ISSN: 2038-2111

Periodico
dell'Associazione
Italiana degli Analisti
e Consulenti Finanziari

rivista aiaf® online

N. 103
II/ 2017
Trimestrale

Banche venete, o i Madoff de noantri

A cura della Direzione

"L'Unione Bancaria Europea non si è rivelata in Italia all'altezza delle esigenze". Difficile contestare il titolo del Financial Times al commento di Lucrezia Reichlin sull'operazione Intesa/banche venete. L'intervento dell'istituto ha senz'altro risolto un problema che rischiava di incancrenirsi con effetti devastanti. Anzi, si può concordare con il giudizio del report del Crédit Suisse: "*This is an happy end for the Italian banking system, for which is removed systemic risk*".

Ma il sollievo per lo scampato pericolo (salvo sorprese sempre possibili da Bruxelles o Francoforte) non può far dimenticare il fatto che il risultato è stato raggiunto nonostante, e non grazie all'esistenza delle regole europee che si sono rivelate più una gabbia che non un aiuto. Anzi, per approdare ad un risultato positivo è stato necessario accantonare il concetto di risoluzione e rispolverare la "vecchia" liquidazione, l'unico modo per evitare il coinvolgimento dei possessori di titoli *senior*, spesso in Italia di piccoli risparmiatori a cui le banche hanno venduto fraudolentemente i titoli. E così dal cilindro è spuntata Intesa, protagonista di un'operazione win win: ci guadagna la banca, ci guadagna il sistema. E i costi, assicura Banca d'Italia, alla fine saranno vicini a zero. A conferma che, quando si possono avere a disposizione i tempi adeguati, anche le mega cartolarizzazioni possono essere gestite.

Ma tutto questo è avvenuto, dopo una gestazione infinita e grandi lacerazioni, solo grazie al ritorno alle legislazioni nazionali. Forse la lezione sarà servita: l'epilogo della vicenda potrebbe convincere finalmente gli Stati che l'Unione Bancaria realizzata a metà, senza garanzie comuni sui depositi e senza l'armonizzazione del diritto fallimentare in materia bancaria, è un edificio incompiuto, pieno di crepe e potenzialmente pericoloso, soprattutto per i più deboli. Ma la soluzione di affidarsi all'applicazione delle norme del diritto nazionale è di suo assai debole: come è possibile concepire un sistema bancario di dimensioni continentali frammentato in più segmenti? Di fronte alla sfida di dar vita ad una o più Bad Bank di dimensioni adeguate, che necessitano di un mercato dei non *performing loans* di dimensioni continentali, il richiamo a legislazioni così limitate equivale a richiedere una diversa patente di guida per ogni Paese agli autisti di Tir.

Purtroppo non è difficile immaginare che l'esito, tutt'altro che felice, del collaudo delle regole della Brrd, sia destinato a complicare, più che a favorire, i progressi dell'Unione Bancaria. La garanzia comune sui depositi, finora rifiutata dalla Germania, rischia di diventare una pura e semplice utopia, soprattutto per motivi di convenienza politica immediata. E' arduo immaginare un Ministro delle Finanze tedesco che voglia spiegare ai suoi elettori le ragioni di una simile scelta. D'ora in poi, sostengono i critici, sarà anche molto difficile attivare le regole del *bail-in:* l'Italia, è l'accusa, ha chiesto ed ottenuto una deroga alla risoluzione in circostanze dubbie. I due istituti veneti assieme rappresentavano solo il 2 per cento del sistema. Certo, conta la concentrazione in un'area del Paese ben concentrata e l'ammontare del rischio per il fondo di tutela dei depositi. Ma tanta clemenza ha minato alle fondamenta il "giocattolo" della Brrd.

Non ha retto, dunque, l'ambizione di voler escludere l'intervento della mano pubblica nella gestione delle crisi bancarie, non ha retto alla prova anche perché l'architettura del sistema ha ancora molte zone d'ombra che hanno favorito in questi anni una grande

Segue a pag. 2

In questo numero:

Due modi di vedere la congiuntura (e i problemi) dell'Unione Europea. **Giovanni Bottazzi,** con la consueta capacità analitica, passa ai raggi X uno dei problemi strutturali che gravano sugli equilibri dell'Eurozona: il surplus crescente della Germania che mette sotto pressione i rapporti tra i partners ed è una delle ragioni del contenzioso con gli Usa. All'origine del fenomeno, in contrasto con le direttive comunitarie, c'è, sottolinea l'autore, la struttura stessa dell'euro, troppo debole per la forza dell'economia tedesca che trae così vantaggio dal gap con i Paesi più deboli della Comunità.

Diverso l'approccio di **Veronica De Romanis**, autrice di un fortunato saggio: l'austerità, è la tesi, non è un macigno imposto all'economia italiana ma, se ben interpretata, l'occasione per rimuovere svantaggi storici che frenano la nostra crescita.

Andrea Gasperini, Federica Doni e Emanuele Plata hanno approfittato del confronto tra esperti del mondo *social responsible* ed operatori del mondo finanziario italiano ed internazionale al Convegno indetto da AIAF, Università della Bicocca e Plef, per condurre un sondaggio sull'evoluzione del confronto su clima, mercati e responsabilità sociale ai tempi di Donald Trump.

Robert Shiller, lo studioso che ha dato vita al più importante indice del mercato immobiliare americano, autore del saggio che denunciò "l'esuberanza irrazionale" Wall Street alla vigilia dello scoppio della Borsa, esamina lo stato d'animo dell'economia dopo la lunga depressione: come negli anni Trenta la stagnazione è dura a morire anche per lo shock che pesa ancora sugli umori del mercato.

E' in questa cornice che le Borse stanno affrontano la scommessa più delicata: il rialzo progressivo dei tassi Usa verso livelli "normali": è questo il tema

Banche venete, o i Madoff de noantri

confusione. Prima Banca Etruria e le altre tre piccole banche hanno fatto quasi da cavie a Bruxelles, tra un *bail-in* non applicato e un divieto europeo (a questo punto, da giudicare assurdo) di utilizzare il Fondo di garanzia dei depositi perché ritenuto (ingiustamente) di natura pubblica. Poi la crisi del Monte dei Paschi, salvo solo grazie all'intervento del Tesoro. Infine, la vicenda di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza per cui il Governo ha tentato prima la strada della ricapitalizzazione precauzionale salvo poi virare sulla liquidazione. C'è una linea coerente e razionale dietro le scelte dei regolatori e delle autorità italiane. Silvia Merler del Bruegel Institute, avanza questa tesi: la linea di condotta delle autorità è quella di rimandare le soluzioni il più in là possibile, finché le sue considerazioni politiche non si impongano sulle istanze economiche. E' successo per Monte Paschi, una crisi lasciata marcire inventando ipotetici investitori interessati e l'esistenza di un piano B (che non c'era) pur di non disturbare il referendum costituzionale. E' successo per le banche venete: la soluzione Intesa è spuntata quando le alternative più lineari erano ormai affondate. E così, conclude l'analista, "qualcuno si rallegrerà per l'epilogo felice, altri per quello che è: una scelta politica".

In sede di analisi politica merita spendere alcune parole sui limiti imbarazzanti emersi dalla parabola dei due istituti, solo in parte vittime della recessione. Per il resto della dabbenaggine di molti affidati che non hanno dimostrato un elementare buon senso, come dimostra la testimonianza di un imprenditore, Giuseppe De Longhi, che non si è fidato delle lusinghe dei banchieri del Nord Est. "Avevo chiesto - ha dichiarato - un fido a fronte di un investimento in azienda per alcune centinaia di migliaia di euro. In Veneto Banca mi hanno risposto: ti diamo quattro volte tanto, purché acquisti anche titoli della banca". L'interesse dell'industriale del Pinguino si è subito raffreddato. Purtroppo molti non hanno seguito l'esempio. A loro discolpa, si può dire che nessuna autorità, né locale, né nazionale, ha speso una parola per mettere in guardia imprese e/o risparmiatori sulle "stranezze" che si andavano accumulando dietro la vernice del "miracolo del Nord-Est", spesso acriticamente sostenuto da giornali e saggistica. Hanno fatto eccezione, in questi anni, alcuni "messaggi nella bottiglia", ovvero le lettere di protesta degli azionisti che lamentavano il ritardo dei realizzi, affidati agli sportelli. Compreso lo sfogo di alcun dipendenti, attraverso la protesta dei delegati sindacali, che lamentavano il pressing dei dirigenti per collocare nuovi titoli azionari od obbligazioni.

C'è una sostanziale differenza tra le cause che hanno portato al dissesto Monte Paschi dalla scientifica spoliazione di ricchezza a cui è stata sottoposta la clientela delle banche venete. A Siena, la miccia che ha scatenato il dissesto è stata un'acquisizione scellerata aggravata da improvvidi tentativi del vertice di rimediare, una volta insorti i primi problemi di redditività e di erosione del capitale, con operazioni a leva sui Btp, primo atto di una storia sciagurata che si chiude in questi giorni con la cessione dei crediti in sofferenza di Monte Paschi al fondo Atlante 2 (operazione, tra l'altro, resa possibile dell'intervento di Intesa in Veneto, che ha liberato risorse altrimenti destinate agli NPL). Ma quel che è successo tra Vicenza e Montebelluna dal 2008 in poi è degno di un romanzo dal titolo "Il Ponzi de noantri" che meriterebbe scrivere non foss'altro per inchiodare i limiti della gestione e della vigilanza all'italiana negli anni in cui banchieri, politici e giornalisti facevano a gara nel celebrare la solidità delle banche italiane rispetto al resto d'Europa. Un idillio che si è spezzato per colpa (anzi, per merito) della Vigilanza europea.

E' stato Fabio Pavesi a sollevare sul Sole 24 Ore il lenzuolo su un passato imbarazzante ma che ci aiuta a capire il male oscuro che rende questa crisi così speciale e giustifica il "presunto regalo" a Banca Intesa, che non si è accollata, come il Santander in Spagna, un istituto in difficoltà per i postumi della crisi immobiliare, il Banco Popular, ma vivo e vegeto, bensì un carrozzone pieno di cicatrici. L'analisi parte da un'anomalia all'apparenza inspiegabile: perché le sofferenze calano in tutto il sistema a fronte del miglioramento dell'economia, ma non a Vicenza o in Veneto Banca? "Il livello dei crediti deteriorati toccati da Vicenza e Veneto Banca - si legge nell'articolo - è infatti da record

dell'analisi tecnica del team composto da **Alessandro Magagnoli, Claudia Cervi e Mauro Rotunno.**

Il Socio **Bruno Ricci** affronta il tema della "presunta" distinzione tra controllo contabile e controllo legale. In realtà, è la sua tesi, la distinzione non ha ragion d'essere. Il controllo non può risolversi in una mera verifica formale quasi a ridursi ad un riscontro contabile ma deve comprendere anche il riscontro tra la realtà e la sua rappresentazione.

rivista aiaf online

Fondata nel 1991
Direttore responsabile
Ugo Bertone

Comitato Redazionale
Alberto Borgia (Consigliere delegato)
Franco Biscaretti di Ruffia,
Giovanni Bottazzi, Andrea Dell'Aquila,
Emanuela Fusa, Andrea Gasperini,
Paolo Guida

Sommario

Editoriale	Banche venete, o i Madoff de noantri A cura della Direzione	1
Politica economica	L'euro e la fortuna della Germania di *Giovanni Bottazzi*	5
Politica economica	L'austerità è un'eresia buona. A colloquio con Veronica De Romanis di *Franco Locatelli*	15
Finanza sostenibile	Clima, Investimenti verdi e Trump: i risultati della survey AIAF-UNIMIB-PLEF di *Andrea Gasperini, Federica Doni e Emanuele Plata*	21
Scenari futuri	Nel 2067 il mondo sarà migliore? Forse.. di *Kaumil Bashu*	35
Finanza comportamentale	Il pessimismo che è dentro di noi di *Ronert Shiller*	37
Bilancio e Fisco	Il controllo legale e contabile di *Bruno Ricci*	41
Analisi Tecnica	Azionario Usa, Europa e Cina dopo i rialzi della Fed di *Alessandro Magagnoli, Claudia Cervi e Mauro Rotunno*	43

Gli articoli, che compongono la Rivista, esprimono l'opinione degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale dell'Associazione

Questo numero è stato chiuso in redazione: 3 Luglio 2017

Editore
AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

Redazione, Pubblicità, Abbonamenti
Corso Magenta, 56, 20123 Milano
Tel. +39.02.72023500, Fax +39.02.72023652
www.aiaf.it – info@aiaf.it

Progetto grafico Armando e Maurizio Milani

Fotocomposizione
Service provider: Wellnet srl—Piazzale L. Cadorna, 13 Milano—sito internet: http://www.aiaf.it

Abbonamento annuale 2017 (RIVISTA AIAF on line con i Quaderni online aperiodici, Atti dei Convegni in formato pdf. e password per visionare anche altre pubblicazioni on line) alla tariffa annua di Euro 100,00 (esente IVA), Quaderni arretrati Euro 10,00

Reg.Trib.MI n. 76 – 20/02/2009
©Copyright 2017 AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

assoluto. Le due banche a fine del 2016 avevano infatti un tasso di prestiti deteriorati del 37%. Ed è il trend che impressiona. Solo l'anno scorso e solo per la Popolare di Vicenza i prestiti cattivi erano saliti di 874 milioni, l'11% in più sul 2015". L'apparente stranezza ha però una spiegazione "facile": la metà di questi prestiti malati (quasi mezzo miliardo), quelli riconosciuti nel 2016, sono crediti non restituiti da chi ha sottoscritto le azioni ora azzerate della banca. Insomma, la proposta al signor De Longhi rifiutata dall'industriale è stata replicata in migliaia di offerte, ahimè, accolte. E così, come nota l'ex banchiere (oggi consulente di PMI Fabio Bolognini (vedi il suo blog Linkerbiz) dal 2008 al 2011 il tasso di crescita dei prestiti è stato del 64% per Veneto Banca, del 35% per la Vicenza. Tassi astronomici molto superiori alla concorrenza.

Si trattava spesso, incalza Pavesi, di operazioni di dubbio valore economico. Erano il più delle volte di "Credito allegro e a piene mani senza valutare la sua rimborsabilità perché quel credito a pioggia con la tecnica dei prestiti baciati portava in casa capitale aggiuntivo. Più si prestava (con disinvoltura), più le banche di Zonin e Consoli si capitalizzavano artificiosamente. Tra l'altro a prezzi del tutto irrealistici per i compratori dati i fondamentali già scricchiolanti, almeno dal 2013, dei conti. Si è lasciato correre, non si è messo un freno e la situazione non ha fatto che deteriorarsi senza sosta". Di qui l'inevitabile caduta degli dei, cioè di banchieri che, in ossequio alle retoriche populiste che vanno per la maggiore, hanno voluto "servire il territorio" e "sfidare l'austerità". Il circolo vizioso è quello di sempre: inizia la crisi, la banca si accorge del deterioramento dei crediti ma tiene la cosa per sé (come tutti o quasi), ed al contempo rilancia il credito con le operazioni "baciate", che permettevano di colmare i crescenti buchi di capitale chiedendo ai debitori di comprare azioni degli istituti. Un meccanismo infernale che non può essere fermato: "Perché le banche - ha scritto Mario Seminero - non potevano permettersi un *credit crunch* per riparare il proprio stato patrimoniale: il leggendario "territorio" non lo avrebbe accettato".

Non è uno schema complicato. E, con il senno di poi, si può sostenere che la vicenda segue un altro buco nero nelle inefficienze del sistema italiano, quasi sempre più attento a rispettare la forma di provvedimenti senza badare alla sostanza. E più impegnato a compiacere il potente di turno (da cui dipendono sostanziose commissioni) piuttosto che tentare di andare sotto alla vernice. Ma siamo clementi: è molto difficile, spesso impossibile, esercitare il mestiere di controllore se i numeri sono volutamente falsi. Di fronte a condotte criminali, ogni verifica, ogni stress test è destinato a fallire. L'unico antidoto è quel salutare scetticismo che deve ispirare ogni analista finanziario.

Buon lavoro. Arrivederci.

(riproduzione riservata)



di Giovanni Bottazzi*

L'euro e la fortuna della Germania

Da almeno quindici anni il commercio estero divide in due l'economia europea: da un lato le poche economie, guidate dalla Germania, che guadagnano posizioni in termini di scambi commerciali e quindi di reddito nazionale, dall'altra tutte le altre, che arrancano o perdono posizioni. Proprio come nel gioco delle carte il vincitore a ripetizione suscita il sospetto di tutti i perdenti, che si chiedono: dove sta il trucco?

Il predominio tedesco negli scambi con l'estero tra i Paesi dell'Eurozona

Il predominio tedesco negli scambi con l'estero rispetto alle altre economie europee in genere ed in particolare quelle della zona Euro si manifesta in vari aspetti. Qui di seguito ne indichiamo alcuni.

Dal 2000 al 2016 i valori in euro delle esportazioni della Germania sono cresciuti quasi costantemente anno dopo anno, ad un tasso medio annuo del 5,4%, superiore a quello della Francia, 2,6%, e dell'Italia, 3,9 %[1], come risulta dal Grafico 1.

Il rapporto tra il valore delle esportazioni di merci e il prodotto nazionale lordo nel 2015 è stato di oltre il 35% per la Germania, del 21% per la Francia e del 23% per l'Italia.

Il vantaggio della Germania si verifica anche in termini di risultato economico, ossia di saldo tra il valore delle esportazioni e quello delle importazioni, saldo positivo il cui valore è cresciuto nel periodo 2000-2016 ad un tasso medio annuo del 6%, decisamente superiore a quello degli altri due Paesi maggiori[3], come si vede nel Grafico 2.

Le esportazioni della Germania, della Francia e dell'Italia(2)

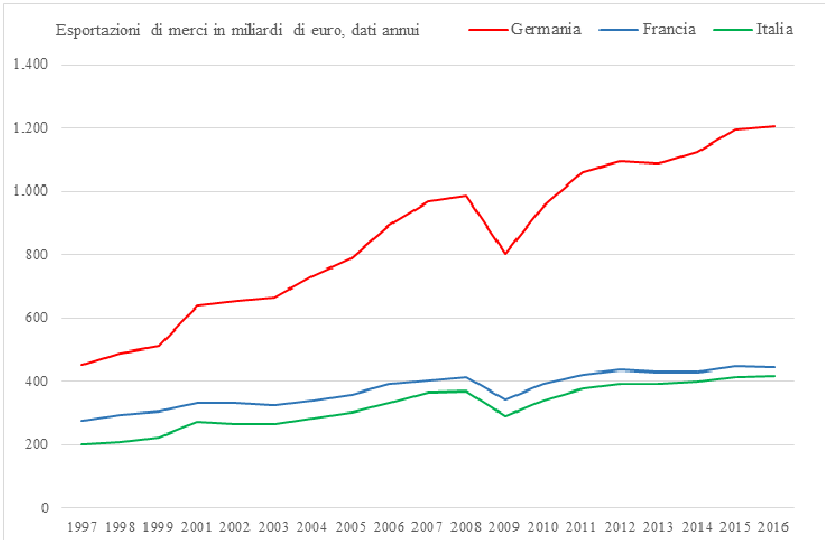


Grafico 1

NOTE

* Socio AIAF dal 1979, Funzionario di Direzione della Borsa Valori Italiana dal 1974 al 1994, autore di vari studi in argomento tecnico–finanziario. *gc.bottazzi@gmail.com*

1 I valori di crescita media annua riportati qui e di seguito sono i tassi incrementali dell'interpolante esponenziale dei dati di volta in volta interpolati.

2 I dati per l'elaborazione del grafico presente e di quelli successivi relativi al commercio estero tedesco sono desunti dalle pubblicazioni della Bundesbank, principalmente il bollettino mensile, "*Deutsche Bundesbank Balance of payments statistics March 2017*" e precedenti; quelli del commercio francese da pubblicazioni dell'istituto francese INSEE, reperibili principalmente agli indirizzi *https://www.bdm.insee.fr/bdm2/affichageSeries?idbank=001568783&codeGroupe=1058* per le esportazioni e *https://www.bdm.insee.fr/bdm2/affichageSeries?idbank=001569268&codeGroupe=1058* per le importazioni; i dati relativi al commercio estero italiano sono desunti da: Istat, Annuario Statistico Italiano dei vari anni, capitolo 17 (Commercio con l'estero ecc.) e da "Osservatorio Economico" del MISE.

3 Per i dati dei quali non è neppure proponibile un'interpolante di tipo esponenziale.

L'euro e la fortuna della Germania

Saldo commerciale annuo in miliardi di euro

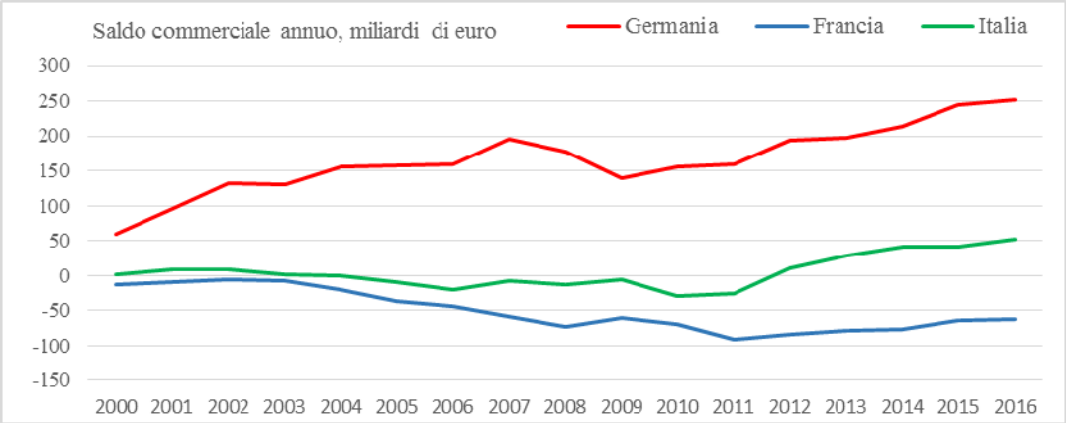


Grafico 2

Il momento magico di avvio del successo tedesco

Il momento di avvio della accelerazione degli scambi della Germania rispetto agli altri maggiori Paesi è significativo, come emerge bene nel Grafico 3, ripreso da una pubblicazione dell'OCSE. I dati comprendono qui il risultato anche dello scambio dei servizi, oltre a quello delle merci. Il periodo di tempo è molto lungo e così si può notare chiaramente che il momento di avvio del vantaggio della Germania coincide con l'entrata in circolazione della moneta comune, l'Euro.

In aggiunta e in concordanza con gli indizi precedenti, le statistiche segnalano che il commercio estero tedesco si è sviluppato in modo particolarmente fortunato per la parte rivolta ai Paesi di fuori dell'Eurozona, con cui ovviamente gli scambi sono denominati in moneta diversa dall'Euro. Questa maggiore crescita è registrata intanto dalla quota delle esportazioni extra-Eurozona, relativamente alle esportazioni complessive, che nel 2015 è arrivata a sfiorare il 64% (Grafico 4).

