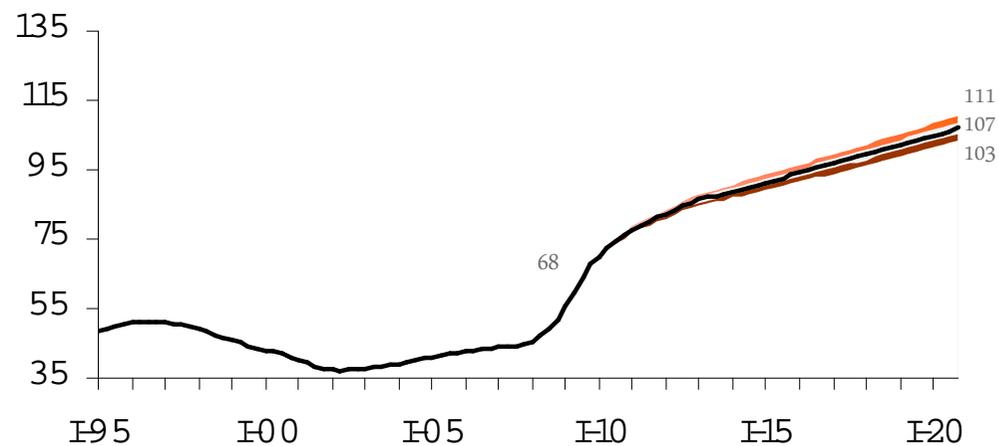
(i) rischio credito per i debiti pubblici?