Saldo delle partite correnti di alcuni Paesi dell'Eurozona



Fonte: *https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/0/03/Balance_of_trade_in_goods_and_services_%28Eurozone_countries%29.gif*

Grafico 3

Quota delle esportazioni extra Eurozona sul totale

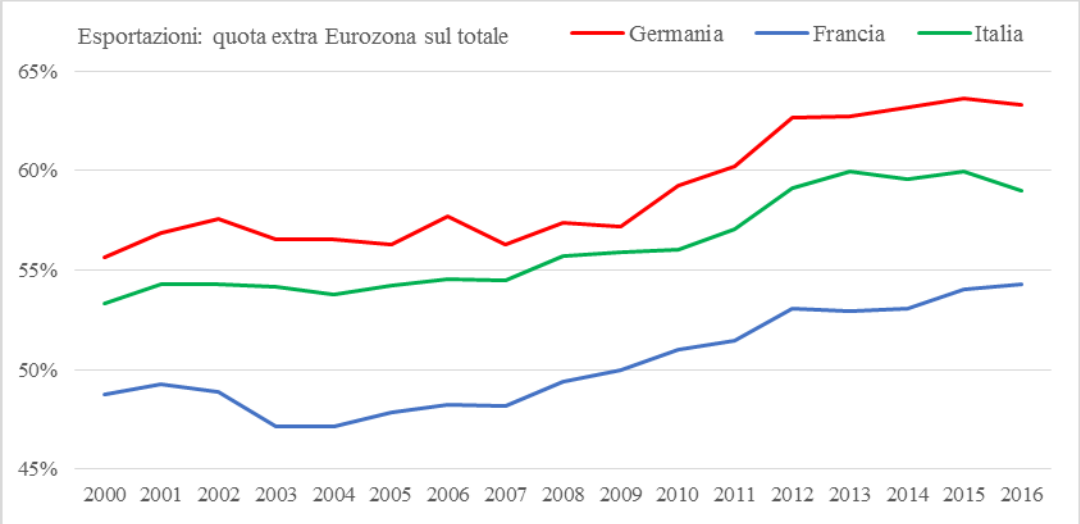


Grafico 4

Detto in altri termini, i valori del saldo commerciale con i Paesi extra-Eurozona crescono per la Germania a ritmo notevolissimo, mediamente del 10,9% annuo, molto superiore non solo rispetto ai ritmi degli altri due Paesi[4], **ma anche rispetto a quello delle esportazioni complessive della stessa Germania, che è del 5,4%**, come già notato a proposito del Grafico 1.

In definitiva, l'accumulo anno dopo anno di consistenti avanzi commerciali da parte della Germania suscita da tempo non solo le preoccupazioni delle istituzioni internazionali[5] - che lo considerano come uno degli squilibri indesiderati che fanno capo appunto

NOTE

4 Per i quali non è neppure proponibile una interpolante di tipo esponenziale.

5 Vedi articolo "Lagarde tira le orecchie alla Merkel - Fmi bacchetta la Germania: sta accumulando troppo surplus", *http://economia.diariodelweb.it/economia/articolo/?nid=20160509_381783*

Quota delle esportazioni extra Eurozona sul totale

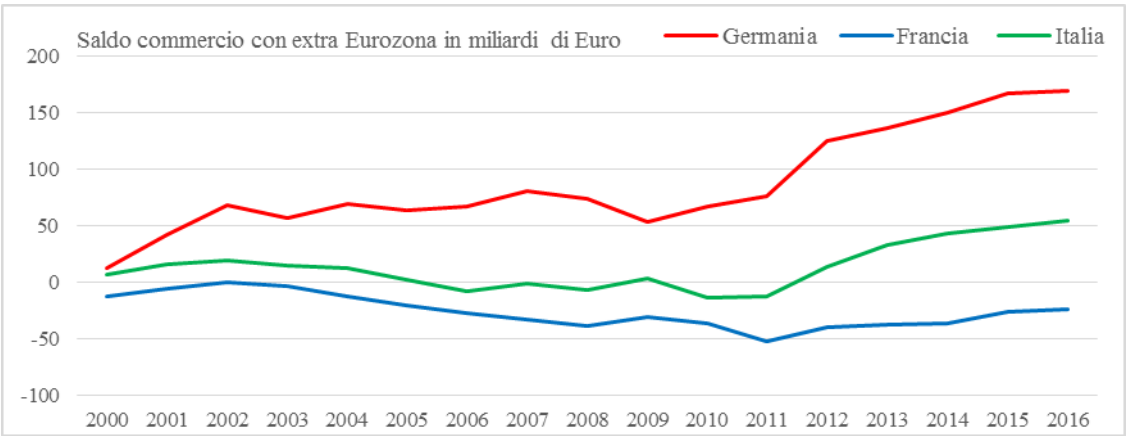


Grafico 5

alla Germania, capofila dei pochi Paesi europei capaci di vantare un ingente saldo commerciale attivo -, ma anche dei Paesi concorrenti, all'interno e all'esterno dell'Unione Europea[6].

Tra i diversi i profili di critica alla Germania cui si dovrebbe richiamare chi ha interesse a ripristinare un qualche equilibrio nell'ambito delle economie della zona dell'Euro riteniamo rilevante e, forse, generalmente non abbastanza evidenziato, quello dell'assetto del cambio della moneta comune, in presenza di forti squilibri commerciali.

La rilevanza del cambio

La predominanza della Germania tra i Paesi europei negli scambi commerciali con l'estero trova generalmente spiegazione con i noti punti di forza in fatto di produttività e di efficienza di quel sistema economico. Dato questo per pacifico, ci si può chiedere però se altre circostanze specifiche "abbiano messo il turbo" alle esportazioni tedesche.[7] Ad avviso non solo mio, c'è un altro fattore specifico capace di fornire una spiegazione aggiuntiva: è il fattore valutario, che non è ancora diventato un tema comune come dovrebbe[8].

L'aspetto valutario della vicenda, sebbene rilevante, appare negato alla immediata percezione comune per due motivi. Primo, richiede periodi di osservazione anche non brevi, in cui rientrano variabili molteplici che agiscono con effetti diversi, tra cui non è poi facile riconoscere la traccia del fattore valutario; secondo, richiede una riflessione sulla situazione alternativa, ma solo ipotetica, in cui le cose fossero andate in modo diverso da quanto realmente avvenuto, ove cioè fosse assente la moneta comune dalla scena dei Paesi che invece ora formano l'Eurozona.

Ovviamente, per indagare su questo punto occorre considerare la parte dell'interscambio del Paese che si svolge con i Paesi esterni all'Eurozona e adottano monete diverse; perché la quota degli scambi che si svolge in Euro con i vari Paesi dell'Eurozona non è direttamente soggetta al favore o alla contrarietà delle oscillazioni del cambio.[9] A dispetto di questa ovvietà, questo aspetto sinora non mi risulta sia ritenuto così importante da meritare la sua evidenza nelle statistiche correnti: quand'anche riescono a scendere in questo particolare, queste riguardano invece gli scambi intra-Eurozona, tanto che all'interessato incombe la cura di ricavare poi con il calcolo quanto serve.

Uno sguardo particolare agli scambi con i Paesi extra-Eurozona

Considerando quindi specificamente il segmento dell'interscambio – ossia la somma del valore delle importazioni e delle esportazioni - effettuato da ciascun Paese con quelli esterni all'Eurozona, risulta particolarmente significativa la sua quota relativa rispetto all'interscambio complessivo, entro e fuori la zona stessa. Ebbene, dal 2000 al 2016 questo indicatore sale così:

NOTE

6 "I tedeschi sono cattivi, molto cattivi", ha detto il Presidente Usa, Donald Trump, il 25 maggio scorso a Bruxelles, nel criticare il surplus commerciale della Germania, come riportato dal giornale tedesco Der Spiegel, vedi *http://www.ansa.it/sito/notizie/mondo/europa/2017/05/26/spiegel-cita-trump-tedeschi-cattivi_6624def7-b35a-4eae-ba42-5910d1e5876e.html*

7 Vedi per esempio l'articolo di Scenari Economici *https://scenarieconomici.it/grafico-giorno-bilancia-dei-pagamenti-in-europa/* e anche la domanda A in *https://scenarieconomici.it/brunetta-fa-10-scomode-domande-ad-angela-merkel-perche-il-potere-politico-non-supera-il-dualismo-destra-sinistra-e-mette-in-primo-piano-linteresse-nazionale-chiedendo-le-risposte-alla-germania/*

8 I questo senso vedi l'articolo *http://blogs.ft.com/gavyndavies/2016/07/10/the-german-balance-of-payments-quandary/* "*The IMF reckons that Germany's real exchange rate is now 15-20 per cent undervalued, which is at the heart of the "problem". Without the euro, Germany's export sector would already have been hit very hard by a huge rise in the D-Mark.*"; A. K. Rose, "One money, one market: estimating the effect of common currencies on trade", Economic Policy, 2000; il Sole-24 Ore 31.01.2012, "Dalla crisi solo vantaggi per Berlino", *http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-01-31/dalla-crisi-solo-vantaggi-063824.shtml* : "I vantaggi maggiori vengono però dall'appartenenza a un'unione monetaria, che ha consentito, secondo i calcoli di Nathan Sheets, di Citigroup, alla Germania di approfittare di un tasso di cambio reale effettivo deprezzato del 15-20 rispetto all'ipotesi del mantenimento del marco. In parte, questo è un effetto della virtù tedesca, di un costo del lavoro sotto controllo …". V. anche Alessandro Merli - Il Sole 24 Ore - 15.05.2016 *http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2016-05-14/surplus-tedesco-sotto-accusa-g-7-giappone-153623.shtml*

9 Sottolineo l'avverbio "direttamente" perché, per esempio, anche le esportazioni di prodotti lavorati nell'Eurozona possono di fatto essere avvantaggiate da importazioni di materie prime che provengono, magari, da Paesi al di fuori della zona Euro.

- per la Germania di 5,4 punti (dal 57,5 al 62,9)[10],
- per la Francia di 3,6 punti (dal 49,7 al 53,3%),
- per l'Italia di 3,6 punti (dal 52,3% al 55,9%).

Difficile negare come il cambio della moneta comune abbia dato una bella spinta agli scambi con l'estero un po' di tutti e tre i Paesi indicati, facilitati, nella comunanza monetaria, dalla compagnia di altri, poco bravi o addirittura proprio sfortunati in questo settore. Infatti, questi ultimi Paesi apportano e mettono in comune nell'area monetaria i loro deficit commerciali e così assorbono in parte o annullano completamente il surplus generato dagli altri.

In tal modo i Paesi che godono di un consistente surplus valutario a livello nazionale, e quindi sarebbero penalizzati da un apprezzamento della moneta nazionale rispetto a quella del Paese importatore nell'ipotesi di assenza di unione monetaria, evitano in tutto o in parte tale penalizzazione; in altri termini, sono esonerati in tutto o in parte da un rialzo del cambio dell'Euro. Al contrario, sono i Paesi con deficit commerciale a subire una penalizzazione, generalmente solo in parte compensata dal vantaggio per altro verso in termini di maggior potere di acquisto verso l'estero dato dal ribasso del prezzo delle importazioni. Infatti, l'importatore estero al di fuori della zona Euro accusa un rincaro di tutte le merci che provengono dalla stessa area valutaria e sono denominate in Euro, non solo di quelle provenienti dalla Germania: un rincaro anche delle merci degli altri Paesi, anche quelli che, per la loro parte, sono in deficit commerciale.

In definitiva, i Paesi che non arrivano neppure ad un equilibrio nel saldo commerciale estero accusano un danno netto dall'appartenenza a questa comunità valutaria, in contrasto con il beneficio goduto dai Paesi in surplus.

Il surplus commerciale dell'Eurozona: un premio non per tutti

Di fatto, dal 2012 in poi l'area dell'Eurozona ha inanellato ogni anno crescenti surplus commerciali, saliti da 68,2 a 279 miliardi di euro nel 2016. Questo è un saldo netto, ovviamente quanto resta dalla somma dei vari saldi positivi dei singoli Paesi della zona Euro dopo avere assorbito i saldi negativi dei Paesi in deficit commerciale. Occorre però accennare che pure il più ampio conto corrente della bilancia dei pagamenti – comprendente anche i servizi e i redditi da lavoro dipendente e da capitale – rimane da anni in sostanzioso attivo, intorno a tre punti percentuale del PIL complessivo dell'area.[11]

Le precedenti considerazioni sono valide a livello teorico, ma purtroppo difficilmente possono essere avvalorate da evidenze empiriche apposite prodotte sulla base dei dati statistici. Il fatto è che, dalla metà del periodo considerato, poco più che tre lustri di vita dell'Eurozona, la crisi finanziaria è venuta a scombussolare le carte. Da allora il livello del cambio è stato determinato dall'azione delle Banche Centrali, ancor più che dalle libere dinamiche degli scambi commerciali e dalle altre voci dei pagamenti internazionali.

Si è visto che per parecchi anni vi è stata una iniezione di forza nel valore esterno della moneta comune europea, l'Euro, il cui cambio infatti continuava a salire. Però, di fatto nella prima parte della crisi finanziaria internazionale scatenata dai mutui americani *subprime* è stata la banca centrale americana, la FED, più pronta ad intervenire pesantemente per ridurne gli effetti. Uno dei risultati è stato quello di ridurre il valore esterno del dollaro, favorendo viceversa l'Euro, che ha continuato a salire anche nella prima parte della crisi, fino a toccare, nel luglio 2008, un massimo di circa 1,6, grazie anche alla spinta propulsiva del surplus commerciale dell'Eurozona, salito fino a 279 miliardi nel 2016.

Successivamente è stata la Banca Centrale Europea a decidere interventi per contrastare gli effetti della crisi, che stava provocando effetti perversi anche in Europa. In particolare, la BCE ha condotto la riduzione dei tassi d'interesse, fino a portarli in territorio negativo, e il "*quantitative easing*", interventi che hanno piegato la forza dell'Euro. Così, come si vede nel grafico 6, da allora il cambio ha preso una tendenza al ribasso, fino a posizionarsi su un livello attuale intorno a 1,10, più consono agli interessi commerciali dei Paesi dell'Eurozona.

NOTE

10 Le altre voci del commercio estero tedesco extra-eurozona sono salite così: dal 56 al 63% le esportazioni, dal 60 al 62% le importazioni e dal 21 al 67% il saldo.

11 Vedi Banca d'Italia, Relazione annuale 2015, Appendice, Tav. a2.2. Molte informazioni sull'area Euro si trovano nel sito *http://www.tradingeconomics.com/euro-area/gdp*

L'euro e la fortuna della Germania

Il cambio dell'Euro

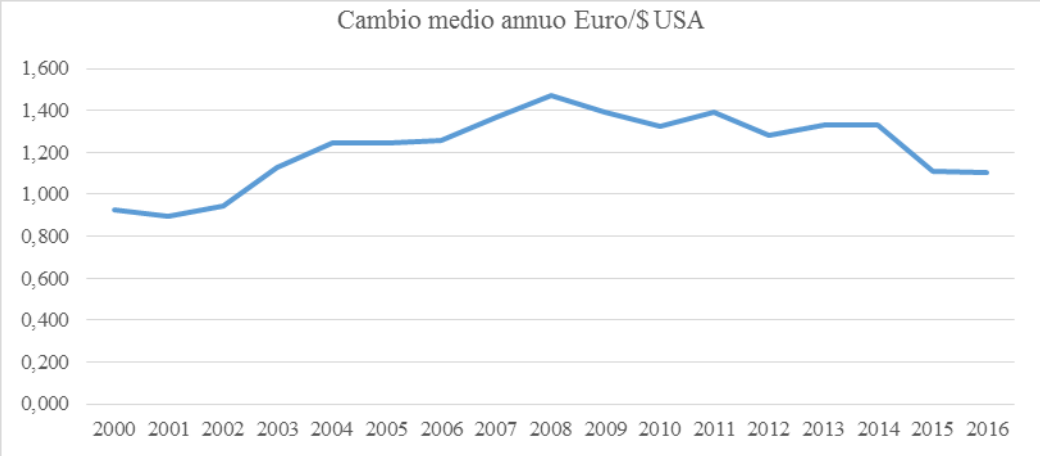


Grafico 6

Il meccanismo della moneta comune

Se si bada alla posizione dei diversi Paesi aderenti al patto della moneta comune europea in termini di commercio estero, la realtà è diversificata. Per interpretarla correttamente occorre fissare le idee in modo più preciso su uno schema inizialmente molto semplice, che poi va adeguato alla realtà stessa.

Allo scopo, poniamo che gli scambi siano soltanto quelli delle merci, trascurando, le altre voci, come servizi e redditi vari; ma sarebbe facile riprenderli poi in un discorso più completo. Inizialmente supponiamo che ci sia soltanto un Paese, *A*, con una sua moneta, *a*, che commercia con il resto del mondo, considerato per comodità come un tutt'uno, *R*, con una sua moneta, *r*.

Primo passo. Il Paese *A* dapprima sia in equilibrio esterno quanto a bilancia commerciale e passi successivamente ad una situazione di surplus verso il resto del mondo. Come noto, questo mutamento determinerà un apprezzamento del cambio della moneta *a* rispetto a *r*. Infatti, il resto del mondo per importare più merci da *A* deve acquistarne la valuta *a*, di cui fa aumentare la domanda, e cedere valuta *r*. Entrambe le operazioni tendono a far apprezzare la moneta *a* rispetto alla moneta *r* : il cambio di *a* rialza rispetto a *r*.

Secondo passo. Oltre ad *A* e *R*, consideriamo ora anche la presenza di un terzo Paese, *B*, confinante con *A* e più grande per estensione e popolazione, ma proporzionalmente con minore forza economica. Sia *B* in equilibrio della bilancia commerciale verso il resto del mondo, cosicché non susciti tensioni nel cambio.

Supponiamo poi che *A* e *B* ad un certo momento decidano di adottare una moneta unica per gli scambi, *e*, al posto di *a* e di *b*. In tal caso, se si instaura un surplus commerciale di *A* verso il resto del mondo, questo surplus verrà messo in comune su una base territoriale e monetaria maggiore, quella di *A+B*, che ora opera con la stessa moneta *e*. In queste ipotesi, la moneta comune, *e*, vedrà un apprezzamento dovuto al surplus di *A*, che però ora sarà diluito rispetto al caso in cui *A* avesse mantenuto la propria moneta. Infatti, *A* accuserà sì un apprezzamento della moneta comune *e*, ma in misura ridotta – magari ad un quarto - rispetto al caso di monete separate[12]. Anche *B* registrerà quello stesso apprezzamento, che invece non avrebbe accusato nel caso avesse mantenuto la propria moneta.

Terzo passo. Per avvicinarci ancora alla realtà, rendiamo lo schema più complesso, in cui i Paesi liberoscambisti che hanno messo in comune la moneta, l'Euro, siano più numerosi, ossia proprio 19, quanti quelli attualmente facenti parte dell'area Euro.

Poniamo ora, per ipotesi, che l'area si

NOTE

12 Il Paese *B* importa più di quanto esporta, è acquirente netto di valuta *r* e, con questo, contribuisce a ridurre il cambio della valuta *e*.

trovi nel complesso in una situazione di equilibrio della bilancia commerciale verso il resto del mondo, ma che questo equilibrio derivi dalla esatta compensazione tra il surplus di una semi-area, *A*, formata da alcuni Paesi in surplus verso il resto del mondo, e il deficit di un'altra semi-area, *B*, gli altri Paesi che, invece, si trovano appunto in deficit verso il resto del mondo. Nel complesso, ancora, non si avrebbero tensioni all'apprezzamento o al deprezzamento della moneta comune e verso l'esterno, ossia verso la valuta *r*.

Però, questa situazione di equilibrio statico esterno complessivo cela gli squilibri interni. Infatti, se, per un momento ipotizziamo che, invece della moneta unica, nelle due semi–aree circolassero ancora due monete diverse, la moneta *a* e la moneta *b*, i Paesi della semi-area *A* vedrebbero apprezzare la loro moneta, *a*; viceversa, quelli della semi-area *B* vedrebbero deprezzarsi la loro moneta, *b*.

Da questa simulazione emerge quindi chiaramente che, nell'effettiva situazione di equilibrio complessivo ma non interno, virtualmente i Paesi *A* sono sollevati da un rialzo del cambio estero di *a*, e quindi dalla penalizzazione delle loro esportazioni; al contrario, la penalizzazione ricade sui Paesi della semi-area *B*, che non beneficiano del ribasso del cambio della loro moneta, *b*, come sarebbe stato se avessero mantenuto ciascuno la propria moneta. E' il caso concreto dell'Eurozona.

Se poi il saldo esterno dell'intera area valutaria passa ad un surplus sostanzioso, come accade oggigiorno, i Paesi della semi-area *B* sopportano un doppio aggravio: quello che avrebbero avuto nel caso (il precedente) di semplice "diluizione" del surplus di *A*, che veniva però assorbito e compensato all'interno, e quello, ulteriore, determinato dal surplus esterno per l'intera area, *A* e *B.* In altre parole:

- ci sono alcuni Paesi avvantaggiati (zona *A*) ed altri svantaggiati (zona *B*) già nell'ipotesi di equilibrio esterno della bilancia commerciale complessiva dell'area di circolazione delle moneta comune;
- se, poi, la semi-area *A* produce un surplus complessivo per l'intera area a moneta comunitaria, questo, sebbene in parte ridotto dal deficit dell'altra semi-area, si ripercuote su tutti i Paesi, come osservato effettivamente negli anni considerati per la zona Euro.

Chiaramente, ora si accentuano ancor più le disparità esistenti. Infatti, in concreto oggi:

- persiste il saldo commerciale positivo da parte di alcuni Paesi, in tutto verosimilmente 7, se valgono i dati del deficit complessivo per Paese (ma non abbiamo lo spaccato preciso per gli scambi extra-Eurozona);
- questo è in parte ridotto dalla costante situazione deficitaria degli altri Paesi (12, se valgono i dati del deficit complessivo per Paese);
- permane quindi un margine positivo costante e consistente della bilancia commerciale dell'intera Eurozona nei confronti del resto del mondo (157 miliardi di euro nel 2015 e 279 nel 2016);
- questo surplus determina anche un saldo positivo della bilancia dell'area dell'Eurozona verso il resto del mondo e produce un apprezzamento della moneta unica, l'Euro;
- tale apprezzamento è dovuto principalmente al surplus commerciale tedesco (166,9 nel 2015 e 169,4 nel 2016 verso l'extra-Eurozona) e a quello di alcuni altri Paesi (principalmente Olanda, Belgio e, negli anni più recenti, anche Italia).

In conclusione:

- tutti i Paesi dell'Eurozona soffrono dell'apprezzamento dell'Euro in termini di esportazioni al di fuori dell'area monetaria,
- ma più pesantemente (e più iniquamente) rispetto ad una situazione di equilibrio globale dell'Eurozona, a soffrire del cambio elevato sono quelli che, a livello nazionale, permangono in deficit commerciale;
- più giustamente soffrono quelli che persistono in surplus commerciale.

Il cambio dell'Euro, un gioco dall'esito prevedibile e dalle conseguenze perverse

Le considerazioni precedenti confermano una delle critiche alle modalità di costruzione dell'unione economica e monetaria europea così come l'abbiamo vista. Ci riportano a chiederci se, al momento dell'introduzione della moneta unica, non sarebbe stato difficile avanzare una previsione circa le sue conseguenze a livello delle diverse economie. Era del tutto prevedibile che la Germania, accettando il patto di cambio, in realtà non solo non avrebbe affrontato alcun sacrificio ma, anzi, stava predisponendosi un sentiero più agevole, grazie al funzionamento del meccanismo valutario, come l'abbiamo commentato. Se la Germania avesse rifiutato l'accordo della moneta unica e mantenuto come sua moneta il Marco

tedesco, negli anni questo si sarebbe rivalutato, grazie al costante surplus della bilancia dei pagamenti, deprimendo le esportazioni e facilitando le importazioni, un freno all'espansione degli scambi con l'estero.
L'allargamento dell'area monetaria in cui avrebbe operato quell'economia avrebbe invece allentato quel freno: nella nuova situazione generata dall'adozione della moneta unica europea, i saldi positivi di bilancia commerciale tedesca sarebbero stati in gran parte compensati dai deficit degli altri Paesi, con un effetto di apprezzamento della moneta, ora "diluito" su una base territoriale e valutaria più ampia, l'intera Zona Euro, cioè un mercato diciamo otto volte maggiore per popolazione e quattro volte maggiore per il reddito prodotto. Di fatto, la Germania avrebbe potuto contare su una valuta più debole di quella che sarebbe stato il Marco tedesco con circolazione limitata alla sola area tedesca. Come già scritto precedentemente in una nota in calce, alcuni stimano il vantaggio per la Germania in termini di cambio valutario al 10-15%, mentre la penalizzazione per gli altri Paesi sarebbe del 10%.[13]

Per materializzare questi comportamenti sembra opportuna una similitudine. Il sistema valutario dell'Euro può paragonarsi ad circuito di vasi comunicanti, ora 19 Paesi, in cui il livello del fluido valutario è unico, appunto quello della moneta "unica", mentre alcuni Paesi si comportano come affluenti ed il restante numero, maggiore, come emissari.

Il trucco è qui: cambio "sedato", esportazioni "drogate"

I fenomeni generati da questo meccanismo sono complessi e riguardano in varia misura tutti i Paesi partecipanti alla moneta unica. Ai vantaggi per la Germania e per qualche altro Paese che, in assenza di un accordo di cambio, si sarebbe detto a moneta forte, corrisponde specularmente una somma di penalizzazioni per gli altri Paesi, quelli tradizionalmente a moneta debole perché caratterizzati da una bilancia commerciale non virtuosa. Quanto all'Italia, la sua posizione nell'area Euro non è stata costante. Non sempre ha brillato per il surplus della bilancia commerciale. Perciò, talvolta ha beneficiato del deprezzamento della moneta unica quando si sono presentati i deficit dei Paesi più deboli, come pure è stata costantemente penalizzata dall'apprezzamento determinato dal surplus tedesco e degli altri Paesi "virtuosi".
In conclusione, si hanno variegate conferme del puntuale automatismo perverso del cambio della moneta unica, comune ai Paesi dell'Eurozona. Eliminando o attenuando l'effetto regolatore tipico del cambio valutario per il singolo Paese sugli scambi commerciali esteri, quel meccanismo resta però attivo, ancorché attenuato, nella più grande area dell'Eurozona. Esso così **rafforza i Paesi già forti e penalizza quelli già deboli in termini di bilancia commerciale (e dei pagamenti); in contraddizione con quella che sarebbe dovuta essere la missione sperata dall'introduzione della moneta unica.**
A queste conseguenze indesiderabili dell'Unione vanno aggiunte quelle previste da una critica pesante avanzata a suo tempo dagli economisti, di cui ora si può verificare la validità. L'unione monetaria nota ora come Eurozona si è costituita in condizioni non ottimali, perché sorta sulla base di una unione doganale tra Paesi che sono in gran parte piuttosto concorrenti, anziché complementari nelle attività economiche, specie quelle manifatturiere, come sarebbe stato più opportuno per una soluzione aggregativa di questo tipo. Non era difficile prevedere come la concorrenza tra Paesi aderenti si sarebbe acuita e sarebbe sfociata nella ricerca di mercati esterni, come di fatto poi verificatosi. Così, accanto ai vantaggi, sotto questo aspetto l'Unione ha portato anche svantaggi, come quello di una spinta alle ineguaglianze su base nazionale. Negli anni recenti già si notano tendenze verso specializzazioni in attività economiche capaci di attenuare le conseguenze negative sull'occupazione della concorrenza interna alla zona Euro. In Italia la recente ripresa dell'occupazione in agricoltura, con produzioni di qualità e di nicchia, meno soggette alla concorrenza, è un esempio di risposta al grave malessere, anche sociale, determinato dalla situazione descritta, aggravata dalla crisi economica degli anni recenti.
In definitiva, è difficile nascondere l'esistenza all'interno dell'unione economica e monetaria di asimmetrie perverse, che si spiegano con la

NOTE

13 Richiamo di nuovo l'articolo "*The IMF reckons that Germany's real exchange rate is now 15-20 per cent undervalued, which is at the heart of the "problem". Without the euro, Germany's export sector would already have been hit very hard by a huge rise in the D-Mark*", all'indirizzo *http://blogs.ft.com/gavyndavies/2016/07/10/the-german-balance-of-payments-quandary/*

mancanza al suo interno di meccanismi capaci di renderla un sistema armonico, dotato di solidarietà sufficiente a distribuire equamente vantaggi e svantaggi: sinora li lascia segmentati, quelli sì, fra i compartimenti nazionali. Verosimilmente non è quanto si proponevano e speravano a suo tempo i suoi promotori. Appare sempre più chiaramente come la costruzione dell'unione monetaria ed economica europea sia ancora incompleta e monca; ma la sua transizione verso un assetto migliore dura ormai per un tempo troppo lungo e rende sempre più urgente l'attesa di sviluppi nel senso di un'integrazione più equa.

(riproduzione riservata)

Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

aiaf®

CIIA Certified International Investment Analyst

Consiglio Direttivo
Presidente: Alberto Borgia
Vice Presidente: Simone Bini Smaghi
Tesoriere: Stefano Volante
Consiglieri: Giovanni Barone, Maria Giovanna Cerini, Luca Comi, Luca D'Onofrio, Luca Francesco Franceschi, Angela Monti, Antonio Tognoli, Massimiliano Vecchio

Collegio dei Revisori
Presidente: Paolo Citoni
Membri Effettivi: Fabio Sposini, Alberto Tron
Membri Supplenti: Marco Caputi, Guido Guetta

Collegio dei Probiviri
Presidente: Andrea Gasperini
Membri Effettivi: Paolo Balice, Teodoro Loverdos
Membri Supplenti: Alex Bolis, Emanuela Fusa

AIAF Formazione e Cultura Srl Unipersonale
Presidente: Alberto Borgia
Amministratore Delegato: Giovanni Camera
Consiglieri: Giovanni Barone, Luca Comi, Luca Francesco Franceschi, Stefano Volante (Tesoriere)

Segretario del Consiglio: Franco Biscaretti di Ruffia
Direttore della formazione: Silvio Ceretti

Sede e Segreteria
Segretario Generale: Franco Biscaretti di Ruffia
Segreteria: Ivana Bravin, Katia Diani, Monica Berto, Sabrina Napoli
Corso Magenta, 56 – 20123 Milano
Tel.+39 0272023500 r.a.
Fax +39 0272023652
sito Internet: www.aiaf.it – e–mail: info@aiaf.it

Organismi internazionali
EFFAS European Federation of Financial Analysts Societies
ACIIA Association of Certified International Investment Analysts
Secretariat: Valeria Fauner – Raquel Zaragoza
Hamburger Allee 45
DE 60486 Frankfurt am Main GERMANY
Tel. +49 69 98959519—Fax +49 69 98957529—www.effas.com — www.aciia.org

Soci Sostenitori: Intesa Sanpaolo, Mazars Italia, Poste Italiane, Tendercapital, UBI Banca, UniCredit Group
Soci Corporate: Finanziaria Internazionale Investments SGR

ViaggiaConMe
FORMULA A CONSUMO.
PER PAGARE SOLO I CHILOMETRI CHE FAI.



SE LO SOGNI LO PUOI FARE, E NOI TI AIUTIAMO A REALIZZARLO.

Paghi subito i primi 3500 km
e poi ogni tre mesi gli eventuali km in più.
E oltre gli 8500 km nessun ulteriore addebito.

INTESA SANPAOLO

YouTube intesasanpaolo.com

VIAGGIACONME

INTESA SANPAOLO ASSICURA

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. ViaggiaConMe Formula a Consumo è una polizza di Intesa Sanpaolo Assicura S.p.A. dedicata ai correntisti delle Banche del Gruppo Intesa Sanpaolo, che prevede l'installazione del dispositivo ViaggiaConMe Box. Prima della sottoscrizione leggere il Fascicolo Informativo disponibile presso le Filiali delle Banche del Gruppo Intesa Sanpaolo e sul sito della Compagnia www.intesasanpaoloassicura.com

L'austerità è un'eresia buona. A colloquio con Veronica De Romanis

di Franco Locatelli*

Intervista a Veronica De Romanis[1]

Professoressa De Romanis, nei giorni scorsi è uscito in libreria il suo nuovo libro "L'austerità fa crescere" ma, a torto o a ragione, in Italia e non solo in Italia la parola "austerità" è diventata una bestemmia: il suo titolo vuol essere una provocazione per far discutere?

"Non è una provocazione ma un modo per chiarire il significato della parola austerità, molto abusata nel dibattito pubblico, e non solo in Italia. Il messaggio che di solito si vuole far passare è che le misure di rigore sono fallaci, sempre recessive e controproducenti. Tuttavia, raramente vengono offerti a supporto di questa tesi dati, statistiche, analisi empiriche, esempi o esperienze reali: l'opinionista di turno si limita a inanellare stereotipi e frasi fatte sulle suddette misure, considerate le vere responsabili dell'aggravarsi della peggiore crisi economica del secondo dopoguerra.

Se fosse davvero così, la soluzione sarebbe a portata di mano, perché consisterebbe in una sequenza di azioni piuttosto semplici da intraprendere: dire basta all'austerità e tornare a spendere risorse pubbliche, che Bruxelles con le sue regole impedisce di fare. Dall'analisi dei dati emerge, però, che non è vero che i Paesi che spendono di più sono quelli che crescono più, altrimenti l'Italia e la Francia - che hanno un rapporto di spesa pubblica rispetto al Pil superiore al 50 per cento del Pil - non sarebbero in fondo alla classifica europea in termini di sviluppo economico. E, soprattutto non è vero che il ricorso all'austerità, ossia quell'insieme di misure volte a rimettere i conti in ordine dopo anni in cui si è vissuto al di sopra dei propri mezzi, siano imposte da altri, dall'Europa e dalla Germania.

In realtà rimettere in ordine le finanze pubbliche diventa una scelta inevitabile quando un Paese perde l'accesso ai mercati perché gli investitori internazionali non sono più disposti a concedere finanziamenti (esattamente ciò che è avvenuto in Grecia, in Irlanda, in Portogallo, in Spagna e a Cipro, dove i rispettivi governi hanno dovuto chiedere aiuto ai partner europei) oppure sono disposti a prestare denaro ma solo a condizioni molto onerose (e questo è ciò che è avvenuto in Italia nell'autunno del 2011 quando lo spread ha toccato i 500 punti base). Nei suddetti casi, il consolidamento fiscale diventa l'unica strategia possibile, ma è il risultato di decisioni prese dagli esecutivi nazionali, non certo da Bruxelles".

Sta dicendo che non è l'Europa a guida tedesca a volere l'austerità?

"Sì, sostenere la tesi che l'austerità è "imposta dall'Europa" e che, quindi, deve essere "abbandonata" fa comodo ai politici perché l'austerità toglie loro la leva della spesa pubblica, che per molti rappresenta anche la leva del consenso. Ecco perché in molti chiedono una revisione delle regole fiscali a cominciare dal Fiscal Compact. Queste regole, però, che anche l'Italia ha discusso, concordato e sottoscritto, sono fondamentali in un'unione monetaria che non è un'unione fiscale. Come diceva il Presidente Ciampi, l'area dell'euro è "come un condominio": lei comprerebbe una casa in un condominio dove non ci sono regole, e dove i suoi vicini possono fare quello che vogliono con effetti negativi sulla sua vita quotidiana?

In definitiva, l'austerità toglie potere alla politica per ridarlo ai cittadini. Da qui l'ambiguità, o la connotazione negativa, con cui viene presentata. Peraltro, quando i leader di partito dichiarano "basta con l'austerità, ora ci vuole la crescita", stanno compiendo – alcuni consapevolmente per la verità – un errore di fatto e anche di prospettiva, perché scambiano quello che è un obiettivo – la crescita – per uno strumento – l'austerità. Sarebbe come chiedere a qualcuno che si è rotto una gamba se vuole andare in ospedale o rimettersi subito a fare sport: è chiaro che per tornare in forma è necessario seguire una cura che inevitabilmente comporta delle rinunce, le quali però non devono necessariamente prolungarsi all'infinito".

NOTE

* Direttore di Firstonline.

1 Docente di Politica enomica europea alla Stanford University. Autrice de "L'austerità fa crescere".

L'austerità è un'eresia buona. A colloquio con Veronica De Romanis

Il sottotitolo del suo libro recita: "Quando il rigore è la soluzione". Vuol dire che c'è rigore e rigore e che c'è austerità e austerità?

"Si, certo. Come sostiene il Presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi: "Non tutti i programmi di austerità sortiscono lo stesso effetto sull'economia". Tali effetti dipendono in gran parte dal modo in cui il programma viene implementato. Secondo il Presidente dell'Istituto di Francoforte, da una parte c'è "un'austerità buona" che ha un impatto espansivo sull'economia e prevede meno tasse, una ricomposizione della spesa verso investimenti e infrastrutture, ed è sostenuta da un "piano di riforme strutturali" e, dall'altra parte, c'è quella "cattiva" che, invece, è recessiva perché aumenta (molto) le tasse, e riduce (poco) la spesa corrente (per intenderci, il comparto che finanzia la macchina dello Stato e va dagli stipendi dei dipendenti pubblici ai costi per le auto blu). Il problema è che questa austerità "cattiva" tende a prevalere, perché politicamente meno impegnativa: un tratto di penna è sufficiente per innalzare le tasse, mentre diminuire le spese significa esporsi a lunghe e sfibranti negoziazioni con centri di interesse organizzati e influenti, un'operazione che comporta una inevitabile perdita di consenso, almeno nell'immediato: non stupisce, quindi, che governi tecnici, privi di un forte mandato elettorale, come quello di Mario Monti nel 2011, ad esempio, abbiano fatto ricorso proprio all'austerità "cattiva".

I Paesi che negli ultimi cinque anni hanno implementato l'austerità "buona", e quindi hanno tagliato le spese improduttive, oggi crescono: l'Inghilterra supera il 2 per cento, la Spagna il 3 per cento, l'Irlanda sfiora il 7 per cento. L'Italia che, invece, la spesa l'ha aumentata, è ferma allo 0,8 per cento. In definitiva, è un errore pensare che esista un unico modello di austerità. Si può dire, piuttosto, che esistono tipi diversi di aggiustamenti fiscali, alcuni recessivi e altri no".

Anche Lei nel suo libro distingue tra "austerità cattiva" e "austerità buona" ma forse l'idea di definire la strategia economica suggerita da Mario Draghi (meno tasse e concentrazione della spesa pubblica in investimenti e infrastrutture) come "austerità buona" non è una scelta lessicale felice e ingenera equivoci: non sarebbe meglio archiviare la parola "austerità" e chiamarla "una politica ragionata per una crescita possibile"?

"La parola austerità ha acquisito un connotato negativo. L'ex Presidente Renzi, per esempio, usa il termine in inglese -"*austerity*" - come a voler sottolineare che si tratta di una misura imposta dall'esterno. Eppure, in alcuni Paesi questa parola non viene neanche usata. In Germania, in particolare, non esiste: si fa riferimento al concetto di risparmio e buona gestione delle risorse pubbliche e di responsabilità verso le prossime generazioni. Del resto, maggiore spesa pubblica finanziata in disavanzo significa maggiore debito futuro, che dovrà essere ripagato dai nostri giovani che già faticano a trovare un lavoro.

La politica negli ultimi anni sembra aver completamente ignorato il problema del debito pubblico. Complici anche i nuovi strumenti di politica monetaria – il cosiddetto *Quantitative Easing* – messi in campo dalla Banca Centrale Europea, che hanno ridotto i tassi di interessi e quindi l'onere del debito (l'Italia ha risparmiato circa 15 miliardi di euro), riducendo, nel contempo, l'incentivo a chi ha la responsabilità di Governo ad intervenire. E, così, il debito pubblico, dal 2013 ad oggi, è passato dal 129 al 133 per cento, il secondo livello più elevato dopo quello della Grecia. Il QE, però, non è eterno, prima o poi verrà meno, e come dice il Ministro Padoan, "bisogna arrivare preparati a questo appuntamento". Pertanto, invertire la rotta del debito pubblico dovrebbe costituire una priorità nell'agenda politica, perché un livello così elevato rende il Paese vulnerabile a ogni picco d'instabilità dei mercati finanziari. Senza dimenticare – ed è forse l'aspetto decisivo – che con il debito sulle spalle non si va lontano. Insomma, non sembrano esserci alternative all'austerità "buona", che taglia le spese improduttive e alle riforme strutturali che danno impulso alla crescita. Se la diagnosi è chiara, ben più difficile appare la prognosi. La strada da percorrere è ancora lunga, anche perché, come descritto nelle pagine del mio libro, strumenti come quelli messi in campo finora – *spending review*, privatizzazioni e riforme – mal strutturati e implementati, hanno avuto un impatto davvero limitato".

Lei sostiene nel suo libro che, differentemente da quanto si crede, in Italia di austerità se n'è vista poca (tranne che nella

parentesi Monti) e che i Paesi che ne hanno fatta di più – come Spagna e UK ma non solo – crescono di più, ma non crede che nell'immaginario collettivo, che demonizza l'austerità e con cui in democrazia è inevitabile fare i conti, a tenere banco sia il confronto tra Usa ed Europa, tra un'America che ha praticato una politica economica più espansiva ed è cresciuta di più e un'Europa che ha pensato più ad aggiustare i conti pubblici ed è cresciuta di meno?

"In realtà i dati ci raccontano una storia assai diversa. Un modo per calcolare il grado di austerità della politica fiscale di un Paese è quello di misurare la variazione rispetto all'anno precedente del saldo primario strutturale, ossia al netto degli interessi sul debito e corretto per gli effetti del ciclo economico. Dai dati del Fondo Monetario Internazionale (Fiscal Monitoring, April 2017) si evince che questo saldo negli Stati Uniti è passato da -2,4 per cento del 2009 a -1,9 per cento del 2016 a riprova che la politica fiscale è stata restrittiva, e dal 2011 ben più restrittiva di quella europea. In particolare, in Italia, l'austerità è stata implementata solo dal Governo Monti (il saldo primario strutturale è salito dall'1 per cento del 2011 al 3,5 per cento del 2013). Con l'insediamento del Governo Renzi, questo saldo ha cominciato a scendere, raggiungendo il 2,5 per cento del 2016. Insomma, negli ultimi anni, di austerità in Italia non c'è stata traccia, la politica fiscale è sempre stata espansiva.

L'Italia, peraltro, è il Paese che più ha beneficiato della flessibilità di bilancio, circa 20 miliardi di euro di maggiore spesa da finanziare in disavanzo, una concessione che la Commissione europea ha definito "senza precedenti" perché a nessun altro Paese è stato consentito di incrementare il disavanzo in maniera così significativa. Uno spazio di manovra che avrebbe potuto essere utilizzato per rafforzare il potenziale di crescita del Paese, come previsto dalle Linee Guida della Commissione, ma, che si è scelto, invece, di impiegare per finanziare spesa corrente, degli anni precedenti, però. Infatti, la flessibilità è stata usata prevalentemente per neutralizzare le cosiddette "clausole di salvaguardia", cioè una sorta di "pagherò fiscali" che consentono di dare il via libera a nuove spese nel Bilancio dello Stato, senza doverne specificare le coperture nell'immediato. Il governo nel 2016 - cosi come già aveva fatto nel 2015 - ha scelto il metodo del "disinnesco in disavanzo": su un totale di 17,6 miliardi di euro di maggiore indebitamento, ben 16,8 miliardi di euro sono serviti per finanziare le clausole. Questo metodo, tuttavia, non risolve il problema, ma semplicemente lo sposta in avanti, procrastinando così il momento in cui sarà in ogni caso necessario trovare coperture di natura strutturale. In questo modo si alimenta un circolo vizioso - e poco trasparente -, tra "spesa di ieri" finanziata con "disavanzo di oggi" da rimborsare con "tasse di domani". La letteratura economica mostra, però, che se gli operatori si aspettano in futuro misure di segno opposto, tendono a risparmiare i benefici temporanei della riduzione - in questo caso del "non aumento" - delle imposte. L'impatto della flessibilità di bilancio sulla crescita rischia, pertanto, di essere alquanto limitato. Ed è esattamente ciò che è successo in Italia: nella media del biennio 2015-2016, l'economia è cresciuta dello 0,7 per cento, quattro volte meno della media europea, peggio ha fatto solo la Grecia".

Il pericolo di un ritorno ad uso disinvolto della spesa pubblica c'è e le nostalgie del "tassa e spendi" sono sempre dietro l'angolo, ma proprio nei giorni scorsi l'Assonime ha presentato uno studio firmato dal suo nuovo Presidente Innocenzo Cipolletta, che sostiene, dati alla mano, che "negli ultimi anni l'Italia è stata più virtuosa degli altri grandi Paesi europei nel controllo della spesa al netto degli interessi, che tra il 2009 e il 2016 è cresciuta del 3,8% contro il 12,8% della media europea: conviene che oggi più che tagliare occorre riqualificare la spesa pubblica verso investimenti e infrastrutture"?

"La spesa pubblica di per sé non è un problema: l'impatto che può avere sulla crescita dipende da come viene finanziata e utilizzata. Pertanto, è difficile commentare questi dati in mancanza di queste informazioni. Nel caso dell'Italia, i dati ISTAT del triennio 2013-2016 rilevano che la spesa pubblica totale al netto degli interessi è salita da 741 miliardi del 2013 a 763 miliardi di euro del 2016, quella corrente primaria da 683 miliardi del 2013 a 705 del 2016, mentre quella per investimenti, ossia il comparto maggiormente produttivo, è scesa da 38 miliardi del 2013 a 35 miliardi del 2016. In sostanza, si è speso in spesa corrente che ha avuto poco impatto sulla crescita. Del resto, l'Italia è l'unico Paese che affida la *spending review*, ossia gli

L'austerità è un'eresia buona. A colloquio con Veronica De Romanis

interventi di riduzione e di ricomposizione della spesa, a Commissari tecnici privi di forza politica. Le proposte dei numerosi Commissari che abbiamo visto passare in questi anni sono, infatti, sempre rimaste nei cassetti dei ministeri. La responsabilità di queste scelte, invece, deve essere della politica, e in particolare del Ministro dell'Economia e delle Finanze. Nei Paesi dove ciò avviene, la *spending review* ha funzionato ed è servita a ridisegnare il perimetro dello Stato, a ridurre la spesa inefficiente e a dirottare parte dei risparmi conseguiti su utilizzi più efficienti che poi portano a maggiore crescita e, quindi, a maggiore occupazione, Per fare un esempio, l'Italia dovrebbe aumentare le risorse destinate alle politiche attive, ossia quelle politiche che mettono in contatto chi cerca lavoro con chi domanda lavoro. L'Italia spende un decimo di quello che spende la Germania per i centri per l'impiego. Eppure il Paese avrebbe un disperato bisogno di centri moderni ed efficienti, dal momento che tre italiani su quattro si devono rivolgere a famigliari o conoscenti per trovare lavoro: nella media europea questa percentuale scende al 30 per cento, al 20 per cento in Germania, e, ancora una volta, peggio di noi fa solo la Grecia".

Anche sulla politica fiscale la discussione è aperta ed è sempre Assonime a suggerire un cambio di rotta, forse non sgradito al Ministro dell'Economia, per tagliare Irpef e Irap in cambio di una rimodulazione e di un conseguente aumento dell'Iva: Lei che cosa ne pensa?

"L'Iva è un'imposta regressiva e, pertanto, un suo aumento avrebbe un impatto non desiderabile. Il rischio di un aumento dell'Iva deriva dal fatto che il Governo passato ha deciso di inserire nel bilancio le clausole di salvaguardia di cui si parlava poc'anzi: queste clausole possono essere disinnescate con tagli alla spesa pubblica: non è necessario farle "scattare".

Quello che andrebbe fatto, invece, è un taglio strutturale del costo del lavoro. Nell'ultimo triennio si è preferito agire attraverso la decontribuzione - il cosiddetto "bonus assunzioni" - un provvedimento che ha certamente reso il contratto a tutele crescenti più conveniente: nel 2015, la percentuale dei nuovi rapporti di lavoro attivati a tempo indeterminato sul totale dei rapporti attivati è stata del 42,5 per cento, circa dieci punti percentuali in più rispetto al 2014 e pari al 31,7 per cento. Il vantaggio della decontribuzione, però, è stato temporaneo: nel 2016, quando l'incentivo è stato confermato ma ridotto al quaranta per cento, la percentuale è nettamente calata, attestandosi al 30,2 per cento, un risultato inferiore persino a quello del 2014, anno in cui la decontribuzione non c'era e la crescita economica era sostanzialmente piatta. Bisognerebbe, quindi, interrogarsi sulla reale efficacia di una misura che ha portato certamente qualche risultato, ma è stato pagato a caro prezzo (il costo stimato per i contribuenti dell'intera operazione dovrebbe superare i 12 miliardi di euro).