debiti pubblici | più rischi per i debiti pubblici dei paesi maturi

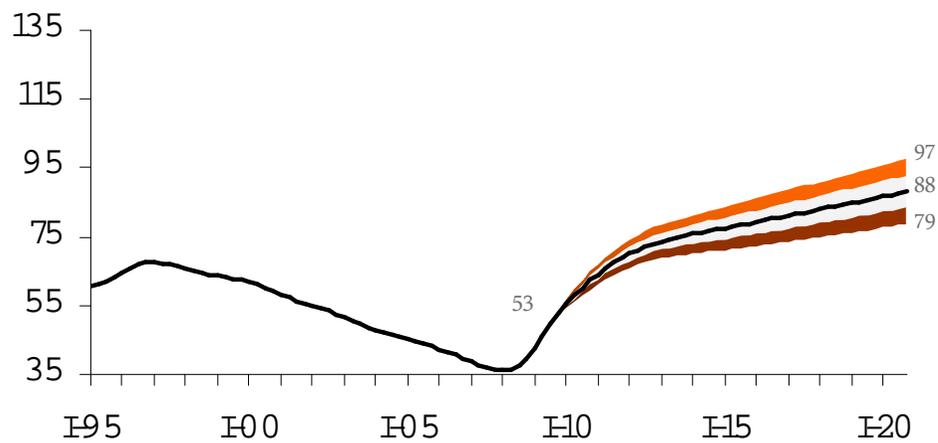
Stati Uniti



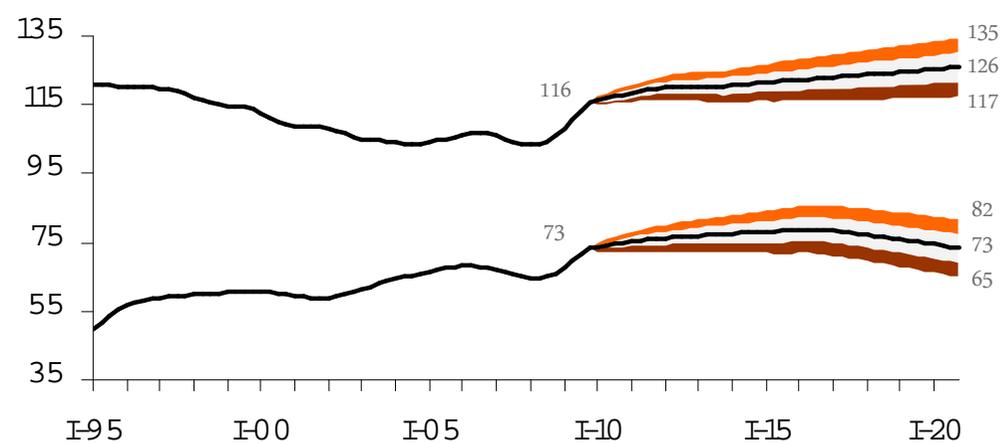
Regno Unito



Spagna



Italia e Germania



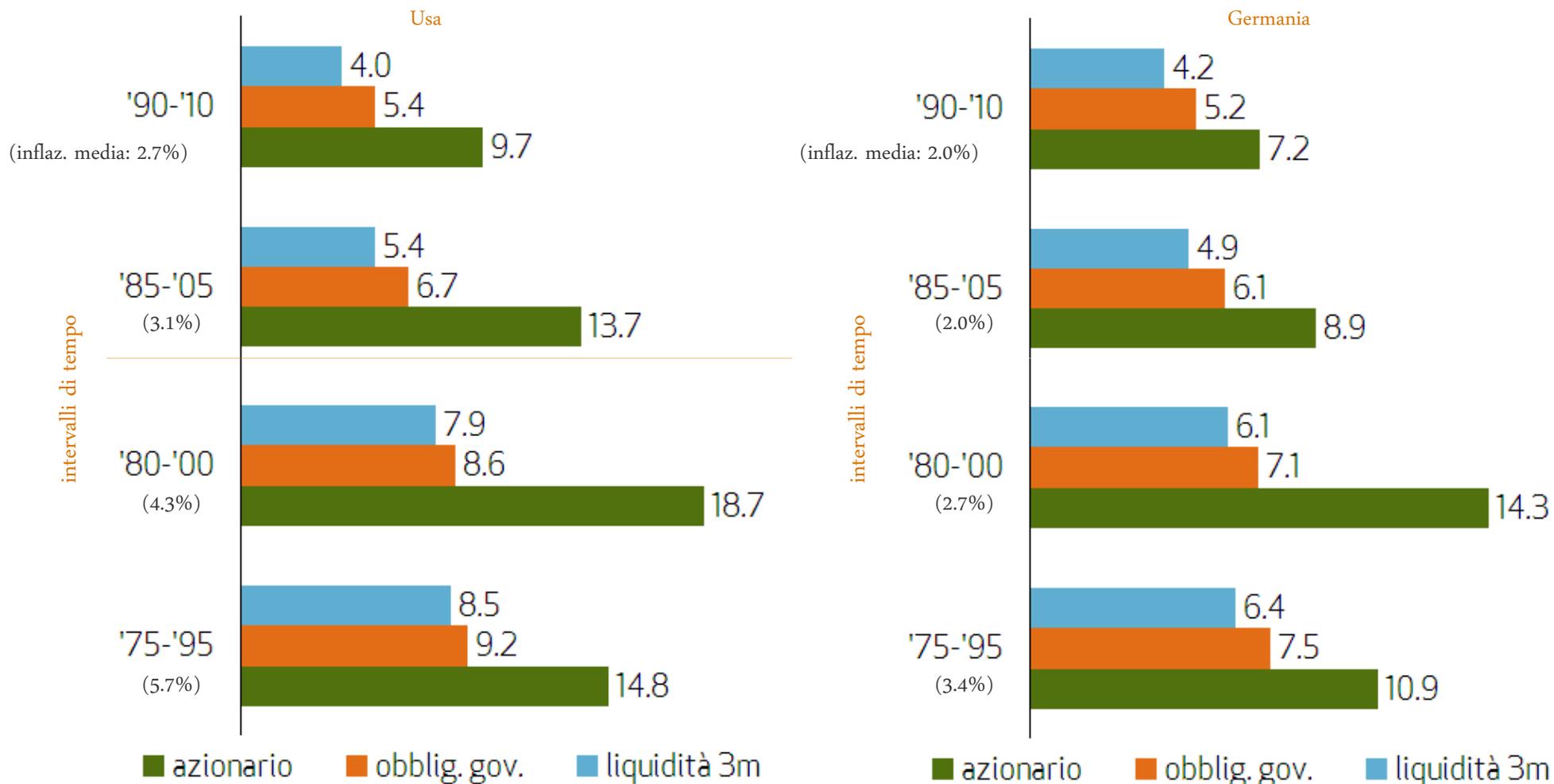
I valori riportati nei grafici rappresentano il rapporto debito/Pil rispettivamente per gli anni 2009 e 2020