Per non contare, poi, che interventi di questo tipo non fanno altro che "drogare" il mercato del lavoro - e i dati atti a rappresentare le dinamiche nello stesso periodo - senza riformarlo in modo permanente, dal momento che il taglio del costo del lavoro non è strutturale, come invece la Commissione Europea, l'Ocse e da ultimo il Fondo Monetario Internazionale suggeriscono da tempo. La ricetta è nota e sempre la stessa: spostare il carico fiscale dai fattori produttivi ai consumi e alla proprietà. Si tratta, ovviamente, di un suggerimento - e non di un'imposizione come alcuni politici lasciano intendere - poiché la politica fiscale è di competenza nazionale e, pertanto, viene decisa dai Governi dei Paesi membri e non dall'Europa. E, infatti, con il provvedimento – inserito nella Legge di Stabilità 2016 – che ha previsto la cancellazione della tassa sulla prima casa, il Governo è andato nella direzione opposta a quella proposta dall'esecutivo comunitario. Eppure, i dati parlano chiaro: mentre la tassa sugli immobili in Italia è in linea con la media europea, il cuneo fiscale è tra i più alti al mondo e in costante aumento. Dal 2000 al 2015, la tassazione per un lavoratore single è cresciuta da 47,1 per cento a 49 per cento, mentre nello stesso periodo la media dei paesi Ocse scendeva dal 36,6 al 35,9 per cento".

Austerità o no, molti economisti sembrano spesso dimenticare che il problema non è inventare le ricette economiche più brillanti ma renderle praticabili e che in democrazia non si governa con i carri armati e che dunque il problema del consenso politico è ineludibile: la vittoria del No al referendum costituzionale e le tentazioni di tornare al sistema elettorale proporzionale non rendono

tutto più difficile?

"Il Presidente della Commissione europea, Jean-Claude Junker sostiene che il problema in Europa è che "i politici sanno quali riforme fare ma non sanno come farsi rieleggere dopo averle implementate". Junker ha sicuramente ragione quando dice che scelte impopolari possono far perdere consenso, ma proprio qui sta la differenza tra un politico con una visione corta e uno statista con una visione lunga. Se si vuole cambiare un Paese come l'Italia, rimetterlo in moto, recuperare un ventennio di produttività piatta è necessario prendere decisioni impopolari. Lo fece Schroeder nel 2003 quando la Germania era la malata d'Europa e aveva le stesse caratteristiche dell'Italia: alta disoccupazione, bassa crescita e conti (nel caso tedesco il disavanzo) fuori controllo. Il Cancelliere implementò una serie di riforme, a cominciare da quella del mercato del lavoro, che hanno radicalmente cambiato l'economia: nel giro di un triennio il Paese ha ripreso a crescere e ha raggiunto il pareggio di bilancio. In Italia, lo slancio riformatore del Governo Renzi - cominciato con l'approvazione del Jobs Act - si è andato via via perdendo, forse anche per il perenne clima da campagna elettorale. Insistere sulla politica dei bonus, peraltro, non ha sortito gli effetti sperati, neanche in termini di consenso. L'errore più grande, però, resta quello di aver "dimenticato" i giovani, scegliendo di destinare nelle passate Leggi di Bilancio la fetta più grande di risorse - di una torta già piccola - agli anziani. Ma la ricerca del consenso dei padri, vale a dire della popolazione più anziana, si è rivelata una strategia fallimentare. Non stupisce, quindi, che la maggioranza degli under 30 abbia votato No al referendum costituzionale dello scorso dicembre: se il Governo, al contrario, si fosse occupato dei giovani, avrebbe – probabilmente – guadagnato il voto di entrambe le generazioni.

In conclusione, per cambiare davvero il Paese, la politica deve avere il coraggio di prendere decisioni di lungo periodo che nel breve possono essere impopolari. Altri leader europei lo hanno fatto, e diversi di loro sono stati rieletti. In Italia, invece, nel momento peggiore della crisi, per fare il "lavoro sporco" la politica ha chiamato i tecnici, un'anomalia tutta italiana. Forse è arrivato il momento per la politica di prendersi le proprie responsabilità, come quella di ridurre il debito pubblico. Ecco perché, l'austerità dovrebbe essere associata alla parola "responsabilità", verso le future generazioni, ma anche alla parola "solidarietà", perché un uso efficiente e responsabile delle risorse pubbliche scarse tutela, innanzitutto, i più deboli".

•

(riproduzione riservata)

Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

aiaf®

CIIA® Certified International Investment Analyst

EFFAS ESG Certified Diploma in e-learning

A partire da giugno 2016 AIAF Financial School propone il nuovo "**EFFAS ESG Certified Diploma**", in e-learning, diploma finalizzato ad acquisire le competenze necessarie per valutare l'integrazione delle informazioni ambientali, sociali e di governo societario nelle analisi finanziarie e nelle decisioni di investimento.

Obiettivi

Obiettivo principale del corso EFFAS ESG è quello di evidenziare l'importanza crescente delle informazioni di carattere non finanziario (ESG) in ambito valutativo, contabile e di gestione di portafoglio.

I temi trattati saranno:

- I principali fattori ESG e il loro impatto in materia di rischio/rendimento
- I differenti approcci e le varie strategie di investimento attente anche alle performance ESG
- I market driver dell'integrazione dei fattori ESG nei processi di investimento e di valutazione aziendale
- L'investimento responsabile rispetto alle varie asset class
- Le principali linee guida ed il Corporate ESG reporting

Destinatari

Il corso EFFAS ESG si rivolge principalmente agli analisti finanziari e ai gestori di portafoglio che desiderano integrare le informazioni ESG nei processi di valutazione aziendale e di allocazione dei capitali ma più in generale a tutti quei professionisti finanziari ed aziendali (CSR manager, Private banker, Consulenti aziendali, Promotori finanziari, Family office, Revisori dei conti, Responsabili di bilancio, Dottori commercialisti, Investor Relator, etc.) che desiderano approfondire i temi della sostenibilità socio/ambientale e dell'impatto delle informazioni ESG in ambito finanziario.

Brochure e contenuti del Diploma EFFAS ESG sul sito AIAF: www.aiaf.it





Con il patrocinio di

ETicaNews

IR TOP Consulting

VedoGreen

SUSTAINABLE VALUE INVESTORS
"Stewardship for value. Value for society"







di Andrea Gasperini* , Federica Doni** e Emanuele Plata***

Clima, Investimenti verdi e Trump: i risultati della survey AIAF-UNIMIB-PLEF[1]

Il Gruppo di lavoro di Aiaf Mission Intangibles®, responsabile Andrea Gasperini, in collaborazione con Federica Doni dell'Università di Milano-Bicocca ed Emanuele Plata Presidente della Fondazione Planet Life Economy Foundation (PLEF) da oltre un anno ha avviato un progetto di ricerca denominato "**Disclosure of climate risks and ESG information**" i cui risultati sono stati presentati in data 3 maggio 2017 ad un Convegno organizzato dal Dipartimento di Scienze Economico Aziendali e Diritto per l'Economia (DISEADE) Università di Milano-Bicocca, in corso di pubblicazione nel prossimo quaderno Aiaf n.173.

Il numero del Quaderno è il 173 volutamente uguale all'articolo n. 173 della legge francese *LOI n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte* che richiede ai fondi pensione, oltre alle compagnie di assicurazione e agli asset owner, di comunicare nell'Annual Report informazioni utili per comprendere come vengono considerati nelle decisioni di investimento anche gli aspetti sociali, ambientali e la governance ed i mezzi impiegati per contribuire alla transizione energetica ed ecologica. Tali considerazioni sono state riprese anche nel programma elettorale di Emmanuel Macron.

A tale progetto di ricerca hanno partecipato oltre quaranta organizzazioni appartenenti all'industria e al settore finanziario, fornitori di indici ESG, investitori a lungo termine quali fondi pensione, compagnie di assicurazione e, più recentemente gli ordini religiosi, *think tank*, associazioni, *asset manager*, società di ricerca sui fattori ESG e gli investimenti responsabili.

A tutti i partecipanti al Convegno del 3 Maggio in UNIMIB è stato chiesto di rispondere ad un sintetico questionario composto da dieci domande i cui risultati vengono presentati e commentati di seguito.

Composizione generazionale dei partecipanti al Convegno

Al Convegno del 3 maggio 2017 in UNIMIB si sono iscritte oltre cento persone di cui, secondo la survey del post-Convegno loro proposta, il 67% uomini ed il 33 % donne. Il 41% dei partecipanti al Convegno è composto da individui che rientrano nella fascia di età definita dei Millennial ossia quelle persone nate tra il 1985 e il 2005 qualificati da precedenti ricerche come soggetti esigenti, tecnologicamente evoluti, informati e che dispongono di un buon potere d'acquisto.

Composizione generazionale

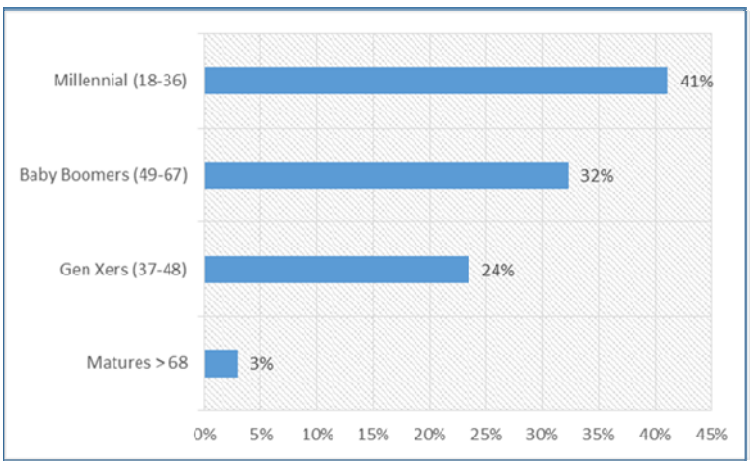


Tavola 1

NOTE

* Dottore Commercialista e Revisore Ufficiale dei Conti, socio Aiaf Responsabile del gruppo di lavoro Mission Intangibles®.

** Ricercatore confermato di Economia Aziendale presso il Dipartimento di Scienze Economico-Aziendali e Diritto per l'Economia, Università degli Studi di Milano-Bicocca.

*** Presidente Planet Life Economy Foundation (PLEF).

1 Nonostante il presente contributo sia il risultato di analisi e considerazioni congiunte il commento alla Tavola 1 "Composizione generazionale dei partecipanti al Convegno" e l'interpretazione delle risposte 3, 5, 6, 8 e 9 sono da attribuirsi al dott. Andrea Gasperini, l'interpretazione della risposta 7 è da attribuirsi al dott. Emanuele Plata mentre il commento alla Tavola 2 "Professione" e l'interpretazione delle restanti risposte alla dott.ssa Federica Doni.

Clima, Investimenti verdi e Trump: i risultati della survey AIAF-UNIMIB-PLEF

I Millennial sono più preoccupati rispetto alle precedenti generazioni dei Gen Xers e dei Baby Boomers del cambiamento climatico e sono molto più inclini a cercare di ridurre le emissioni di gas ad effetto serra ed interessati a intraprendere misure per mitigare gli effetti del cambiamento climatico utilizzando fonti di energia pulita.

Vi è quindi una distinzione generazionale dove i giovani sono sempre stati i più attivi in merito alle tematiche dell'ambiente e nei movimenti sociali rispetto alle precedenti generazioni e sono sensibili ai problemi che dovranno affrontare negli anni a venire, proprio come i loro genitori lo sono stati per i diritti civili e l'uguaglianza di genere. Da tali considerazioni possiamo presumere che i giovani con maggiore probabilità potranno incidere anche sulle decisioni politiche relative al clima (Tavola 1).

Con riferimento invece al titolo di studio dei partecipanti al Convegno è molto elevato con un 88% chi ha conseguito una laurea o seguito un percorso formativo post laurea ed il restante 12% ha ottenuto un diploma.

Dall'analisi dei risultati inerenti il background culturale dei rispondenti emerge una prevalenza della componente di studenti pari al 28% affiancata dalla componente dei consulenti, pari al 22%. Seguono le figure professionali dei manager e degli imprenditori con la medesima percentuale pari al 13%. Le figure provenienti dall'accademia, ovvero quelle di docente e ricercatore, fanno rilevare una presenza piuttosto bassa con percentuali pari rispettivamente al 6% e al 3%, ma che possono essere considerate in maniera cumulativa pari al 9%. Infine possiamo notare la presenza di altre categorie professionali, ovvero la percentuale degli impiegati (6%), dei *sustainability services development* (3%), dei giornalisti (3%) e dei commercialisti con il medesimo valore. L'alta percentuale di studenti suggerisce un elevato interesse verso la tematica dei rischi climatici e degli investimenti sostenibili da parte dei giovani anche se analoga percentuale viene rilevata per quanto riguarda i consulenti. La bassa percentuale registrata sulla categoria dei dottori commercialisti lascia intravedere ancora uno scarso interesse in relazione agli argomenti trattati che con molta probabilità vengono ritenuti ancora distanti dagli interessi delle piccole e medie aziende che rappresentano i clienti usuali degli studi professionali . Sorprende invece il risultato relativo ai

Professione

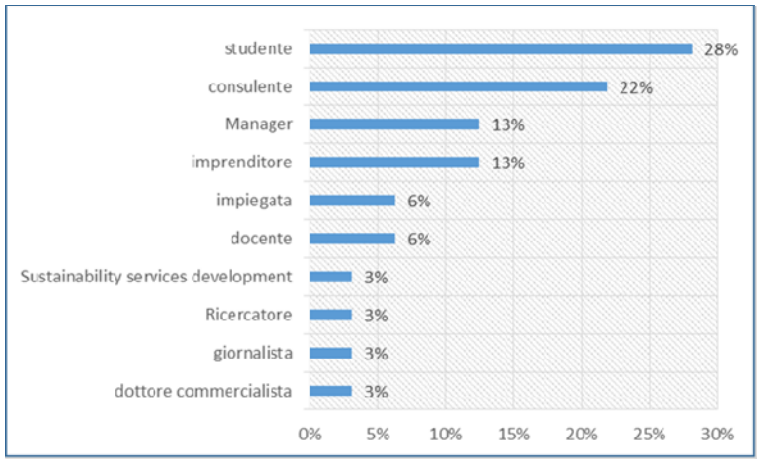


Tavola 2

Giudizio complessivo sul Convegno

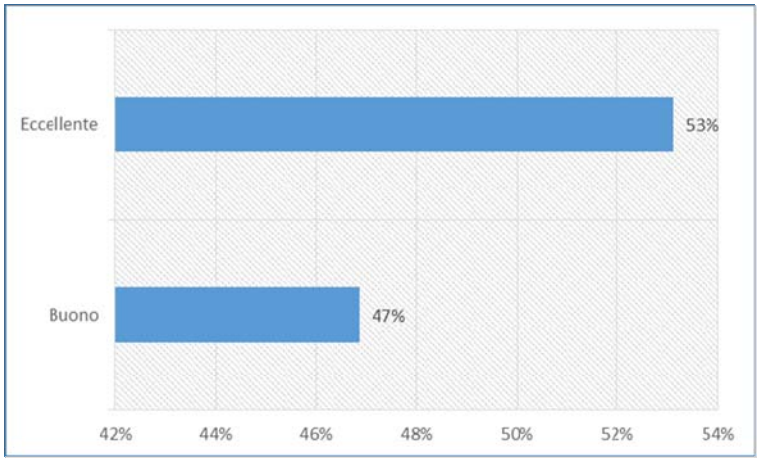


Tavola 3

centri di ricerca sulle tematiche di sostenibilità rispetto ai quali ci si aspettava una maggiore partecipazione (Tavola 2).

1 - Complessivamente, tenuto conto di tutti gli aspetti, qual è il suo giudizio sul Summit?

Come è possibile valutare dal grafico in Tavola 3 il giudizio complessivo sul Convegno è per il 53% "eccellente" mentre è "buono" per la restante parte (47%). Tale risultato dimostra che i contenuti trattati e i profili organizzativi sono stati apprezzati dai rispondenti (Tavola 3).

2 - Tra i temi affrontati, quali ritiene che siano stati quelli di maggiore interesse?

Dal giudizio complessivamente eccellente/buono sul Convegno è utile considerare le specifiche tematiche che hanno suscitato maggiore interesse. Le due tematiche che riguardano la finanza e gli investimenti socialmente responsabili hanno registrato le due percentuali più alte: ciò lascia pensare che effettivamente il settore *financial* sia in grado di svolgere un ruolo chiave nella mitigazione dei rischi climatici e nella transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Integrare nelle decisioni di investimento il tema del cambiamento climatico risulta l'argomento di maggiore interesse in particolare in quanto oggetto di discussione nella tavola rotonda di Finanza. Si ricorda che i partecipanti alla discussione di tale tavola rotonda sono stati: Vincenzo Sagone, Head of ETF, Indexing & Smart Beta Business Unit, Amundi, Davide Ciferri, Economista del Dipartimento di Ricerca di Cassa Depositi e Prestiti, Michele Bovenzi, Senior Portfolio Manager Deutsche Bank Welfare Discretionary Italy, Gianluca Manca, Head of Sustainability di Eurizon Capital SGR, Elisabetta Colombo, Confirmed ESG Analyst di Vigeò Eiris e Luca Testoni, Head Media Partner di EticaNews. Gli argomenti discussi hanno messo in risalto l'importanza di proporre agli investitori delle soluzioni finanziarie "*low carbon*" dal momento che il *climate change* è un rischio effettivo per gli investitori. Si rileva quindi un forte orientamento verso strategie di decarbonizzazione del portafoglio di investimento ovvero verso il finanziamento di attività a basse emissioni di carbonio mediante la proposta di approcci tesi ad individuare le società che dimostrano una particolare attenzione alla sostenibilità giungendo a suggerire l'utilizzo di indicatori volti a misurare la "*carbon performance*" delle aziende. Vengono quindi coniugati i principi del PRI, *Principle Responsibile Investiment* (www.unpri.org) con i fattori ESG, *Environmental Social and Governance*, specificando nel dettaglio i rischi legati al cambiamento climatico e offrendo soluzioni operative al fine di adottare un approccio integrato verso la transizione ad una economia *low carbon*. In sostanza l'investimento socialmente responsabile, secondo alcuni relatori, appare il motore della *Corporate Social Responsibility*, a meno che non venga considerata solo come mero esercizio di marketing, con il conseguente rischio di *green washing*, come evidenziato anche dai casi citati dall'ETF americano Etho Capital, il cui approccio è stato molto apprezzato dalla platea. Con una medesima percentuale pari al 10% si rilevano le altre due tematiche che seguono nell'ordine di interesse dei rispondenti. Tali tematiche sono state esposte da due *keynote speakers* di cui rispettivamente i nominativi, Massimo Nicolazzi, per quanto riguarda la transizione energetica, e Margherita Gagliardi, per quanto riguarda invece gli stranded assets e la bolla del carbonio.

La Tavola Rotonda inerente la discussione sul ruolo delle aziende nel raggiungimento dei *Sustainable Development Goals*[2] (SDGs) invece ha avuto una percentuale molto più bassa rispetto alla Tavola Rotonda sulla *Finance.* Tale risultato evidenzia quindi ancora un limitato interesse verso i *Sustainable Development Goals* (SDGs) e l'effettivo coinvolgimento delle aziende nel percorso verso il loro raggiungimento. Tale Tavola Rotonda ha peraltro coinvolto importanti società, fra le quali Pirelli, Sofidel, Assicurazioni Generali, ERG e Utilitalia che hanno esposto le principali strategie e politiche aziendali al fine di ridurre le emissioni di carbonio e di potenziare l'impegno in ambito di sostenibilità. Tale condotta viene rivolta quindi in particolare al raggiungimento del SDG numero 13, *Climate Action* che rappresenta il *goal* focalizzato sull'impegno dei Paesi verso il cambiamento climatico, individuando diversi obiettivi critici da perseguire.

NOTE

2 Sulla tematica si vedano i seguenti articoli Gasperini A. Doni F., "*Sustainable Development Goal 13: quali conseguenze per le aziende*?", Amministrazione & Finanza, N. 12/2016, Gasperini A., Doni F., "*L'integrazione dei Sustainable Development Goals nel business aziendale*", Amministrazione & Finanza, N. 2, 2017; Gasperini A., Doni F., "*Bilancio Integrato e di Sostenibilità: la comunicazione dei contributi ai SDGs*", Quaderno AIAF, N. 172, Marzo 2017.

Clima, Investimenti verdi e Trump: i risultati della survey AIAF-UNIMIB-PLEF

Temi di maggiore interesse

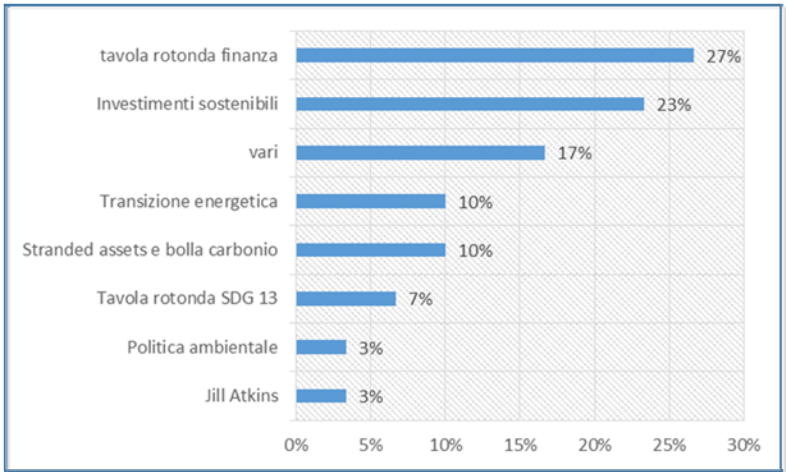


Tavola 4

Dall'analisi degli altri risultati emerge che le percentuali più basse riguardano la politica ambientale, che può essere ricondotta a uno dei temi trattati in occasione della Tavola Rotonda delle aziende, e la presentazione della prof.ssa Jill Atkins, che ha trattato un tema molto specifico e tecnico incentrato sul *Responsible Investment* e su come la *Climate Change Disclosure* trattata nell'ambito dei *meeting one-to-one* fra investitori istituzionali e aziende possa incidere sulle strategie di CSR delle aziende stesse. Tali tematiche hanno attratto l'interesse del 3% dei rispondenti (Tavola 4).

3 - Secondo la sua opinione gli Investimenti Socialmente Responsabili comportano un rendimento inferiore a quello di altre forme di investimento?

Gli investitori a lungo termine da sempre prestano attenzione alla creazione di valore e ora anche alla sostenibilità, ai fattori ESG, ai rischi climatici e al capitale naturale[3] in quanto ritengono che rivestano un potenziale impatto rilevante e materiale anche sulle loro decisioni di investimento superando, quindi, l'iniziale scetticismo che gli investimenti socialmente responsabili (SRI) comportano spesso un rendimento penalizzante[4] [5].

Il rendimento degli investimenti SRI

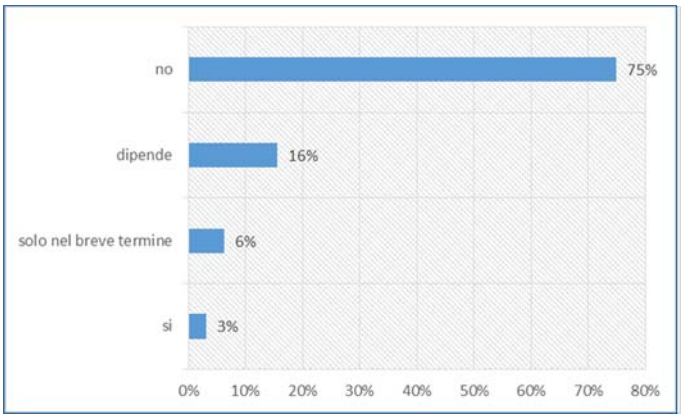


Tavola 5

NOTE

3 IIRC - "*all renewable and non-renewable environmental resources and processes that provide goods or services that support the past, current or future prosperity of an organization. It includes air, water, land, minerals and forests, biodiversity and eco-system health*".