Dal punto di vista dei mercati finanziari | i mercati azionari dei paesi maturi (DM)

I mercati azionari (DM) sembrano avere ridotto la loro capacità di garantire rendimenti differenziali adeguati al rischio differenziale che contengono

Azioni, obbligazioni e liquidità | rendimenti relativi (1)

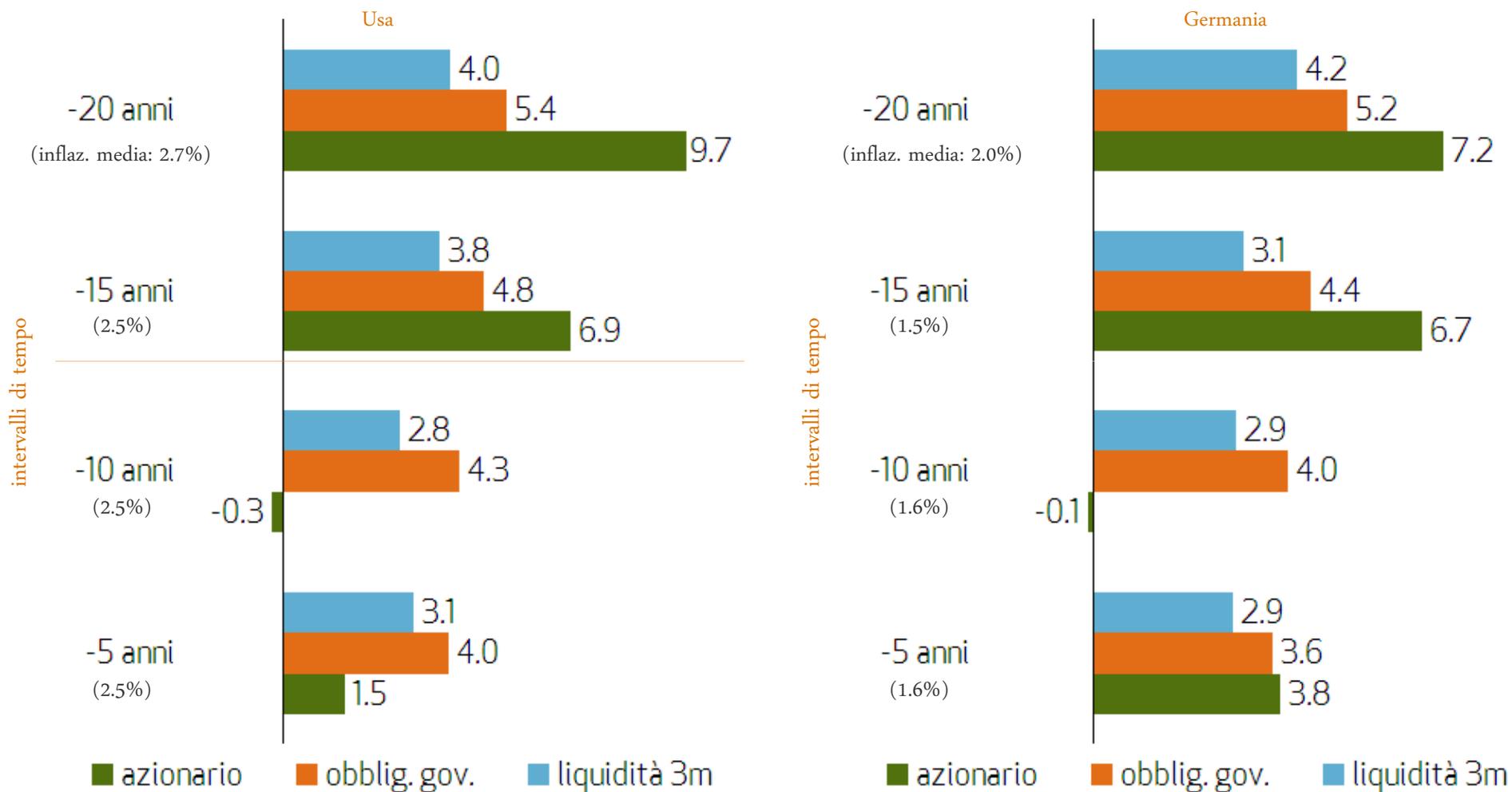
rendimenti % annualizzati medi per quattro periodi di venti anni delle classi di attività (total return) *