4 European Fund and Asset Management Association (EFAMA), "*EFAMA Report on Responsible Investment*", "*… There is no statistically relevant outperformance or underperformance of Responsible Investment strategies*", September 2016, *http://www.efama.org/Publications/EFAMA_Responsible%20Investment%20Report_September%202016.pdf*

5 UN Environment Programme Finance Initiative and Mercer, "*Demystifying Responsible Investment Performance*", 2007, *http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf*

L'91% dei partecipanti al Convegno ritiene che non è esatto affermare che gli investimenti SRI comportano tendenzialmente un rendimento inferiore a quello di altre forme di investimento e in particolare il 16% afferma che è necessario precisare che sicuramente nel lungo termine gli investimenti SRI non comportano performance penalizzanti mentre nel breve / medio termine non vi è alcuna certezza.

Non sono mancati coloro i quali ritengono che gli investimenti SRI mediamente comportano un rendimento maggiore, tuttavia bisogna considerare anche le esternalità negative relative agli impatti ambientali.

Il 9% ritiene che gli investimenti SRI possono comportare un rendimento inferiore a quello di altre forme di investimento ma di questi il 6% indica che tale situazione di under performance dipende dall'arco temporale ed è probabile che si verifichi solo nel breve termine e da come sono strutturati gli investimenti (Tavola 5).

4 - In un'analisi di investimento è importante prendere in considerazione anche le metriche ambientali sociali e di governance (ESG)?

Tale aspetto, che ha rappresentato la tematica centrale nell'ambito del Convegno, è stato ritenuto "fondamentale" per una percentuale pari al 25% dei rispondenti, mentre per la restante parte dei rispondenti la risposta è stata affermativa ma sicuramente con minore enfasi sulla sua rilevanza. Questo probabilmente denota ancora un certo scetticismo per quanto riguarda la crucialità nell'effettiva integrazione delle metriche ESG nelle decisioni di investimento oppure una conoscenza ancora limitata in merito ai vantaggi derivanti dall'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* nelle scelte degli investitori. In tale ipotesi gli investitori iniziano a identificare i risultati finanziari imputabili a molti fattori ESG in termini di impatto sul cash flow, sugli utili, il costo del capitale nonché il valore degli *assets* e a focalizzare la loro attenzione sulla materialità delle informazioni sui fattori ESG e le metriche che consentono di identificare i driver dei vantaggi competitivi e la capacità di creazione del valore da parte di un settore economico o una singola impresa dai quali dipendono, in ultima analisi, le performance economico-finanziarie[6].

Tale aspetto è stato trattato in maniera approfondita nell'ambito della tavola rotonda sulla Finanza (Tavola 6).

Integrazione delle metriche ESG

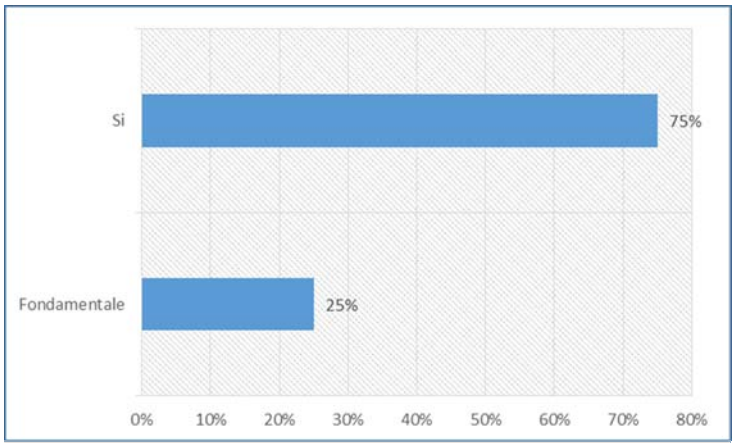


Tavola 6

5 - Può esprimere un giudizio sull'accordo sul clima raggiunto a Parigi 2015 (COP21)?

L'accordo sul clima raggiunto a Parigi nel dicembre 2015 (COP21) si è posto l'ambizioso obiettivo di mantenere [...] l'aumento della temperatura media globale ben al di sotto di 2° C rispetto ai livelli pre-industriali e di proseguire gli sforzi per limitare tale aumento di 1,5° C rispetto ai livelli pre-industriali ed è sicuramente un accordo senza precedenti nel tentativo di limitare il riscaldamento globale del pianeta.

In futuro, è probabile che verranno premiate le strategie di gestione di quelle aziende attente al clima le quali potranno conseguire più elevate opportunità anche da iniziative dei Governi Mondiali (da COP21 di Parigi 2015 a COP22 di Marrakech 2016) e la definizione di norme sul clima che possono, tuttavia, avere anche un

NOTE

6 Gasperini A., Doni F., Integrare le informazioni di carattere non finanziario nelle decisioni di investimento, Amministrazione & Finanza, 11/2014.

Clima, Investimenti verdi e Trump: i risultati della survey AIAF-UNIMIB-PLEF

Giudizio su accordo sul clima Parigi 2015

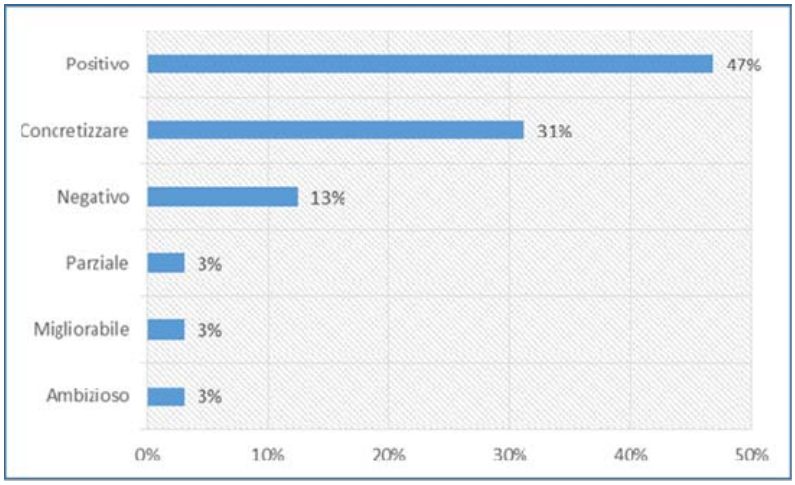


Tavola 7

impatto sulle attuali riserve di combustibili fossili (… petrolio, gas naturale e carbone) che potrebbero diventare "*stranded assets*".

COP 21 rappresenta inoltre un'importante tappa nel passaggio verso una migliore e più esaustiva rendicontazione non finanziaria che le aziende possono utilizzare per comunicare – ad investitori, agenzie di rating, assicurazioni, istituti di credito e agli altri stakeholder – ulteriori informazioni standardizzate sulla loro esposizione anche ai rischi climatici.

E' necessario, quindi, integrare gli attuali modelli di reporting aziendale con informazioni di carattere non finanziario sugli impatti ambientali e sociali e connettere il capitale finanziario con il capitale naturale e questo è reso possibile attraverso l'utilizzo di un *framework* che consente la comunicazione anche di dati ambientali e sociali "*investment grade*" ossia completi, coerenti, attendibili, comparabili e trasparenti che hanno la medesima consistenza di quelli finanziari. A sua volta, tale *framework* contribuisce a fornire agli investitori informazioni utili ed utilizzabili per il processo decisionale sulla sostenibilità migliorando così il processo di creazione del valore.

Le aziende devono fornire informazioni di carattere non finanziario chiare e concise per gli investitori, che sempre più considerano anche i rischi climatici come un fattore critico che ha un impatto sul valore aziendale e sulle loro decisioni. Decisioni di investimento che potrebbero comportare gravi conseguenze sull'ambientale, in particolare per quanto riguarda il consumo di acqua, la produzione di rifiuti ed emissioni di gas ad effetto serra, possono essere causa di una riduzione del valore sostenibile nel medio e lungo termine.

Il 47% di coloro che hanno risposto alla survey sono concordi nel ritenere l'importanza raggiunta dall'accordo sul clima di Parigi, tuttavia vi è anche una quota del 13% che ha espresso un giudizio negativo ed il 3% ritiene che gli obiettivi proposti sono troppo ambiziosi.

Il restante 37% ha espresso un giudizio meno ottimista indicando che ritiene che i risultati ottenuti sono stati parziali e migliorabili ma soprattutto una quota del 31% è scettico ed ha indicato che gli obiettivi proposti rappresentano solo un primo passo ma necessitano ancora di essere concretizzati (Tavola 7).

6 - Il cambiamento climatico in atto è tale da influenzare in modo significativo le decisioni di investimento degli investitori istituzionali quali i fondi pensione, le compagnie di assicurazione e, più recentemente, gli ordini religiosi?

Le conseguenze principali del cambiamento climatico risultano evidenti da una serie di effetti osservabili sull'ambiente indicati, tra gli altri, dal progetto "*Global Climate Change: Vital Signs of the Planet*"[7] condotto dalla National Aeronautics and Space Administration (NASA), l'agenzia governativa civile responsabile del programma spaziale degli Stati Uniti d'America e della ricerca aerospaziale, il cui obiettivo è quello di fornire al pubblico accurate e tempestive notizie ed informazioni sui processi e sui cambiamenti climatici della terra.

L'aumento delle temperature oceaniche provocano una dilatazione termica degli oceani e in combinazione con l'acqua derivante dallo scioglimento dei ghiacciai si ha l'effetto dell'innalzamento del livello del mare che è aumentato nel corso del 20 esimo secolo di 0,17 metri

NOTE

7 *https://climate.nasa.gov/evidence/*

Influenza del cambiamento climatico sulla finanza

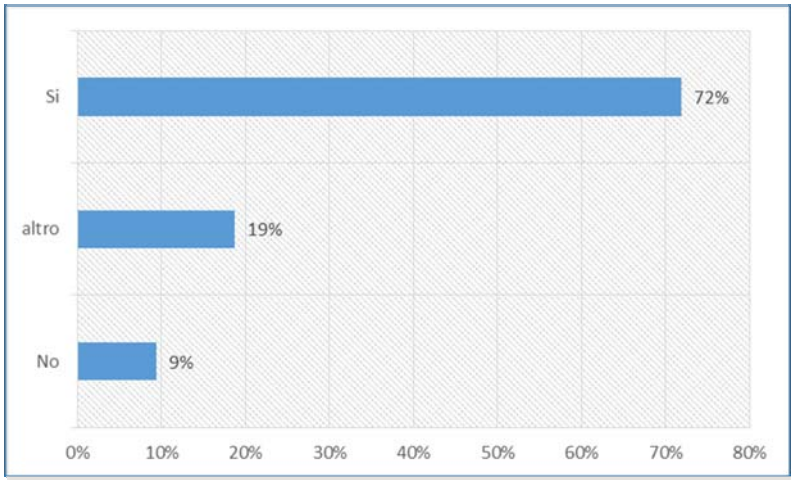


Tavola 8

ed entro l'anno 2100 è previsto in aumento tra i 0,18 e 0,59 metri.

Vi sono, tuttavia, incertezze su questa stima per lo più a causa della difficoltà di determinare quanta acqua sarà persa dai ghiacciai (Bindoff et al. 2007), ad esempio la Groenlandia evidenzia una crescente perdita di massa negli ultimi anni (UNEP 2007). Un aumento dello scioglimento dei ghiacciai e il conseguente afflusso di acqua dolce dalle calotte polari influenza anche i modelli globali di circolazione delle acque oceaniche. Lo scioglimento dei ghiacciai può quindi essere causa di inondazioni ed erosione del suolo.

Il riscaldamento globale comporta anche un impatto sul tipo, la frequenza e l'intensità degli eventi estremi, come i cicloni tropicali (tra cui uragani e tifoni), le inondazioni, la siccità e forti precipitazioni e si prevede un aumento anche se relativamente contenuto della temperatura media. Sono già stati osservati cambiamenti in alcuni tipi di eventi estremi, per esempio, l'aumento della frequenza e l'intensità delle ondate di calore e forti precipitazioni.

Il cambiamento climatico avrà effetti di vasta portata per l'ambiente e sui settori socio-economici, ivi incluse le risorse idriche, l'agricoltura e la sicurezza alimentare, la salute umana, gli ecosistemi terrestri, la biodiversità delle zone costiere. I cambiamenti nelle precipitazioni sono suscettibili di provocare gravi carenze idriche o, al contrario, allagamenti.

L'aumento delle temperature causerà alterazioni nelle colture con impatti sulla sicurezza alimentare e cambiamenti nella trasmissione di epidemie ponendo più persone a rischio di malattie come la malaria e la febbre dengue.

Un aumento della temperatura potenzialmente ha infine un impatto sull'aumento del tasso di estinzione per molte specie e degli habitat. Particolarmente colpite saranno le barriere coralline, le foreste boreali, la fascia mediterranea e gli habitat di montagna mentre l'aumento del livello del mare comporta un maggiore rischio di tempeste, inondazioni e danni causati dalle onde sulle coste.

Tra tutti coloro che hanno risposto alla survey il 72% è concorde sul fatto che il cambiamento climatico attualmente in corso ha un impatto anche sulle decisioni di investimento degli investitori istituzionali ed è fondamentale orientarsi verso aziende virtuose che fanno già oggi dello sviluppo sostenibile il core business della propria attività e solo il 9% ha espresso un parere contrario.

Anche la restante quota del 19% esprime un giudizio positivo indicando

Azione degli investitori istituzionali

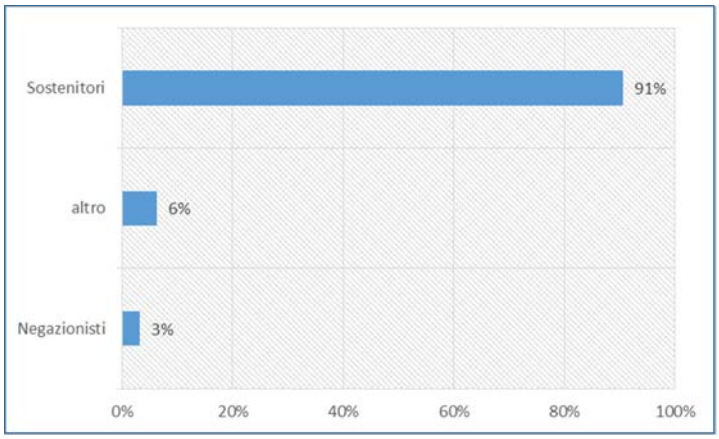


Tavola 9

Clima, Investimenti verdi e Trump: i risultati della survey AIAF-UNIMIB-PLEF

che il trend è ormai avviato tuttavia precisa che l'impatto non è ancora così significativo in quanto manca una diffusa consapevolezza sugli effetti che il cambiamento climatico può comportare ed alcuni ritengono che comunque le decisioni di investimento responsabile dovrebbero essere prese, indipendentemente da considerazioni solo sul clima, considerando invece più in generale tutti i fattori ambientali, sociali e la *governance* (ESG).

Alcuni ritengono infine che è un problema di cultura e di fatto in alcune aree geografiche si ha una maggiore considerazione delle scelte consapevoli negli investimenti (Tavola 8).

7 - Gli investitori istituzionali devono essere sostenitori o negazionisti del cambiamento climatico?

L'evidenza che per il 91% di coloro che hanno risposto alla *survey* gli investitori non debbano essere negazionisti del cambiamento climatico significa che la comunità interpellata considera che chi è negazionista non lo faccia per accaparrarsi i favori degli investitori, ma per difendere i propri interessi; la stragrande maggioranza degli intervistati considera che il mercato dei capitali sia cosciente della convenienza di non difendere interessi preesistenti, ma anzi di rifuggirli; il fatto che solo il 3% si schieri a favore del negazionismo fa ritenere che l'influenza a favore dei sostenitori del cambiamento climatico possa trovare delle resistenze solo nell'ignavia di coloro che "non prendono posizione" (Tavola 9).

8 - Come giudica il *commitment* espresso dal Presidente americano Donald Trump a favore dello sfruttamento dei combustibili fossili per sostenere la crescita economica e il suo suggerimento che gli Stati Uniti si potrebbero ritirare dall'accordo 2015 di Parigi?

Non tutti gli investitori istituzionali sono convinti che è in atto un cambiamento climatico tale da influenzare in modo significativo il valore dei loro portafogli ed altri pur riconoscendo che gli investimenti ad elevata intensità di carbonio potrebbero essere soggetti ad una erosione anche permanente del valore, non hanno preso alcuna iniziativa in quanto considerano tali rischi ancora molto lontani.

Questi rischi possono sembrare oggi ancora più remoti considerato il *commitment* del Presidente americano Donald Trump a favore dello sfruttamento dei combustibili fossili per sostenere la crescita economica e la sua decisione di far uscire l'America dall'accordo 2015 di Parigi.

La posizione di Trump comporta, quindi, potenziali problemi per gli investitori che già integrano i fattori ambientali, sociali e la *governance* nei loro processi decisionali e il loro maggiore timore è quello di conseguire performance inferiori rispetto a quelle di un ampio numero di altri indici.

Asset manager che già stanno disinvestendo da azioni in società con un elevato indice di *carbon footprint* corrono il rischio di realizzare rendimenti inferiori al loro *benchmark* per tutto il tempo in cui le politiche di mitigazione del clima vengono posticipate e l'aspettativa da parte dei mercati finanziari per una loro introduzione rimane bassa.

Il *trend green* è inarrestabile tuttavia se il nuovo percorso dell'economia americana comporterà un rallentamento nella regolazione ambientale estrema attenzione deve essere posta al "timing" in cui prendere determinate decisioni di disinvestimento / reinvestimento.

Il 2 giugno 2017 il Presidente Trump ha preso la decisione di far uscire l'America dagli accordi di Parigi e tra tutte le organizzazioni che hanno contribuito al Quaderno Aiaf n. 173, in quanto particolarmente attive sul tema del *climate change,* abbiamo chiesto alla società inglese Carbon Tracker[8], alla società americana Fossil Free Indexes[9] e alla società South Pole Group[10] con sede a Zurigo di esprimere il loro parere su questa decisione che abbiamo riscontrato essere coerente con quanto risulta dalla nostra *survey.*

Secondo **Anthony Hobley CEO di Carbon Tracker Initiative** "*La decisione dell'amministrazione Trump di uscire dall'accordo di Parigi 2015 è un fallimento economico e di leadership di proporzioni colossali che isolerà purtroppo gli USA sul lato sbagliato della storia. Nonostante ciò, il resto del mondo insieme ad aree chiave dell'economia statunitense, come la California, andranno avanti con l'attuazione dell'accordo in ogni caso. La nostra analisi finanziaria mostra senza dubbio che la transizione low carbon è in corso ed è guidata da un'inarrestabile innovazione tecnologica. La generazione*

NOTE

8 http://www.carbontracker.org/
9 http://fossilfreeindexes.com/
10 http://www.thesouthpolegroup.com/

di nuove energia da risorse rinnovabili ha superato la produzione di nuova energia da carbone. Negli USA soltanto i posti di lavoro nel settore del solare sono cresciuti del 25% l'anno scorso, più che nei settori del petrolio, carbone e gas".

Secondo **Christopher Ito Chief Executive Officer e Lucy Di Rosa Director of Communications Fossil Free Indexes** "*Ci aspettiamo che le ripercussioni politiche e finanziare di questa decisione saranno negative e notevoli per gli Stati Uniti. Com'è ben noto, l'adesione di 195 firmatari all'accordo di Parigi dimostrò un impegno mondiale senza precedenti per ridurre le emissioni di carbonio nel tentativo di evitare i peggiori effetti climatici del riscaldamento globale.*

Non c'è dubbio che un'inversione statunitense rispetto a Parigi rappresenta un tradimento di quest'impegno, e rallenterà i cambiamenti politici necessari per ridurre le emissioni. La negazione della crescita delle energie rinnovabili, per non dire nulla del rifiuto di riconoscere i rischi alla sicurezza umana e ambientale che gli eventi climatici estremi pongono, dimostra un'abdicazione della responsabilità e un'ignoranza delle tendenze economiche, della ricerca scientifica e, francamente, della ragione. Possiamo solo supporre che la decisione del Presidente di mantenere questa promessa è motivata puramente dall'ideologia politica.

Crediamo comunque che gli investitori continueranno a seguire le tendenze economiche, le quali continuano a indicare l'accelerazione della crescita delle fonti energetiche rinnovabili. Nonostante l'elezione di Trump, i grandi investitori continuano ad agire sui rischi climatici. Le strategie variano da investitore a investitore: alcuni scelgono il disinvestimento; altri, come la

Trump e accordo sul clima Parigi 2015

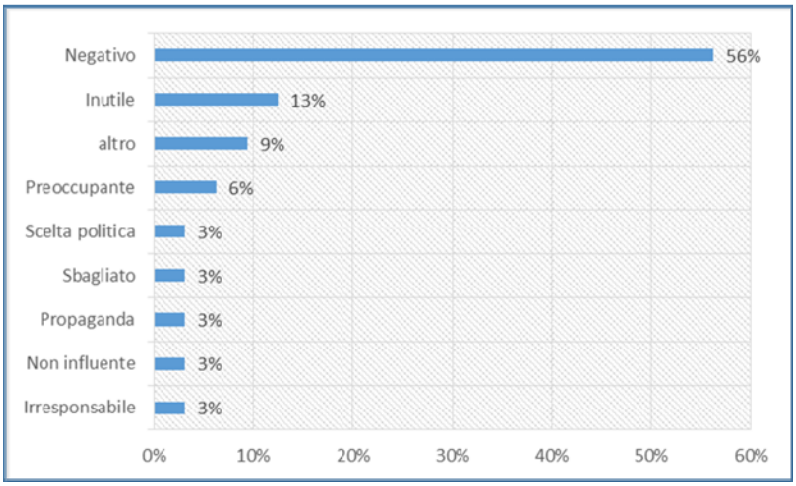


Tavola 10

maggioranza di azionisti di Exxon Mobil ha dimostrato a maggio, preferiscono l'impegno. Qualunque percorso scelgano, Fossil Free Indexes continuerà a sostenere questi investitori, aderendo a un tema semplice: che l'allontanamento dai combustibili fossili è inevitabile, e che il mondo, nonostante l'annuncio di Trump, continuerà il suo percorso verso un futuro di energia pulita".

Secondo **Patrizio Trapletti - Analyst, Finance Team South Pole Group** "*La vigorosa reazione di molti esponenti del mondo della politica e degli affari mette in evidenza come la decisione frenetica di Trump sembri completamente anacronistica, essendo antitetica al consenso scientifico e pubblico che sempre più ritiene il cambiamento climatico come un'urgente minaccia di portata globale.*

Anche alcuni dei più grandi produttori di gas ad effetto serra del mondo non sono d'accordo con la decisione del Presidente Trump, che ora si trova quindi ad affrontare una certa opposizione che, fino a poco tempo fa, sarebbe stata molto improbabile. Exxon Mobil Corp. e ConocoPhillips, due dei più grandi produttori di petrolio a livello mondiale, hanno espresso il loro malcontento di lasciare il tavolo dei negoziati.

Le ragioni dietro alla loro netta presa di posizione devono essere ricercate sia nella pressione a cui le più grandi compagnie petrolifere sono soggette da parte dei loro azionisti sia nella crescente preoccupazione attorno ai cosiddetti "stranded assets", o "beni immobilizzati", che potrebbero influenzare pesantemente i loro profitti. Oltre al settore petrolifero e del gas, Elon Musk di Tesla e Bob Iger della Walt Disney, illustri imprenditori e membri chiave dei consigli di affari della Casa Bianca, hanno annunciato la loro uscita dai gruppi di consulenza a seguito dell'uscita americana dall'accordo di Parigi.

Riassumendo, Donald J. Trump potrebbe aver catalizzato la più grande campagna climatica nella storia e South Pole Group, come azienda leader nella sostenibilità e nella lotta al

Clima, Investimenti verdi e Trump: i risultati della survey AIAF-UNIMIB-PLEF

cambiamento climatico, sarà in prima linea in questa campagna. Continueremo a sviluppare le nostre competenze per aiutare altri pionieri a navigare in questo spazio climatico sempre più complesso e ad accogliere nuovi avventurosi lungo questo emozionante viaggio".