fonte: Thomson Reuters; dati al 23/9/10. * Rendimento dell'azionario calcolato come variazione annualizzata degli indici azionari Datastream-Market total return; rendimenti dell'obbligazionario e della liquidità calcolati rispettivamente come medie dei tassi gov. a 10 anni (da apr-77 per la Germania) e dei tassi sulle eurovalute a 3 mesi. Inflazione calcolata su dati Istituti di Statistica nazionali.

Azioni, obbligazioni e liquidità | rendimenti relativi (2)

rendimenti % annualizzati delle classi di attività (total return) negli ultimi 20-15-10-5 anni*



fonte: Thomson Reuters; dati al 23/9/10. * Rendimento dell'azionario calcolato come variazione annualizzata degli indici azionari Datastream-Market total return; rendimenti dell'obbligazionario e della liquidità calcolati rispettivamente come medie dei tassi gov. a 10 anni e dei tassi sulle eurovalute a 3 mesi. Inflazione calcolata su dati Istituti di Statistica nazionali.

Dal punto di vista dell'investitore istituzionale | F. P. e Casse

⇒ F. P. e Casse non possono trascurare il fatto che i loro *contribuenti* sono sfiduciati e disorientati

⇒ Attività di comunicazione per aiutare a correggere

- aspettative eccessive di rendimento dei mercati finanziari
- l'atteggiamento miope concentrato sulle performance di breve periodo (*shortermism*)

Dal punto di vista dell'investitore istituzionale | ritorno ai fondamentali dei mercati finanziari

I mercati finanziari sono intrinsecamente fragili per la stessa ragione che li rende indispensabili; svolgono un'attività socialmente produttiva: la trasformazione della liquidità. Questa funzione mette assieme le risorse di soggetti che hanno esigenze diverse di transazione per trasformarle in finanziamenti di lungo periodo.

La fragilità è intrinseca alla natura di questa operazione e la fragilità non è altro che il rischio che le necessità di liquidità non si incontrino con la liquidabilità degli attivi, come è stato detto.

Questa funzione è remunerata nel lungo periodo da un rendimento leggermente superiore al tasso di crescita delle risorse nella misura in cui gli attori dell'economia reale sono più o meno impazienti nei confronti del futuro.

In una economia aperta la funzione di trasformazione della liquidità si svolge sul piano internazionale

Dal punto di vista dell'investitore istituzionale | ritorno ai fondamentali della crescita

⇒ nel lungo periodo, per quanto elaborati siano i mercati finanziari, il contenuto reale dei rendimenti finanziari dipende dall'industria finanziaria solamente per la sua maggiore o minore efficienza nell'intermediazione dei flussi di risparmio verso gli investimenti;

⇒ nel breve periodo le fluttuazioni economiche e l'approccio “concorso di bellezza” dei mercati finanziari consentono lo scostamento dei rendimenti da quei valori medi e premia una parte dei gestori a scapito dell'altra;

⇒ il rendimento reale del capitale va di pari passo con il tasso di crescita dell'economia reale nel lungo andare; i mercati americani, europei e giapponesi si attendono a 10 anni una crescita reale dell'1%.