Il 56% di coloro che hanno risposto alla survey ha manifestato la sua opposizione al *committment* del Presidente Trump di far uscire l'America dagli accordi di Parigi 2015 indicando che danneggia il progresso e l'attuazione degli impegni presi congiuntamente da 195 paesi a Parigi ed altrettanto un giudizio negativo è stato espresso da coloro che la ritengono una decisione inutile in quanto il mercato ha già deciso, non influente in quanto la transizione energetica è ormai avviata, di mera propaganda politica ed infine sbagliata ed irresponsabile è la decisione di schierarsi contro la scienza lo hanno espresso complessivamente il 38% dei partecipanti alla *survey*.

Il 6% ha indicato che è preoccupante l'idea diffusa agli investitori in quanto l'America è ritenuta uno dei Paesi che maggiormente inquina e questa decisione può turbare l'economia mondiale dei prossimi venti anni (Tavola 10).

9 - Concorda che il *trend green* è inarrestabile, tuttavia se il nuovo percorso dell'economia americana comporterà un rallentamento nella regolazione ambientale, maggiore attenzione dovrà essere posta al "timing" in cui prendere determinate decisioni di disinvestimento/ reinvestimento?

Timing investimento / reinvestimento

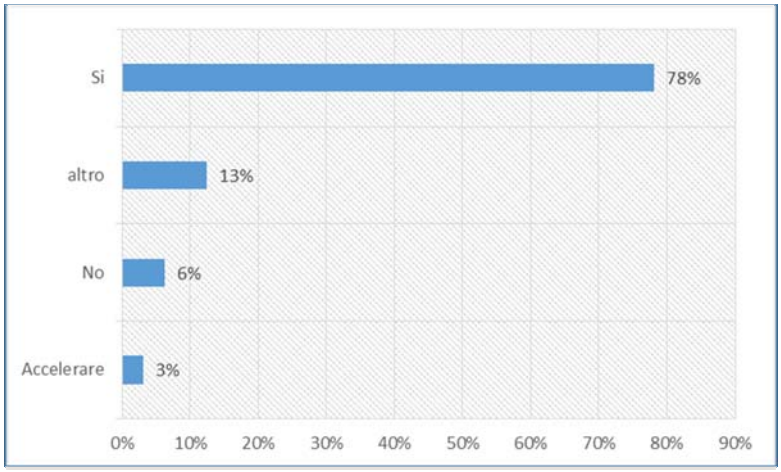


Tavola 11

Molti investitori hanno iniziato a prendere sempre più in considerazione anche le metriche sociali ambientali e la *governance* (ESG), attraverso le quali misurare, oltre alle performance finanziarie delle aziende, anche la sostenibilità, e stanno concentrando quindi la loro attenzione su quelle aziende la cui gestione considera anche i rischi imputabili al cambiamento climatico attualmente in corso, perseguono strategie di disinvestimento dai combustibili fossili attraverso un processo definito di decarbonizzazione, prestano attenzione alle energie rinnovabili che non sono causa di elevate emissioni di gas serra (GHG).

Tendono quindi a non investire in aziende che inquinano l'ambiente: al contrario il loro obiettivo è quello di investire in aziende che sono gestite in maniera sostenibile e prestano attenzione alla responsabilità sociale ed ambientale, alla sostenibilità e quindi al capitale naturale.

Il 78% di coloro che hanno risposto al questionario concorda con queste considerazioni ed il 3% ritiene sia necessario accelerare questo processo di transizione verso una economia a basse emissioni di carbonio evidenziando i pericolo che possono essere conseguenti ad un rallentamento decisionale.

Il restante 19% non ne è invece convinto, secondo questi partecipanti alla *survey* Trump non sta rallentando il trend degli investimenti responsabili in quanto il cambiamento è ineludibile ed altrettanto la transizione energetica (Tavola 11).

10 - Potrebbe suggerire un seguito che ritiene interessante dopo questo evento?

Dalla lettura delle risposte dei partecipanti è possibile evidenziare:

1. soltanto il 15% non ha fornito alcun suggerimento;
2. si rileva un certo interesse nella costituzione di un osservatorio sugli investimenti responsabili, a testimonianza della necessità di informare maggiormente i potenziali investitori creando una risorsa che

possa fornire dati in maniera continuativa, autorevole e credibile;

3. diversi rispondenti segnalano l'esigenza di ripetere l'iniziativa, creando dei focus periodici sulla tematica oppure organizzando incontri analoghi o focus tematici oppure utilizzando la formula del *road show* (circa il 30% dei rispondenti);
4. viene suggerito inoltre di misurare e comunicare i rischi ESG, di analizzare i fattori ESG presenti nei portafogli degli investitori istituzionali;
5. sul fronte delle imprese alcuni rispondenti segnalano la necessità di approfondire il *rating* delle aziende legato alla CSR e alla carbon performance;
6. di indagare sulle politiche messe in atto dalle aziende che hanno un elevato impatto ambientale, in particolare in termini di innovazione nei modelli di business orientati alla sostenibilità;
7. si prospetta anche la necessità di coinvolgere le reti delle banche in modo che possano avere maggiore cognizione dei prodotti finanziari oggetto delle loro operazioni;
8. alcuni rispondenti evidenziano la rilevanza di approfondire le misure di sostegno a favore delle aziende che adottano politiche di sostenibilità.

In generale la maggior parte delle risposte segnala la necessità di organizzare incontri analoghi anche mediante il coinvolgimento di studenti con la creazione di laboratori ad hoc, in modo da sensibilizzare l'attenzione su tali tematiche e da fornire informazioni utili a tutti gli *stakeholder* per una migliore comprensione del fenomeno.

Bibliografia

- **Accenture Sustainability Services (2013**), "*The UN Global Compact-Accenture CEO Study on Sustainability*".
- **Ackerman F. and Stanton E.,** 2006. "*Climate change: The costs of inaction., Global Development and Environment",* Institute, Tufts University. http://cursa.ihmc.us/rid=1H0VSPQK1-CHJ1Z7-JJP/$Tper
- **AllianzGI Global Solutions, December 2015**, "*ESG in Equities*". http://www.allianzgi.com/en/Risk-Management/Documents/ESG-in-Equities_Nov2015.pdf
- **Aviva / Economist Intelligence Unit 2015** "*The Cost of Inaction: Recognising the Value at Risk from Climate Change*". http://www.economistinsights.com/sites/default/files/The%20cost%20of%20inaction.pdf
- **BankTrack, 2014,** "*Banking on Coal: Bank Financing of Coal Mining and Coal Power and Why it Must Stop*". www.banktrack.org/manage/ems_files/download/banking_on_coal_2014_pdf/ banking_on_coal_2014.pdf
- **Carbon Tracker Initiative**, "*Are the world financial markets carrying a carbon bubble*?" http://www.carbontracker.org/wp-content/uploads/2014/09/Unburnable-Carbon-Full-rev2-1.pdf
- **Carbon Tracker Initiative, 2013 "Unburnable Carbon 2013**: *Waste capital and stranded assets"*, http://www.carbontracker.org/wp-content/uploads/2014/09/Unburnable-Carbon-2-Web-Version.pdf
- **Carbon Tracker Initiative / Climate Disclosure Standards Board 2016**, "*Considerations for reporting and disclosure in a carbon-constrained world*". http://www.carbontracker.org/wp-content/uploads/2016/01/Climate-Risk-Disclosure_CTI-CDSB_v2_singlepages_WEB.pdf.
- **Carbon Trust, 2008,** "*Climate Change – A Business Revolution? How Tackling Climate Change Could Create or Destroy Company Value". Co-analysis with Mc Kinsey & Co.* www.carbontrust.com/media/84956/ctc740-climate-change-a-business-revolution.pdf
- **Carney, Mark 2015,** "*Breaking through Tragedy of the Horizon: Climate Change and Financial Stability*". Speech given Lloyd's of London. http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/844.aspx
- **Castries, Henri de 2015**, "*It's No Longer about Whether, It's about When".* Speech by Henri de Castries, AXA CEO, at Climate Finance Day in Paris, https://www.axa.com/en/newsroom/news/about-whether-about-when.
- **CDSB Climate Disclosure Standard Boards, 2015**, "*CDSB Framework for reporting environmental information & natural capital*", http://www.cdsb.net/sites/cdsbnet/files/cdsb_framework_for_reporting_environmental_information_natural_capital.pdf
- **Cotter J., Naja M.M. 2011,** "*Institutional investor influence on global climate change disclosure practices"*. Australian Journal of Management, Vol. 37, Issue 2.
- **FSB 2015**, "*Proposal for a Disclosure Task Force on Climate-Related Risks*".

Clima, Investimenti verdi e Trump: i risultati della survey AIAF-UNIMIB-PLEF

http://www.fsb-tcfd.org/wpcontent/uploads/2016/01/FSB_Disclosure-task-force-on-climate-related-risks.pdf

- **Gasperini A., Doni F.,** dicembre 2016, "*Sustainable Development Goals 13: Quali conseguenze per le aziende*?" Rivista Ipsoa Amministrazione e Finanza. ISSN 1971-5013.
- **Global Risk Institute, Coleman T.F., Laplante A.**, "*Climate Change: Why Financial Institutions should take note"*, 2016, http://globalriskinstitute.org/publications/climate-change-why-financial-institutions-should-take-note/
- **Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC**). "*Fifth Assessment Report – Climate Change 2014 Syntesis Report", Cambridge University Press, 2014*, http://www.ipcc.ch/report/ar5/
- **International Energy Agency, "Resources to Reserves 2013** – *Oil, Gas and Coal Technologies for the Energy Markets of the Future",* http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/Resources2013.pdf
- **2° Investing Initiative 2015** "*Carbon Intensity does not equal carbon risk exposure".* Discussion paper. http://2degreesinvesting.org/IMG/pdf/rapport_correlations_en_v8_combined.pdf
- **Mckibben Bil, July 2012**, "*Global Warming's Terrifying New Math: Three simple numbers that add up to global catastrophe - and that make clear who the real enemy is", Rolling Stone*, http://www.rollingstone.com/politics/news/global-warmings-terrifying-new-math-20120719
- **Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, March 2015** "*Sustainable Reality: Understanding the Performance of Sustainable Investment Strategies*". https://www.morganstanley.com/sustainableinvesting/pdf/sustainable-reality.pdf
- **MSCI 2016**, "*Index Factsheets*", www.msci.com.
- **Oxford University and Arabesque Partners**, "*From the Stockholder to the Stackeholder – How Sustainability can drive outperformance" march 2015*, http://www.arabesque.com/index.php?tt_down=51e2de00a30f88872897824d3e211b11
- **Portfolio Carbon Initiative (PCI) (2015)** "*Carbon Asset Risk: Discussion Framework*" http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/carbon_asset_risk.pdf
- **Portfolio Carbon Initiative (PCI) (2015b)** "*Climate Strategies and Metrics: Exploring Options for Institutional Investors*" http://2degrees-investing.org/IMG/pdf/climate_targets_final-2.pdf
- **Principles for Responsible Investment, 2015**, "*Addressing ESG factors under ERISA",* http://2xjmlj8428u1a2k5o34l1m71.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/Addessing-ESG-factors-under-ERISA.pdf
- **Standard and Poor's, 2014**, "*Climate Change Is A Global Mega-Trend For Sovereign Risk. Technical report*", http://maalot.co.il/publications/GMR20140518110900.pdf
- **Stanford, Steyer – Taylor Center for Energy Policy and Finance, may 2015,** "*ESG Relationship to Fiduciary Duty – From Counter to Crucial*", http://law.stanford.edu/wp-content/uploads/sites/default/files/publication/953666/doc/slspublic/ESG-Fiduciary-Duty-May-29-2015.pdf
- **Sustainability Accounting Standards Board,** "*Climate Risks. Technical Bulletin*" #: TB001-10182016
- **TCFD – Task Force on Climate Related Financial Disclosures**, "*Phase I Report of the Task Force on Climate Telated Disclosures"*, 31/3/2015, https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2016/03/Phase_I_Report_v15.pdf
- **Thornton, James and Howard Covington (2016)** "*Climate Change Before the Court*" Nature Geoscience Commentary, http://www.nature.com/ngeo/journal/v9/n1/full/ngeo2612.html.
- **UNEP/GRID-Arendal.** "*Climate change: processes, characteristics and threats*", UNEP/GRID-Arendal Maps and Graphics Library. 2005. http://maps.grida.no/go/graphic/climate_change_processes_characteristics_and_threats
- **University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL), 2015**, "*Unhedgeable Risk, How climate change sentiment impact investment*", http://www.cisl.cam.ac.uk/publications/publication-pdfs/unhedgeable-risk.pdf
- **Zoltán Nagy, Altaf Kassam and Linda-Eling Lee, MSCI, June 2015**, "*Can ESG Add Alpha? An Analysis of ESG Tilt and Momentum Strategies".* https://www.msci.com/documents/10199/4a05d4d3-b424-40e5-ab01-adf68e99a169

(riproduzione riservata)



UniCredit International Network

Parliamo di come espandere il tuo business a livello globale.

Siamo una banca commerciale paneuropea con un segmento Corporate & Investment Banking perfettamente integrato, arricchita da tante culture diverse e da forti competenze locali, dove tutti condividiamo la stessa visione: One Bank, One UniCredit. I nostri clienti possono contare su un presidio locale in 14 paesi europei, sulla possibilità di effettuare operazioni in altri 18 paesi del mondo e su un solido network globale di banche affiliate. Grazie all'estensione del nostro network internazionale siamo in grado di offrire agli imprenditori il supporto a 360° di cui hanno bisogno per far crescere il loro business all'estero, aiutandoli a gestire questioni globali con una perfetta conoscenza del mercato locale. Grazie alla nostra solida presenza internazionale e ad un approccio integrato e dinamico, possiamo portarti ovunque tu voglia arrivare.

unicredit.eu

La vita è fatta di alti e bassi.
Noi ci siamo in entrambi i casi.

Benvenuto in UniCredit



MAZARS | BUSINESS. FOR GOOD™

Business. For Good™

Encourages business leaders to 'think and act long-term' in order to enhance business performance and pursue profit responsibly for the benefit of companies, their stakeholders and wider society.

FOR MORE ON OUR GLOBAL PROGRAMME, VISIT WWW.MAZARS.COM – WWW.MAZARS.IT

MAZARS

Nel 2067 il mondo sarà migliore? Forse...

di Kaumil Bashu*

Il mondo sta sperimentando un'uscita dalla crisi a bassa velocità e gli esperti prevedono che la situazione non cambierà nel futuro prevedibile. L'economia globale è cresciuta in salute fino alla battuta d'arresto del 2008 – una delle più lunghe stagnazioni dell'era moderna. Inoltre, nei Paesi ad alto e medio reddito, la quota del prodotto interno lordo destinata a stipendi e salari è in declino da almeno 40 anni. Ma si può invertire la tendenza? Che accadrà nei prossimi cinquant'anni?

Oggi la situazione non appare affatto rosea. La stagnazione economica, così come le crescenti ineguaglianze hanno contribuito alla crescita di xenofobia e nazionalismo nei Paesi avanzati, di cui è eloquente esempio il voto sull'uscita dall'Unione Europea nel Regno Unito e l'elezione di Donald Trump alla presidenza negli Stati Uniti oltre alla denuncia dell'accordo parigino sul clima. Inoltre, una larga parte del mondo in via di sviluppo, specie il Medio Oriente ed il Nord Africa, è a rischio di implosione.

Sebbene sia altamente probabile che questa turbolenza sia destinata a proseguire nel prossimo futuro, non c'è comunanza di opinioni su quel che accadrà dopo. Non c'è dubbio che le previsioni su un orizzonte temporale così prolungato siano destinate ad essere sbagliate. Ma negli anni Trenta, un'altra epoca altrettanto travagliata, nientemeno che John Maynard Keynes volle mettersi alla prova su questo terreno pubblicando un saggio destinato a diventare famoso: Le possibilità economiche per i nostri nipoti. Le sue previsioni si sono rivelate del tutto sbagliate. Nonostante questo, il tentativo di Keynes rappresenta un illustre precedente per un'analisi dedicata al futuro. Così, io voglio avere il coraggio di cimentarmi in una sfida analoga cercando di dare uno sguardo a come il mondo sarà tra cinquant'anni. Ed eccomi alla prima, io prevedo che il mondo sia destinato a fiorire, con una crescita annua attorno al 20 per cento ed un tasso di incremento dei redditi e dei consumi che raddoppierà ogni 3-4 anni. Lo so, una previsione del genere, per essere gentili, può sembrare del tutto sballata: in questo periodo, quando va bene, il pianeta cresce del 3 per cento ogni dodici mesi, se non di meno. Ma non sarebbe la prima volta nella storia che il tasso di crescita prende un'accelerazione improvvisa, a livelli inimmaginabili.

Tra il 1500 e il 1820, il tasso di crescita annuo dell'economia del pianeta si è assestato ad un modesto 0,32 per cento annuo, anche se una larga fetta del mondo non è crescita affatto in quel lungo lasso di tempo. Lungo quei secoli, il reddito pro-capite dei cinesi è stato di 600 dollari annui. Agli occhi di chi ha vissuto in quei secoli la crescita attuale del pianeta, che secondo i nostri standard risulta troppo bassa, sarebbe stata pura fantascienza. Come avrebbero potuto anche solo concepire l'accelerazione della Rivoluzione Industriale che, tra il 1820 ed il 2003, ha alzato il tasso di crescita al 2,25% annuo?

Oggi è la Rivoluzione Digitale che promette di alzare la crescita a nuove altezze. Nel frattempo, viviamo nel bel mezzo di una profonda rivoluzione tecnologica, con formidabili progressi nella connessione digitale in tutti gli angoli del pianeta. Il risultato è che i lavoratori coinvolti non solo stanno aumentando la loro produttività ma moltiplicano le possibilità di accesso all'occupazione. Per esempio, gli individui nei Paesi in via di sviluppo sono ora in grado di mettersi in contatto con le multinazionali. Si allargano così i confini del mercato del lavoro.

Gli effetti economici di questa tendenza non sono nel presente tutti positivi. Negli Stati Uniti, per ora, non c'è stato un effetto positivo sulle retribuzioni, nonostante il tasso di disoccupazione sia sceso al 4,3 per cento. Il ricorso alla manodopera a basso costo all'estero, combinata con la crescita dell'automazione, ha fatto sì che in molti lavori sia cresciuto una sorta di muro che ostacola l'ascesa degli stipendi. Ma la chiave per rimuovere questo muro sta nel cambiamento della natura dell'offerta di lavoro. Grazie alla crescita della formazione e delle esperienze lavorative, così come grazie alla riorganizzazione del lavoro, noi possiamo facilitare l'espansione di attività più creative, dall'arte alla ricerca scientifica, che le macchine non dovrebbero sostituire

NOTE

* Ex Chief Economist della Banca Mondiale, professore di Scienze Economiche alla Cornell University, senior Fellow alla Brookings Institution.

Nel 2067 il mondo sarà migliore? Forse...

nel futuro prevedibile.

Non è impossibile prevedere un futuro in cui le attività creative possano garantire un valore aggiunto crescente con effetti positivi sul reddito, al punto da alzare il Pil di una società in maniera rilevante. E' possibile, ma non è scontato. Ma è uno snodo strategico fondamentale per dare un futuro positivo alle nostre società.

Per accelerare il passaggio all'era digitale e coglierne tutti i benefici, noi dobbiamo favorire i comportamenti creativi. Ciò richiede cambiamenti profondi nel sistema educativo, inclusa la formazione per gli adulti. Ci vorranno anche politiche nelle fasi di transizione, per assicurare un reddito ai lavoratori esclusi dal processo. Per evitare che il progresso non si riduca a un forte aumento di potere solo per i detentori delle tecnologie e del capitale, sarà necessario adottare una sorta di *profit sharing* che garantisca ai lavoratori una porzione più rilevante dei profitti.

Dovranno cambiare anche i modelli di consumo, si continuerà sui livelli attuali di crescita, con il raddoppio ogni pochi anni della quantità di auto in circolazione o delle miglia percorse dai jet nei cieli, presto verranno superati i limiti fisici del pianeta.

This is all the more true given that rising life expectancies will not only compound population growth, but also increase the share of elderly people. The right incentives will be needed to ensure that a large share of our wealth is directed at improving health and achieving environmental sustainability.

If we do not manage such policy shifts in the coming years, the world economy will probably swing to the other extreme over the next 50 years. In such a scenario, 2067 would be marked by even greater inequality, conflict, and chaos, with voters continuing to choose leaders who take advantage of their fears and grievances. What I believe can be ruled out is a middle ground, with the world looking roughly like it has over the last 30-40 years.

In 1967, the world saw big innovations in economics (the world's first ATM was installed outside London that June) and health (the world's first successful heart transplant was performed in South Africa in December). If 2067 is to be a fitting centenary for these breakthroughs, the current turmoil must motivate world leaders to work to develop and implement the novel policies we need to create a more prosperous, equitable, and stable future.

(riproduzione riservata)

di Ronert Shiller

Il pessimismo che è dentro di noi

Dalla "Grande Recessione" degli anni 2007-2009, le maggiori banche centrali del mondo hanno tenuto i tassi di interesse a breve termine a livelli vicini allo zero. Negli Stati Uniti, persino dopo i recenti aumenti della Federal Reserve, i tassi di interesse a breve termine restano sotto l'1%, e i tassi di interesse a lungo termine sui principali *bond* dello Stato sono similmente bassi. Inoltre, le principali banche centrali hanno sostenuto i mercati a livelli da record acquistando vaste quantità di debito e mantenendole.

Perché tutto questo tenere in vita artificialmente l'economia, e perché così a lungo?

Sarebbe una eccessiva semplificazione dire che ciò è stato provocato dalla Grande Recessione. I tassi di interesse reali (corretti per l'inflazione) a lungo termine, in realtà, non hanno raggiunto bassi livelli durante il periodo 2007-2009. Se si osserva un grafico dei rendimenti decennali dei buoni del Tesoro degli Stati Uniti negli ultimi 35 anni si nota una tendenza verso il basso abbastanza regolare, e niente di particolarmente insolito durante la Grande Recessione. Il tasso di rendimento era al 3,5% nel 2009, alla fine della recessione. Oggi è appena sopra il 2%.

Più o meno lo stesso è vero per i tassi di interesse reali. Durante la Grande Recessione, il rendimento dei titoli decennali del Tesoro protetti dall'inflazione raggiunse in un punto quasi il 3%, ed era quasi al 2% alla fine della recessione. Da allora, il rendimento dei TIPS decennali per la maggior parte del tempo è sceso ed è rimasto basso, allo 0,5% nel maggio 2017.

Il fatto che le persone siano disponibili a tenere impegnato per un decennio il loro denaro con tassi talmente bassi indica che c'è stata una lunga tendenza al pessimismo, riflessa nella recente popolarità del termine "stagnazione secolare" per descrivere un'economia perpetuamente debole. Dopo che il passato Segretario al Tesoro Lawrence Summers aveva usato quel termine in un discorso del novembre 2013 al Fondo Monetario Internazionale, l'editorialista del New York Time Paul Krugman lo fece proprio, e da allora divenne virale.

Per quanto la stagnazione secolare sia diventato un meme cinque anni dopo la crisi finanziaria del 2008, il termine stesso è molto più antico. Apparve per la prima volta nel discorso presidenziale alla *American Economic Association* dell'economista Alvin Hansen dell'Università di Harvard, nel dicembre del 1938, e in un suo libro pubblicato lo stesso anno.

Hansen descriveva "l'essenza della stagnazione secolare" come "riprese ammalate che si spengono nella culla e depressioni che si alimentano da sole e lasciano un duro e apparentemente inamovibile nucleo di disoccupazione". Quando Hansen tenne il suo discorso, si aspettava che la stagnazione economica dell'economia statunitense persistesse nel tempo. La depressione che era partita con il crollo del mercato azionario del 1929 stava arrivando al suo decimo anno, e la Seconda Guerra Mondiale non era ancora arrivata. Solo dopo l'inizio della guerra, nel 1939, la stagnazione ebbe termine.

La teoria della stagnazione secolare dell'epoca della Grande Depressione di Hansen era basata su una osservazione sul tasso di natalità degli Stati Uniti, che negli anni '30 era inusualmente basso, dopo essere già diminuito in modo spettacolare negli ultimi anni '20. Minori nascite, ne dedusse Hansen, perpetuavano la stagnazione, perché le persone non avevano bisogno di spendere molto per i figli, e ritenevano meno indispensabile investire sul futuro. Infatti, secondo le statistiche della Banca Mondiale, il tasso di natalità globale medio è anch'esso caduto a partire dalla crisi finanziaria del 2008. Ma la bassa fertilità non ha niente a che fare con quella crisi particolare, dato che i tassi di natalità sono venuti regolarmente diminuendo per la maggior parte del secolo.

Un'altra spiegazione è che la crisi del 2008 sta persistendo nelle nostre teste, nella forma di una accentuata paura che eventi rari ma significativi come "cigni neri" potrebbero essere imminenti, nonostante iniezioni abbastanza forti di fiducia nei consumatori e una volatilità dei mercati finanziari relativamente bassa (con qualche eccezione). Uno studio recente di Julian Kozlowski, Laura Veldkamp e Venky Venkateswaran dell'Università di New York sostiene che nutrire tali paure è razionale, giacché una volta che effettivamente intervengono eventi in precedenza impensabili, si è giustificati a non dimenticarsene.

La mia stessa teoria sulla stagnazione

odierna si concentra sulla ansia crescente di rapidi avanzamenti nelle tecnologie che alla fine potrebbero sostituire la maggioranza dei nostri posti di lavoro, probabilmente alimentando una massiccia ineguaglianza economica. Le persone potrebbero essere sempre più riluttanti a spendere oggi in quanto hanno vaghi timori sulla possibilità di trovare lavoro nel lungo termine – timori che possono non essere così elevati nelle loro menti quando rispondono a sondaggi sulla fiducia dei consumatori. Se il caso fosse questo, essi potrebbero sempre di più aver bisogno di essere stimolati da bassi tassi di interesse per continuare a spendere.

Un perenne vortice di buone notizie dopo una crisi, potrebbe instillare una specie di blando ottimismo, senza effettivamente eliminare la paura di un'altra crisi nel futuro. Inoltre i politici ed i media alimentano questo ottimismo con racconti ottimistici che la più ampia opinione pubblica non è nelle condizioni di catalogare o di confermare.

A partire da circa il 2012, le azioni ed i mercati immobiliari stanno realizzando nuovi record. Ma lo stesso genere di cosa accadeva regolarmente nella Grande Depressione: i media dell'informazione avevano resoconti di vette nelle prestazioni di vari indicatori economici. Una ricerca su "Notizie e giornali" di *ProQuest* per gli anni dal 1930 al 1939 ha trovato 10.315 articoli con il termine "record superiore". Gran parte di questi racconti riguardavano variabili economiche. Nel 1933, al culmine della depressione, prestazioni da record venivano resocontate per la produzione di petrolio; per il grano, l'oro ed i prezzi delle materie prime nei luoghi di scambio; il consumo di sigarette; i depositi postali; le vendite o i profitti di singole società, e così via.

Tali rosei resoconti possono dare ad alcuni la speranza che le cose nel complesso stiano migliorando, senza attenuare il timore di poter ancora ricadere in un evento economicamente catastrofico. Ad eccezione di misure di stimolo eccezionalmente forti, questo senso di inquietudine limiterà le loro spese. La psicologia della narrazione ci ha insegnato che non c'è alcuna contraddizione: le persone possono tenersi narrazioni parallele e conflittuali nello stesso tempo. Quando le persone si immaginano scenari disastrosi, le autorità devono rispondere di conseguenza.

(riproduzione riservata)



Con le nuove **carte di credito UBI Banca** sei libero di scegliere se rimborsare tutto in un'unica soluzione o **rateizzare in autonomia le singole spese.**

Scopri di più su **ognicosaatuotempo.it**

Sosteniamo il **Dopo di Noi** | **in filiale** | **ubibanca.com** | **800.500.200**

UBI Banca
Fare banca per bene.

Le carte Hybrid, riservate a consumatori, sono emesse e vendute da UBI Banca Spa, che si riserva la valutazione del merito creditizio e la definizione dei massimali di spesa da assegnare alle carte. Le carte sono emesse con modalità di rimborso a saldo e prevedono la possibilità di dilazionare il rimborso di singoli utilizzi contabilizzati nel mese tramite finanziamenti rateali per un importo compreso tra 250 e 5.000€ (nei limiti del massimale disponibile della carta) in 3, 5, 10, 15, 20, 25 rate mensili con l'applicazione di una commissione predefinita sulla base dell'importo e del numero di rate. Per importi: da 250 a 500€, rateizzazione prevista 3, 5 mesi; da 500,01 a 750€, rateizzazione prevista 3, 5, 10 mesi; da 750,01 a 1.000€, rateizzazione prevista 3, 5, 10, 15 mesi. La rateizzazione dei singoli utilizzi può essere richiesta dal titolare, nella filiale presso cui è in essere la carta o tramite il servizio Qui UBI, le app collegate e l'ambiente riservato di UBI PAY. La titolarità di tali servizi non è condizione necessaria ai fini della concessione della carta. Le app UBI Banca sono disponibili per smartphone iOS, Android e Windows Phone, con le caratteristiche indicate sui rispettivi app store e su ubibanca.com. Per le condizioni contrattuali delle carte Hybrid, del servizio Qui UBI, di UBI PAY e degli altri servizi, si rinvia ai fogli informativi o alla documentazione precontrattuale disponibile presso le filiali UBI Banca e nella sezione "Trasparenza" del sito ubibanca.com.

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale.

Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

aiaf® financial school

CERTIFICATO DI QUALITA' ISO 9001:2015

AIAF Formazione e Cultura, con l'obiettivo di garantire l'eccellenza dei propri corsi, ha conseguito il certificato di qualità ISO 9001:2015.

A questo scopo la società ha rivisto e completato le proprie procedure interne che possano garantire un'erogazione dei servizi controllata e tracciabile.

Sono state individuate all'interno della struttura le figure chiave per il controllo della rispondenza alla norma ISO 9001 e definiti gli interventi di verifica periodica sulla formazione sia in fase di progetto che di svolgimento dei corsi.

La certificazione 2015 prevede, inoltre, un capitolo specifico sul tema dei rischi.

Grazie al conseguimento della certificazione di qualità i corsi Aiaf potranno aver diritto a concorrere ai finanziamenti previsti dal Fondo banche e assicurazioni nonché garantire un requisito indispensabile per erogare formazione alla Pubblica Amministrazione.

Nell'ambito della certificazione Aiaf Formazione rinnova l'impegno a soddisfare i propri Clienti avvalendosi di fornitori e docenti preparati, garantendo le condizioni ideali per lo svolgimento dell'attività di formazione.

ISO 9001
BUREAU VERITAS
Certification

BUREAU VERITAS 1828



di Bruno Ricci

Il controllo legale e contabile

Se partiamo dalla considerazione che la "*contabilità è lo strumento della dottrina aziendalista per adempiere ad una disposizione di legge*" (Dott. Bruno Ricci), delegare a due soggetti diversi le funzioni del controllo legale e contabile dei conti di bilancio sembra una assurdità operativa. Il controllo contabile è per sua natura un controllo di legalità e non potrebbe essere il contrario. La *contabilità è un semplice strumento della dottrina aziendalista, peraltro, non disciplinato da nessuna legge*. Il dare e l'avere delle scritture in partita doppia rappresentano l'attivo e il passivo dello stato patrimoniale o i costi e i ricavi del conto economico che ricordo, sono collocati all'interno degli schemi previsti agli artt. 2424 e 2425 c.c. secondo principi di redazione e di valutazione individuati sempre dal legislatore. In conclusione "***Tutto è diritto, il resto, sono solo strumenti al suo servizio***" (Dott. Bruno Ricci). Quindi, questa doppia funzione sembra più una moltiplicazione dei pani o meglio dire delle funzioni e dei costi a carico delle aziende, che una necessità a servizio della trasparenza societaria!! Il bilancio di esercizio è disciplinato da leggi e quindi esiste solo il controllo legale. "***Il controllo contabile separato da quello legale non esiste in quanto parte integrante di quello legale che a sua volta non esisterebbe senza il primo***". Interessante è notare come il **sindaco** sia investito del controllo legale e il **revisore legale** di quello contabile. La terminologia usata o è poco felice e forviante oppure il legislatore si è accorto che il controllo contabile è un controllo di legalità. A sostegno di quanto appena detto, si ricorda come nei reati di bancarotta sia ammissibile il concorso di uno o più componenti del collegio sindacale con l'amministratore anche attraverso un comportamento omissivo del controllo sindacale.

Tale controllo, infatti, **non può esaurirsi in una mera verifica formale,** quasi a ridursi ad un riscontro contabile nell'ambito della documentazione messa a disposizione dagli amministratori, **ma comprende il riscontro tra la realtà e la sua rappresentazione** (*Cass. 12 marzo 2010 n. 10186).*

La realtà effettiva, poi, rappresentata in bilancio, è una realtà legale (*Cassazione n.22474 del 27.05.2016*). A tal fine, il nostro legislatore ci ha consegnato un set di principi di redazione (art. 2423bis) e di criteri di valutazione (art. 2426) grazie ai quali redigere il nostro bilancio. La corretta applicazione di questi principi e criteri richiede necessariamente in testa al sindaco una specifica competenza. L'assenza di questa competenza fa sì che il sindaco non possa espletare l'obbligo dei suoi doveri ovvero il controllo legale sui conti societari.

Le società a responsabilità limitata (Srl) che:

- redigono il bilancio consolidato;
- per due esercizi consecutivi superano almeno due dei requisiti richiesti per la redazione del bilancio abbreviato (art. 2435bis);
- controlla una società che è tenuta alla revisione dei conti;

hanno l'obbligo di dotarsi dell'organo di controllo scegliendo tra le seguenti alternative:
(i) collegio sindacale;
(ii) sindaco unico;
(iii) società di revisione;
(iv) revisore unico.

Diversamente, la nomina dell'organo di controllo è **facoltativa.** Per il nostro legislatore civile, quindi, nominare l'organo di controllo legale (sia nella forma monocratica che collegiale) o quello della revisione legale dei conti è indifferente. Questa libera scelta non può che essere dettata dalla consapevolezza che il controllo legale e quello della revisione legale dei conti, detto anche controllo contabile, siano la solita cosa e che il fatto che ad oggi tali controlli siano stati delegati a due soggetti diversi è solo una questione che piano piano deve rientrare. Le società per azioni, viceversa (Spa), sono obbligate a nominare sia l'organo di controllo legale (solo forma collegiale) che l'organo della revisione legale dei conti. Ai sensi dell'art. 2409bis se la società non è tenuta alla redazione del bilancio consolidato e lo statuto della società lo prevede, le due funzioni, cioè quelle del controllo legale e quello della revisione dei conti, possono essere svolte dal collegio sindacale.

Giurisprudenza: Il GIP del Tribunale di Torino, nella **sentenza 7.1.2015 n. 1801,** ha precisato che, ai fini del concorso nel reato di false comunicazioni sociali, nel caso di

NOTA

* Socio AIAF dal 2014, Studio Tributario Societario.

sindaci privi della revisione legale, esclusi elementi lampanti di anomalia ovvero incongruenze relative ad operazioni di falsificazione del bilancio su poste non involgenti sofisticati criteri di appostamento, occorre fare affidamento, per quanto attiene ai profili strettamente tecnici, sui giudizi espressi dai diversi soggetti che su quella quantificazione intervengono mettendo in campo competenze specialistiche. Nel caso di specie, quindi, a fronte di false comunicazioni sociali con appostazione nella riserva sinistri di una società assicuratrice di somme inferiori rispetto a quelle necessarie per legge (art. 37 del DLgs. 209/2005), si sottolineava come i sindaci non avessero potuto percepire segnali d'allarme in quanto: (i) da un lato, l'attuario della società assicuratrice attestava nella propria relazione al bilancio l'inesistenza di particolari problematiche nella determinazione delle riserve tecniche, né inadeguatezze contabili o amministrative di rilievo; (ii) dall'altro, la società di revisione aveva verificato la correttezza delle procedure di calcolo delle riserve tecniche di perequazione e delle altre riserve (Trib. Torino 27.1.2015 n. 1801)

Commento: la posizione del Gip Torinese dimostra inequivocabilmente la contraddizione della disciplina civilistica, ma soprattutto come la duplicazione dei pani o meglio dire delle funzioni sia solo prodromica al proliferare del sistema dello "scarica barile" e dello spostare in avanti le eventuali responsabilità. Se è vero che gli accantonamenti a riserva sono disciplinati dall'art. 37 del DLgs. n. 209/2005, come è possibile da parte del collegio sindacale espletare la funzione di controllo legale senza le dovute competenze specialistiche necessarie, appunto, per la verifica della congruità degli accantonamenti in ossequio alla normativa di settore? In altri termini, non si può espletare il controllo legale senza la competenza tecnica in quanto, lo ripetiamo ancora una volta, il **controllo legale e quello contabile sono la solita cosa** e il distinguo trova ragioni di ben altra "natura".

(riproduzione riservata)





di Alessandro Magagnoli*, Claudia Cervi**



e Mauro Rotunno***

Azionario Usa, Europa e Cina dopo i rialzi della Fed

Sono diverse le pressioni esercitate in queste ultime settimane contro il trend complessivo rialzista dell'azionario Usa che, immediatamente dopo la vittoria di Trump, aveva ripreso vigore.

Nella conferenza stampa successiva al rialzo dei tassi Usa di marzo, con la Federal Reserve che ha innalzato il livello obiettivo del tasso sui fondi federali di 25 pb, alla Governatrice Yellen sono state fatte domande in relazione alle dimensioni del bilancio della Federal Reserve dal momento che una sua riduzione potrebbe amplificare l'impatto del rialzo dei tassi a breve. Per il momento i 4.570 miliardi di dollari di attivi detenuti dalla Fed esercitano una pressione al ribasso sui rendimenti a medio e lungo termine, ma un ridimensionamento del bilancio agirebbe in direzione contraria facendo impennare i rendimenti a lungo termine. Per ogni 100 miliardi di dollari di attivi detenuti dalla Banca Centrale Usa il rendimento sui decennali scende di 6 punti base circa. Difficile fare ipotesi su quello che potrebbe succedere basandosi sul passato, fino ad oggi infatti non si è mai assistito ad un ritiro del QE. La strada che la Fed potrebbe seguire è quella della riduzione dei reinvestimenti e dal momento che ci sono quasi 1000 miliardi di dollari di titoli di Stato in scadenza entro il 2019, i rendimenti potrebbero crescere solo per effetto dei mancati reinvestimenti di 0,55/60 punti base.

Una questione rilevante che potrebbe condizionare l'andamento futuro dei mercati finanziari è dunque quella relativa all'inizio del processo di vendita dei titoli che hanno formato oggetto di QE e che si trovano allocati all'interno del Bilancio Fed tra le attività. Prima o poi tale operazione di smobilizzo dovrà pure avere inizio e le sue immediate conseguenze, pur se gestita con estrema cautela, non potranno che essere un drenaggio della liquidità all'interno del sistema con tutte le ripercussioni di una vera e propria politica monetaria restrittiva.

I mercati azionari Usa tuttavia per il momento non sembrano scontare questa eventualità, anzi si muovono in direzione opposta rispetto a quella che si potrebbe temere in un contesto di tassi in crescita.

Mohamed El-Arian, Chief Economist di Allianz, intervistato pochi giorni fa dalla CNBC, sosteneva che questo mercato è e rimane essenzialmente "*liquidity driven*", trainato dal flusso di liquidità. Secondo l'economista ogni riferimento ad una Reflation Trade è fuorviante e non coglie nel segno. Prima di abbandonare l'idea che la Borsa nel suo complesso possa continuare a salire, e la tentazione sarebbe molto forte vista la storia di successi e nuovi record che ci precede e che sicuramente rende nervosi gli investitori, meglio quindi continuare a stare ai fatti e verificare costantemente la tenuta dell'uptrend in atto ma senza pregiudizi.

La Banca Centrale americana prevede di ritoccare ancora il costo del denaro nel corso del 2017 (a settembre probabilmente) dopo gli interventi di marzo e giugno (con quest'ultimo i tassi di interesse sono saliti all'1,00-1,25%, tornando a rivedere per la prima volta dalla crisi finanziaria quota 1%), una prospettiva ritenuta poco aggressiva dai mercati che forse nel 2016 si erano immaginati una corsa al rialzo più veloce e che ora devono rivedere le proprie posizioni.

Le stime della Fed sembrano tuttavia coerenti con il percorso scelto: le previsioni per il Pil del 2017 sono al 2,1% come quelle per il 2018, mentre e stime di crescita a più lungo termine sono all'1,8 per cento, le previsioni sull'inflazione sono per un lieve rialzo nel 2017 all'1,9% ma nel lungo termine i prezzi al consumo sono previsti fermi attorno al 2%, tutti valori che lasciano alla Fed ampio spazio di manovra e di scelta delle tempistiche di azione. In altre parole la Banca Centrale non dimostra di avere fretta di intervenire e gli investitori, e le aziende, si godono ancora questo periodo di denaro a basso costo.

In effetti l'aumento dei tassi a breve e la discesa di quelli a lunga, motivata dall'acquisto di titoli di Stato Usa in risposta all'aumento recente delle tensioni geopolitiche, non ha fatto altro che appiattire la curva, essendo il tasso decennale sui Titoli del Tesoro USA sceso al di sotto del 2,3%, supporto grafico rilevante.

NOTE

* Socio AIAF dal 2003, Responsabile del Gdl AIAF "Analisi intermarket"; A.D. responsabile settore analisi qualitativa di Financial Trend Analysis srl, Milano.

** Socio AIAF dal 2013, Analista indipendente.

*** Socio Aiaf dal 2015, Analista indipendente.

Azionario Usa, Europa e Cina dopo i rialzi della Fed

Inflazione attesa negli Usa a 5 anni, valore attuale stimato 1,91%



Figura 1

Il tasso sui decennali Usa ha infatti disegnato un "doppio massimo", figura ribassista, in area 2,62% a partire dalla metà di dicembre 2016, completandolo poi con la violazione a 2,3090% dei minimi del 12 gennaio. Il target del "doppio massimo", ottenuto come proiezione della sua ampiezza dal punto di rottura, si colloca al 2% circa (le quotazioni del future sui bond decennali, che hanno invece disegnato un "doppio minimo", figura rialzista, potrebbero tornare a 129 dollari circa). Supporto successivo all'1,8%. I tassi a lunga sembrano quindi destinati a

I tassi decennali Usa disegnano un "doppio massimo"



Figura 2

10-Year Treasury Constant Maturity Minus 2-Year Treasury Constant Maturity

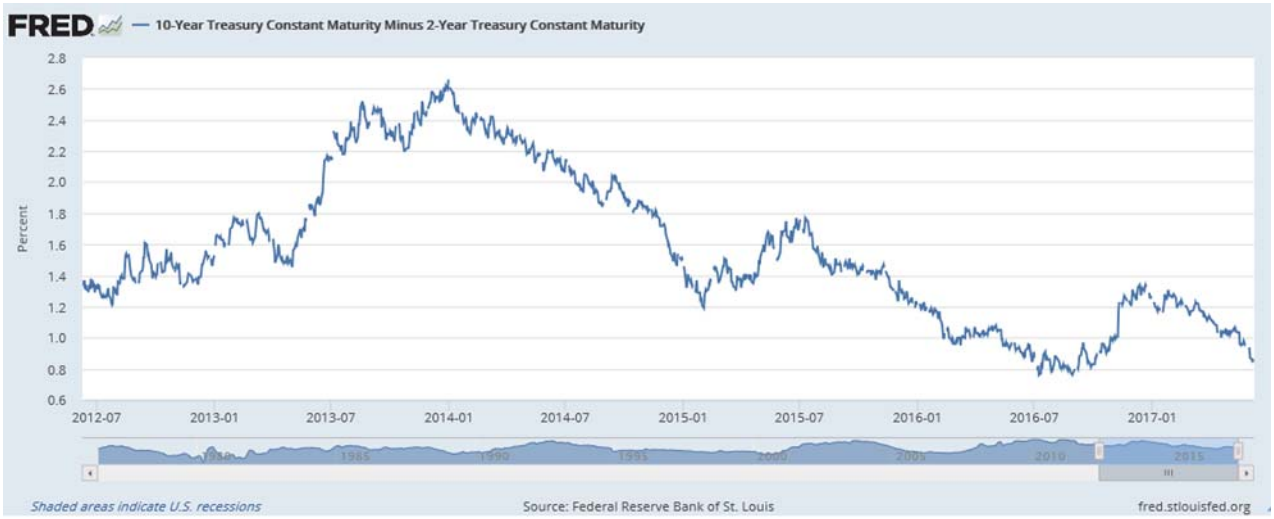


Figura 3

scendere ancora, sulla spinta delle tensioni geopolitiche e della incertezza in Europa, solo oltre area 2,43% si registrerebbe una inversione di tale tendenza. Il movimento attuale tuttavia, seppure di entità non trascurabile, potrebbe rivelarsi solo una pausa di una fase di aumento dei tassi che rischia di dimostrarsi "epocale".
Ed è proprio qui che si dovrebbe concentrare l'attenzione degli investitori per ricavare segnali di cambiamento rispetto alla situazione attuale, tutto sommato ancora favorevole ad una ulteriore rivalutazione degli indici azionari, almeno nel breve termine. Sul grafico a lungo termine dei decennali si nota infatti un potenziale "doppio minimo" in preparazione dall'inizio del 2012 con base in area 1,40%. Se tale figura rialzista dovesse venire completata, con il superamento di area 3%, gli obiettivi a medio termine per i tassi a 10 anni verrebbero spostati al 4,65% circa (forte resistenza intermedia al 4%), un cambiamento netto rispetto all'andamento degli ultimi anni che sarebbe probabilmente accompagnato da mutamenti altrettanto rilevanti dal trend dell'azionario.
Ricapitolando quindi nel breve medio periodo un'ulteriore discesa dei tassi decennali è probabile, in ottica temporale più estesa invece le prospettive sembrano di essere in senso inverso.
L'appiattimento della curva è illustrato dal grafico che esprime la differenza tra il tasso a 10 anni e quello sulle Notes Governative a 2 anni. Sgrossare un bilancio di questa entità (si parla di circa 4,57 trilioni di dollari) è una operazione non per i deboli di cuore. In contemporanea presenza di un innalzamento dei tassi a breve (come peraltro ormai scontato ampiamente dai mercati) il drenaggio di liquidità conseguente produrrebbe un inevitabile innalzamento dei tassi sul lato lungo della curva, movimento che ad onore del vero non è però ancora evidente. Vanno valutate, e sicuramente da parte loro lo stanno già facendo, le ripercussioni sulla stretta creditizia che il sistema imporrebbe alle imprese non finanziarie statunitensi.

Ad oggi le condizioni di rischio sistemico creditizio appaiono comunque rassicuranti. Alcuni indicatori di "rischio" finanziario avvertito dai mercati aiutano a valutare la situazione come ad esempio un grafico estratto dal sito della Fed di St. Louis e strutturato dalla BofA Merryl Linch, che evidenzia lo spread tra i tassi decennali dei titoli High Yield e i tassi spot dei Treasuries. Lo spread appare basso e questo evidenzia una assenza di rischio finanziario avvertito dal sistema.