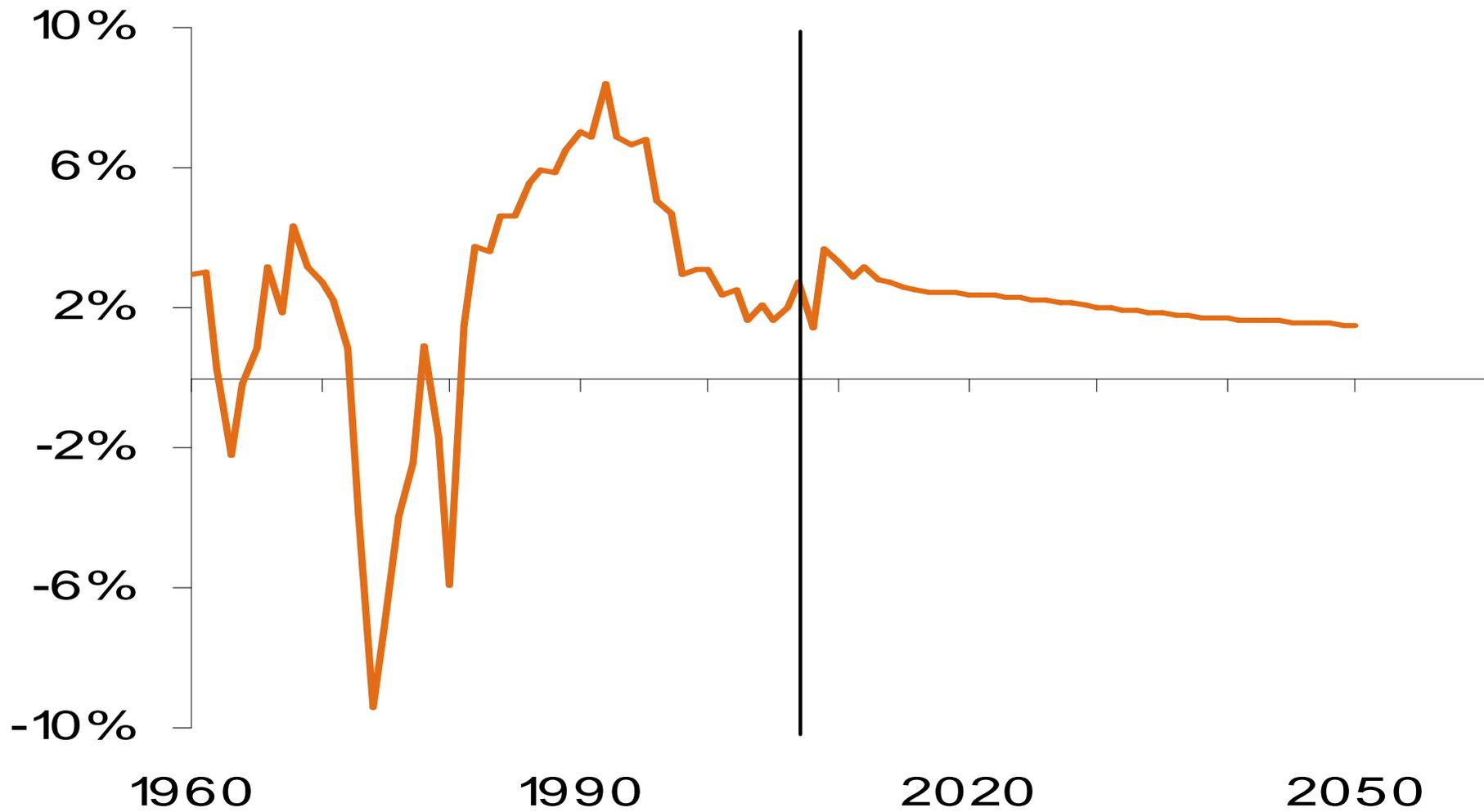
Dal punto di vista dell'investitore istituzionale | ritorno ai fondamentali della crescita, l'Italia

⇒ non è un caso che non sia facile riprodurre senza rischi sui mercati finanziari nel tempo la performance di Pil e inflazione per quanto riguarda le Casse e la performance del Tfr per i FP;

⇒ la crescita media degli ultimi 15 anni non supera l'1% e quella della produttività è ancora più bassa;

⇒ nel futuro le potenzialità di crescita per l'economia italiana sono in riduzione per ragioni demografiche specifiche;

1960-2050 | Rendimento reale del capitale



Diversificazione internazionale: India vs Cina dipende dall'orizzonte temporale

La popolazione 30-49 anni nel periodo 2011-2030:

India +124Mn (+49%) stima GS +200Mn

Cina - 20Mn (-20%)

Usa +10Mn (+20%)

Composizione del Pil

Servizi 57%

Agricoltura 17%

Manifatturiera 16%

Costruzioni 7%

Utilities 3%

Conti pubblici:

Disavanzo/Pil 10%

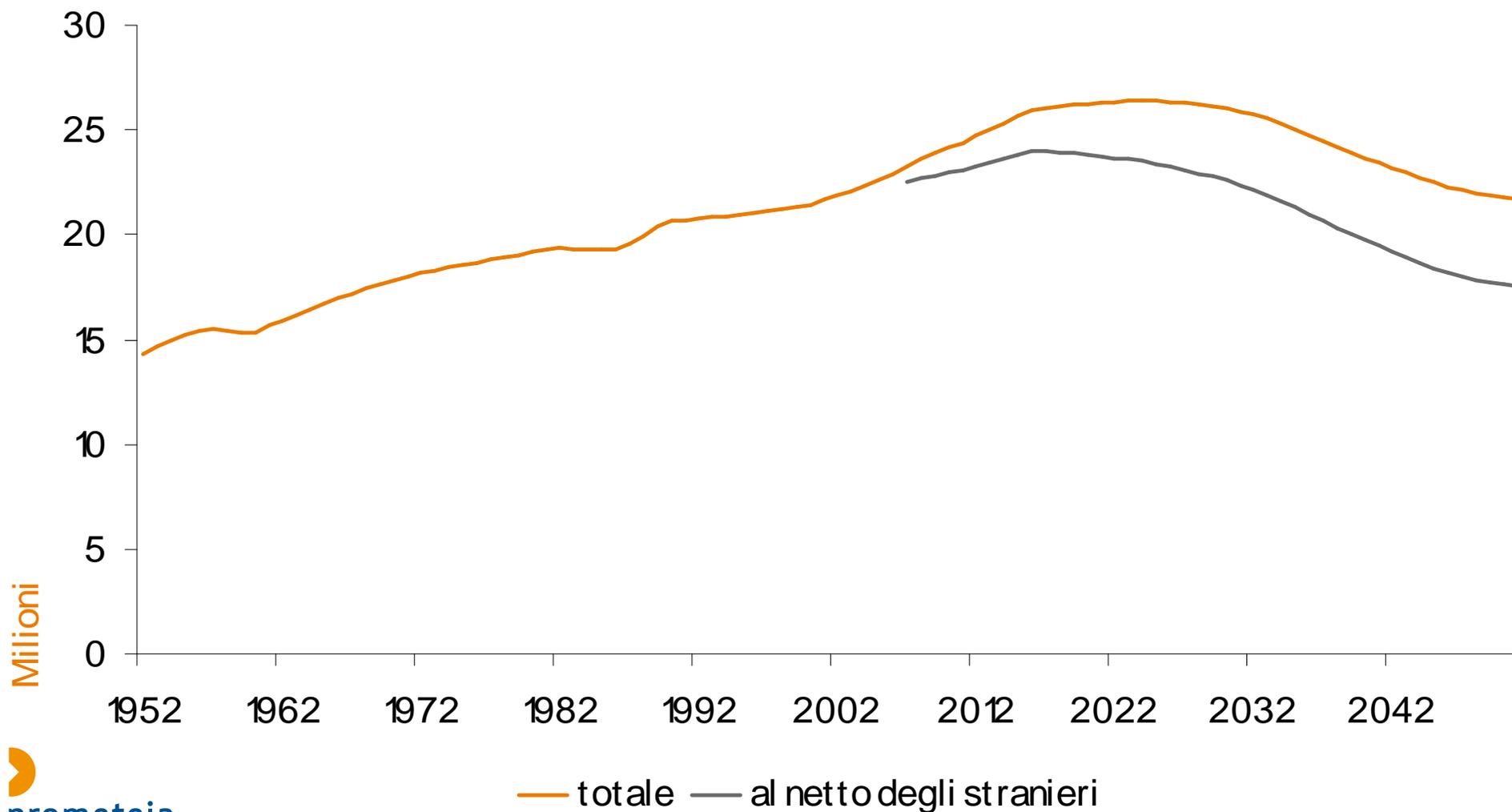
Debito/Pil 80%

Conti con l'estero