Azionario Usa, Europa e Cina dopo i rialzi della Fed

BofA Merrill Lynch US High Yield Option-Adjusted Spread©

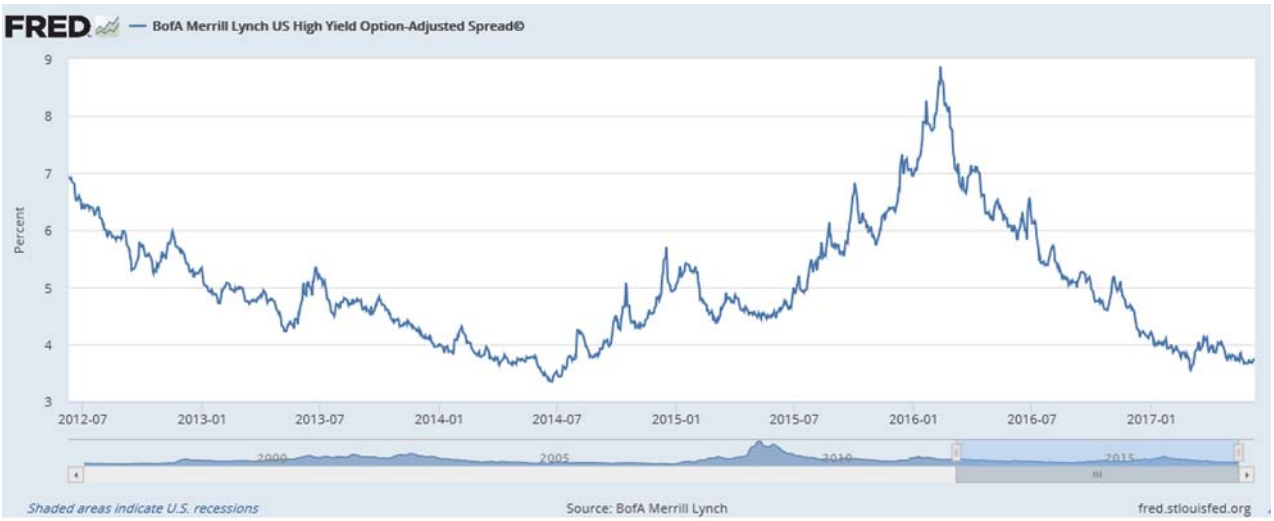


Figura 4

Il TED spread (acronimo formato dalla T di T-Bill e da ED, simbolo per i contratti future per l'eurodollaro) che esprime invece lo spread tra i contratti future a tre mesi sui Governativi USA e i medesimi contratti Eurodollaro, appare anch'esso in rapida discesa dai massimi toccati nel 2016 dopo una fase di crescita durata 3 anni circa, e sembra quindi indicare un rischio creditizio basso del sistema finanziario.
Tutto questo non significa che i semi per un mutamento delle condizioni e una inversione di trend dei mercati azionari non siano già stati gettati e non stiano per germogliare. L'indice Nasdaq è al rialzo ormai da 9 anni consecutivi e la stessa Fed parla di mercati azionari

Ted spread in rapida discesa



Figura 5

Il Nasdaq Composite evidenzia una situazione di ipercomprato



Figura 6

sopravvalutati. Campanello di allarme preoccupante è stata la seduta del 9 giugno, che ha visto il Nasdaq Composito per la prima volta dal 14 aprile 1999 chiudere la giornata sottoperformando di oltre due punti percentuali l'indice Dow Jones. Da brivido il saldo di seduta per i principali titoli tecnologici in quella seduta, un vero terremoto: Apple (AAPL), -3,88% a $ 148,98, Microsoft (MSFT), -2,27% a $ 70,32, Amazon (AMZN), -3,16% a $ 978,31, Alphabet (GOOGL), -3,40% a $ 970,12, Facebook (FB), -3,30% a $ 149,60, e Twitter, Inc. (TWTR), -3,89% a $ 16,91. Il grafico settimanale mostra che l'RSI a 14 elementi è in netto ipercomprato, una situazione che in passato è stata seguita da ripiegamenti significativi dell'indice.
C'è comunque forse ancora un po' di tempo prima di doversi preoccupare seriamente per la tenuta delle azioni: BlackRock ipotizza che un aggiustamento nel bilancio della Fed non ci sarà prima del quarto trimestre del 2017 o nel primo del 2018 e secondo Marketfield Asset Management la Fed dovrebbe dare almeno tre mesi di preavviso prima di cambiare la politica dei reinvestimenti e potrebbe farlo non prima di settembre.

A differenza del Nasdaq, che come abbiamo visto denuncia un certo nervosismo, gli altri indici Usa restano in vista dei recenti record. L'indice S&P100 statunitense (rappresenta circa il 50% dell'intera borsa) ha disegnato una fase laterale a partire dai massimi di marzo a 1063 punti, poi avvicinati successivamente in altre occasioni per essere superati a inizio giugno con un allungo fino a 1080 punti circa. Una fase come la attuale ha le caratteristiche di un potenziale "doppio massimo", una figura che se completata avrebbe implicazioni ribassiste, ma la storia ci insegna ad essere prudenti.

Questo tipo di configurazione, formata appunto da due o più massimi allineati sugli stessi livelli, si è presentata spesso nel recente passato ma non ha sempre rappresentato l'avvio di una fase negativa. Esempi di una evoluzione negativa successiva alla fase laterale sono riscontrabili nel periodo agosto-settembre del 2016, maggio-luglio e novembre-dicembre del 2015 solo per citare i piu' recenti. Ci sono tuttavia stati anche casi, ad esempio il periodo novembre-dicembre 2014 o dicembre2016-gennaio 2017 dove una fase laterale simile a quella in via di sviluppo si sono dimostrate delle

Azionario Usa, Europa e Cina dopo i rialzi della Fed

S&P100 ancora in tendenza rialzista



Figura 7

semplici interruzioni della tendenza rialzista. In analisi grafica del resto non esistono regole di facile applicazione da utilizzare per anticipare la natura di una fase laterale, un aiuto può venire dallo studio dell'andamento dei volumi durante la formazione del *pattern* (se crescono durante i rialzi all'interno del *trading range* è probabile si tratti di un "rettangolo" di continuazione, viceversa di un "doppio/triplo massimo" di inversione), ma di norma si attende il superamento di uno degli estremi per prendere posizione.

Nel caso dello S&P100 segnali chiarificatori verrebbero quindi dal superamento di 1080/90 o dalla violazione dei minimi del 27 marzo a 1030/40 punti circa, quota praticamente coincidente con la media mobile a 100 giorni. Oltre quota 1080/90 i timori di essere in presenza di un "doppio massimo" verrebbero allontanati mentre troverebbero conferma al di sotto di area 1030. Nel primo caso il target si sposterebbe a 1110 punti circa, lato superiore del canale crescente disegnato dai minimi di febbraio 2016, e poi fino ai 1180 punti circa, nel secondo invece i prezzi potrebbero non accontentarsi del test della base dello stesso canale, a 1015 circa, ma scendere almeno fino in area 970 dove si colloca il 38,2% di ritracciamento (Fibonacci) del rialzo degli ultimi mesi.

Considerazioni del tutto analoghe possono essere fatte per il Dow Jones Industrial, anche esso protagonista di un andamento laterale da inizio marzo. I limiti di questo trading range sono posti a 21305 e 20380 punti circa, gli obiettivi in caso di debordo dalla fascia indicata si collocherebbero rispettivamente a 22000 e a 19600 punti. La media mobile a 100 giorni, indicatore che con la sua posizione rispetto al grafico sintetizza la condizione del trend di medio periodo, è molto vicina all'indice, transita infatti a 20680 punti, una sua violazione sarebbe un ulteriore indizio di potenziale debolezza duratura mentre fino a che essa rimarrà intatta sarà lecito continuare a sponsorizzare il proseguimento dell'*uptrend.*

E la media mobile a 100 giorni è stata al centro dell'azione dei prezzi nel caso del Russell 2000, l'indice delle *small caps* americane. L'indice aveva goduto di ottime performance subito dopo l'elezione di Donald Trump, che con il suo motto "America first" aveva fatto sperare in un rilancio veloce dell'economia interna, ma anche in questo caso, come nei due precedenti, il mercato non è riuscito a mantenere vivo l'*uptrend* limitandosi, e comunque in un

Dow Jones in fase laterale da alcuni mesi



Figura 8

Il Russell 2000 attraversa la media mobile a 100 giorni



Figura 9

Azionario Usa, Europa e Cina dopo i rialzi della Fed

Ftse Mib, grafico settimanale in ipercomprato



Figura 10

certo senso anche questo è un segnale di forza, ad oscillare in prossimità dei record stabiliti a dicembre a 1393 punti circa. Solo la rottura decisa di quei massimi e dei successivi, posti a 1415 (marzo), a 1425 (aprile) e 1433 (giugno) sgombrerebbe il campo da dubbi prospettando nuovi rialzi con *target* a 1520 e 1560 punti. Sotto la media a 100 giorni, a 1380 circa, atteso invece il *test* della base della fase laterale, a 1335 circa, e alla sua violazione probabili invece ribassi con target a 1250 e 1190 punti circa.

Ma anche guardando agli indici europei è possibile ricavare qualche elemento di preoccupazione, dovuta in questo caso non alla presenza di una fase di incertezza del *trend* ma proprio alla velocità del suo sviluppo. Osservando l'indicatore RSI (*relative strenght index*) calcolato a 14 settimane per il Ftse Mib si nota infatti nella parte centrale del mese di maggio il suo sconfinamento in zona di ipercomprato, ovvero al di sopra del 70%, un evento che si realizza solo raramente e che anticipa di norma rallentamenti o inversioni del *trend.* Nel recente passato lo sconfinamento in ipercomprato si è realizzato ad aprile del 2015 e a aprile del 2014, in entrambi i casi prima di ripiegamenti di rilievo. Solo la violazione a 20050 circa della media mobile a 100 giorni sarebbe comunque un primo indizio, unitamente allo *stress* segnalato dagli indicatori tecnici, che suggerirebbe di abbandonare almeno temporaneamente le strategie al rialzo per assumere un atteggiamento neutrale. Fino a quel momento a tenere banco sarà l'ipotesi di ritorno sui massimi del 2015 a 24157 punti. Analogamente anche l'RSI a 14 settimane calcolato per il Dax è salito a maggio al di sopra della soglia critica, come aveva fatto a marzo del 2015 e a novembre del 2013. Attenzione però a adottare un atteggiamento troppo semplicistico dove al superamento della soglia di ipercomprato fanno seguito interventi sul mercato o modifiche di strategie operative già in essere: proprio l'esempio relativo al novembre 2013 ci mostra come in quel caso l'indice, prima di avviare una vera e propria correzione ribassista, aveva intrapreso una lunga fase laterale durante la quale aveva anche migliorato, marginalmente, i propri massimi. La media mobile a 100 giorni transita attualmente a 12170 punti circa, supporto da tenere quindi monitorato attentamente per ricavare le prime conferme di una perdita di forza dell'*uptrend*. Fino a che la media sosterrà i prezzi sarà lecito puntare al raggiungimento di obiettivi verso i 15000 punti almeno.
L'atteggiamento corretto in una fase come quella attuale durante la quale si

Anche il Dax evidenzia una situazione di ipercomprato sul grafico settimanale



Figura 11

sospetta possa avviarsi un ripiegamento è quello di individuare le soglie critiche al di sotto delle quali il mercato possa intraprendere una flessione estesa, come ad esempio il supporto orizzontale ricavato dalla presenza di una fase laterale o una media mobile rilevante durante una tendenza ben direzionata, e attendere la violazione di queste soglie per attivare le opportune strategie difensive, mantenendo fino a quel momento intatte le posizioni al rialzo, seguendo il credo dell'analisi tecnica secondo il quale "la tendenza è la mia amica".

Volendo diversificare il proprio portafoglio, anche in considerazione del temuto rallentamento del rialzo per le borse europee e americana, è possibile volgere il proprio sguardo ad oriente, in cerca di alternative profittevoli.

Difficile quindi non volgere il proprio sguardo alla Cina, anche perché proprio di recente il Presidente cinese Xi Jinping ha annunciato che il suo governo investirà circa 124 miliardi di dollari nella "*Belt and Road Initiative*", conosciuta da noi con il nome più poetico di nuova Via della Seta. Si tratta di un programma di costruzione e ricostruzione di porti, strade e reti ferroviarie che dovrebbe sostenere il commercio come motore di sviluppo economico per il Paese favorendo l'espansione dei collegamenti tra Asia, Africa ed Europa. Circa 9 miliardi di dollari dovrebbero essere destinati ad aiuti per i Paesi in via di sviluppo che si dimostrassero interessati ai progetti cinesi.

Il progetto della nuova Via della Seta in realtà è attivo dal 2013 e nel periodo tra il 2014 e il 2016 Pechino ha già investito 50 miliardi di dollari, creando 180mila posti di lavoro e avendo un ritorno, in termini di entrate fiscali aggiuntive, di 1,1 miliardi di dollari circa. Le imprese cinesi hanno firmato nello stesso periodo progetti a contratto con l'estero dal valore di quasi 305 miliardi di dollari nei Paesi toccati dalla Via della Seta.

Le prospettive di sviluppo a livello globale e non limitatamente alla Cina, sono decisamente interessanti, basti pensare che nei soli primi 10 mesi del 2016 l'interscambio tra il gigante asiatico e l'Italia, per scegliere un esempio per noi più rilevante, è stato superiore ai 38 miliardi di euro, con le esportazioni italiane che hanno superato gli 11 miliardi di euro (import 27,2 miliardi circa), dati che potranno ulteriormente crescere in futuro grazie anche ai progetti cinesi in via di sviluppo. Tutto questo sicuramente aiuterà la crescita cinese, ma anche quella globale, nel medio termine.

La situazione attuale invece è forse meno rosea, dal momento che sul

fronte macroeconomico da Pechino arrivano segnali di frenata. A fine maggio per la prima volta in tre decenni Moody's ha abbassato il rating del debito sovrano della Cina, allineandolo a quello di S&P e Fitch, facendolo scendere da Aa3 (rischio molto basso), ad A1 (rischio basso), il quinto livello partendo dall'alto della Tripla A, ma con outlook che passa da negativo a stabile. Secondo Moody's la forza finanziaria della Cina sarà erosa nei prossimi anni, mentre il debito aumenterà e la crescita potenziale rallenterà. Sul fronte del debito le osservazioni di Moody's, anche se corrette, appaiono forse tardive: il debito complessivo cinese è infatti già salito nell'ultimo anno al 253% del Pil dal 149% del 2008.

La produzione industriale cinese è intanto cresciuta in aprile del 6,5% annuo, in rallentamento rispetto al 7,6% di marzo e contro il 7,0% del consensus del Wall Street Journal. Le vendite retail sono aumentate su base annua del 10,7% in aprile, in frenata rispetto al 10,9% di marzo ma meglio del 10,5% del *consensus* del Wall Street Journal.

L'indice Caixin Pmi manifatturiero è sceso a maggio sotto la soglia dei 50 punti, quella che separa espansione da recessione, ed è arrivato a 49,6 punti, dai 50,3 di aprile, segnando il primo calo nello stato di salute del comparto da 11 mesi. In maggio però il *Purchasing Manufacturers' Index* (Pmi) nel settore dei servizi, che incorpora anche quello immobiliare, elaborato da Markit/Caixin è tornato a crescere attestandosi a 52,8 punti dai 51,5 punti di aprile (52,2 punti in marzo e 52,6 in febbraio). Il dato, saldamente sopra la soglia di 50 punti

Il rallentamento della crescita cinese è evidente

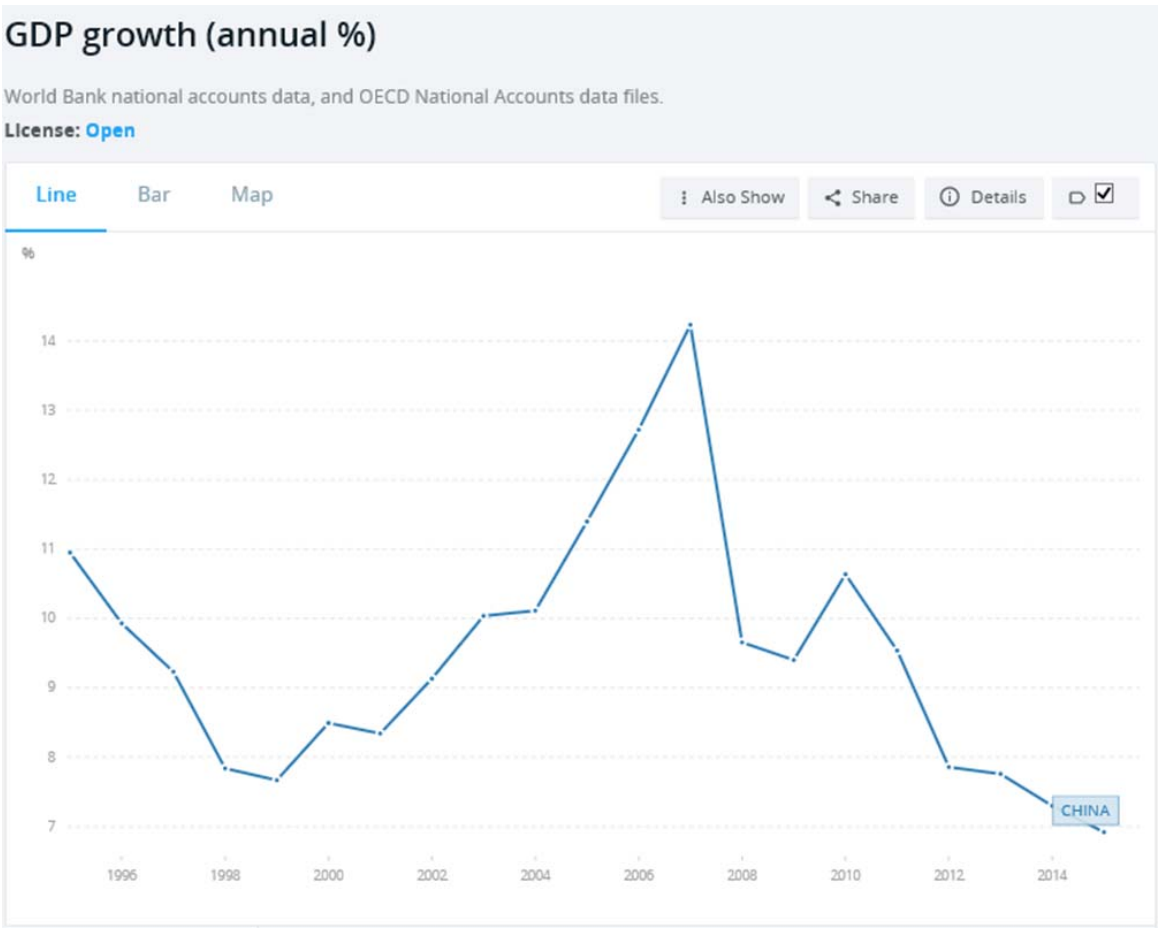


Figura 12

che separa espansione da contrazione, si confronta con i 51,4 punti del *consensus.*
Sarà quindi importante vedere se il dato della crescita del Pil del secondo trimestre riuscirà a confermare quello del primo, un 6,9% su base annua che era stato il risultato migliore degli ultimi 18 mesi. Il 2016 è stato archiviato con un +6,7%, il passo più lento da 26 anni.
Su base trimestrale invece la crescita dei primi 3 mesi del 2017 è stata dell'1,3%, inferiore all'1,7% del trimestre precedente e dell'1,6% atteso, ma ha comunque permesso di mettere a segno due trimestri consecutivi di espansione per la prima volta dal 3° trimestre 2010.
A sostenere il Pil sono principalmente gli investimenti pubblici in infrastrutture, cresciuti del 23,5% y/y nel primo trimestre e dai quali dipende l'impennata avuta dalla produzione industriale (+7,6% a marzo), e gli investimenti nel settore immobiliare, aumentati del 6,9% y/y nei primi tre mesi dell'anno (+9,1% dal trimestre precedente), trainati dalla costante crescita del debito pubblico e privato che ha ormai superato il 250% del Pil, il livello più alto al mondo (ma solo il 12% circa è detenuto in mani estere).
Tra gli indici di borsa riferiti al mercato cinese al momento l'Hang Seng di Hong Kong é quello che evidenzia il quadro grafico più promettente: le quotazioni sono infatti salite di recente oltre il picco di marzo a 24656 punti, resistenza già testata a fine aprile e ora abbandonata nettamente dopo il "*return move*" visto del 5 maggio. In area 24650 l'indice si è lasciato alle spalle il 61,8% di ritracciamento del ribasso dal top di aprile 2015, percentuale ricavata dalla successione di Fibonacci ritenuta di grande importanza dagli studiosi dei grafici perché capace spesso di separare in modo corretto uno scenario correttivo da uno di inversione di trend.
In altre parole il rialzo dai minimi di inizio 2016 di quota 18278 grazie al superamento di area 24650 sta assumendo i tratti di una tendenza autonoma, destinata a durare nel tempo, e non solo di una reazione della precedente discesa. I prossimi target per il rialzo si collocano in area 27000 dove i prezzi incontreranno il lato alto del canale crescente disegnato dai minimi di febbraio e il lato alto del gap ribassista lasciato dai prezzi il 26 giugno 2015 (a 27120 punti per la precisione). In caso di superamento anche di quei livelli possibili poi ulteriori rialzi fino in area 28600 punti. Solo ripiegamenti al di sotto dei 24600 punti farebbero perdere di credibilità allo scenario rialzista prospettando il rischio di movimenti verso la media mobile a 100 giorni, a 23630 punti, e verso la base del canale crescente citato.
Volgendo lo sguardo all'Etf Standard Lyxor Ucits Etf Hong Kong (HK.MI),

Buone prospettive per la borsa di Hong Kong



Figura 13

Azionario Usa, Europa e Cina dopo i rialzi della Fed

Bene anche l'Etf Standard Lyxor Ucits Etf Hong Kong (HK.MI)



Figura 14

strumento che l'investitore domestico potrebbe utilizzare nelle proprie strategie operative, è possibile individuare delle piccole differenze rispetto all'indice Hang Seng dovute alla quotazione in euro. In questo caso la resistenza offerta dal 61,8% di ritracciamento del ribasso dai massimi del 2015 è stata appena superata, si colloca infatti a quota 28,05, quota superata dai prezzi l'8 giugno. Oltre quei livelli obiettivi a 28,90, 29,60 e 30,70 euro. Solo movimenti inferiori ai 27,60 euro, dove transita la trend line che sale dai minimi di febbraio 2016, farebbero temere una correzione di tutto il rialzo degli ultimi mesi con obiettivi a 24,70 almeno.

Diverso invece il quadro grafico dell'indice Shenzhen, che è reduce da un periodo di ripiegamento. Proprio nelle ultime settimane però i prezzi hanno messo a segno un netto rimbalzo dopo avere messo alla prova minimi di gennaio di quota 1077,61. In area 1070 si è disegnato un doppio minimo, figura rialzista, che dovrebbe essere in grado di fornire la base per rialzi estesi. Se la reazione riuscirà ad estendere oltre i 1120 punti della media mobile a 100 giorni diverrà credibile una estensione del rialzo verso la forte resistenza di area 1160, massimo di marzo poi testato nuovamente ad aprile, ostacolo al di sopra del quale migliorerebbero anche le prospettive di medio termine rendendo credibili obiettivi verso i 1240 punti. Ribassi nuovamente al di sotto di area 1070 potrebbero invece esporre l'indice al rischio di ritorni sui minimi di maggio 2016 a 1016 punti circa.

Momento decisivo anche per la borsa di Shanghai che sta cercando di costruire un rimbalzo dopo aver testato con i minimi dell'11 maggio quelli del 16 gennaio a 3044 punti. Anche in questo caso l'indice può contare sulla presenza di una figura a doppio minimo a sostegno di un tentativo di ripresa. La reazione ha già superato la trend line ribassista disegnata dai massimi di aprile e si avvia alla rottura, a 3175 circa, della media mobile a 100 giorni. Oltre quei livelli un tentativo di ritorno sui massimi di novembre 2016 a 3301 punti, già messi alla prova a inizio aprile, diverrebbe probabile. Oltre area 3300 poi le oscillazioni disegnate dai prezzi negli ultimi 6 mesi si dimostrerebbero un'ampia figura di continuazione (un "rettangolo") del trend rialzista precedente, quello attivo da inizio 2016, che potrebbe riprendere con obiettivo a 3550/60 punti almeno. Preoccupante invece la eventuale violazione dei 3000 punti, in quel caso i movimenti degli ultimi 6 mesi si dimostrerebbero un'area di distribuzione, introduttiva a movimenti di ribasso verso i 2800 punti circa.

L' Shenzhen disegna una figura rialzista



Figura 15

L' Shenzhen disegna una figura rialzista



Figura 15

• *(riproduzione riservata)*

aiaf®

i soci sostenitori di aiaf
associazione italiana degli analisti
e consulenti finanziari

INTESA SANPAOLO

MAZARS

TENDERCAPITAL

Posteitaliane

UBI Banca
UNIONE DI BANCHE ITALIANE

UniCredit Group

Soci Corporate:
Finanziaria Internazionale Investments SGR