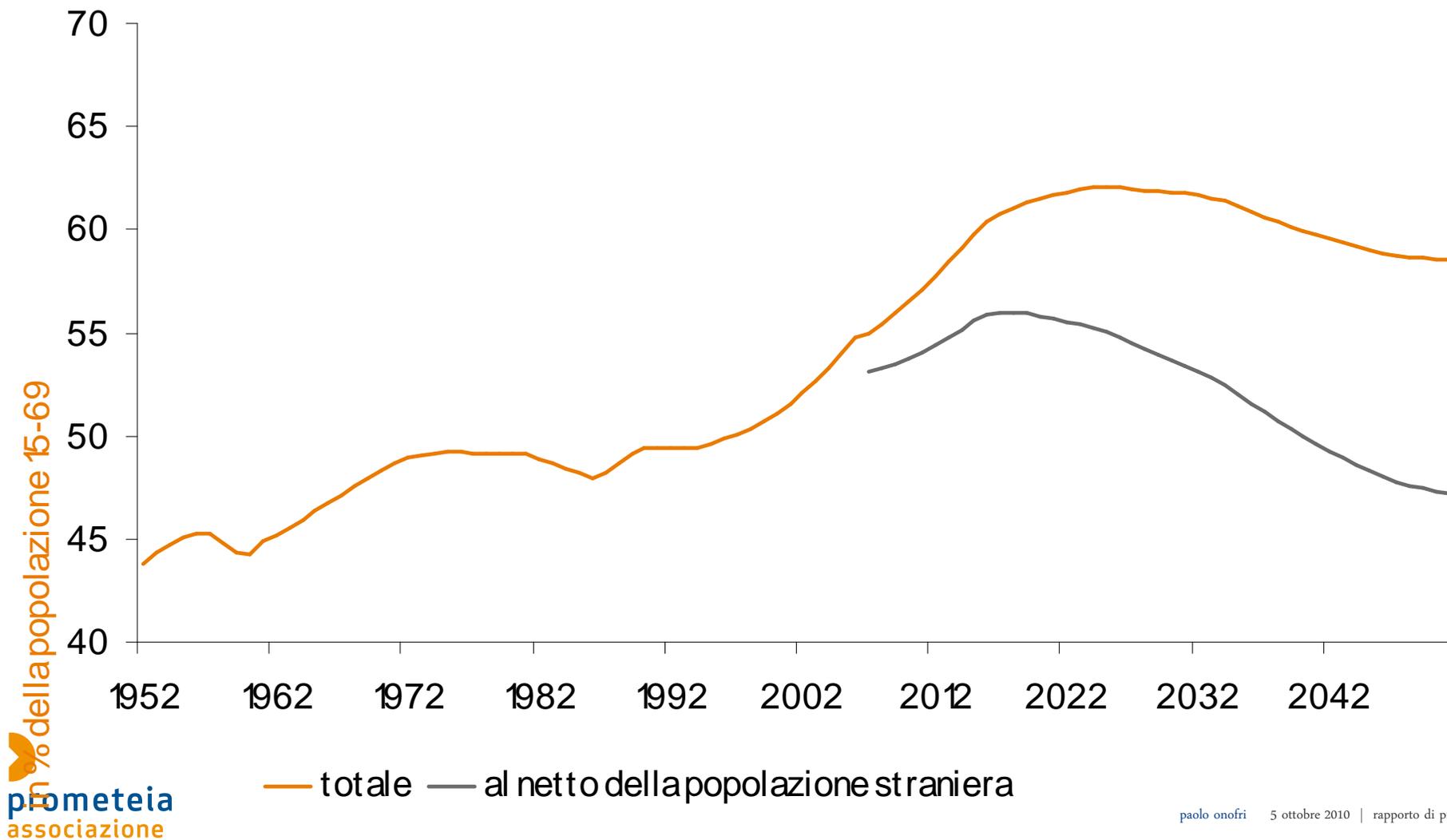
disavanzo corrente 3%

riserve internazionali 300Md \$

Popolazione 40-69 anni (livello)



Popolazione 40-69 anni



Il mercato azionario nel lungo periodo | volumi e valori

