

“La tua serenità è il nostro benchmark.”



Il punto sui mercati

MAGGIO 2010

PLAUTO

E' oramai abitudine comune, per descrivere la situazione che sta vivendo l'Europa in questo inizio 2010, usare la metafora "tragedia greca". Nell'immediato sembra appropriata: in fondo quelli a cui stiamo assistendo sono i sussulti di un "moribondo", ossia l'Euro. E' però vero che, la mancanza di dignità offerta dal protagonista (quel suo gridare contro tutto e tutti, contro il mondo anglosassone, contro gli speculatori contro le banche, contro le agenzie di rating) lo rendono tanto sgradevole tanto ripugnante tanto grottesco da strappare una sorriso piuttosto che una lacrima. La mancanza totale di dignità nel trapasso toglie il patos tragico all'evento e mi fa venire in mente una commedia di Plauto più che una tragedia di Sofocle. Provate a leggere, da spettatori, queste dichiarazioni :

(ANSA) - BRUXELLES, 10 MAG - "E' un accordo molto positivo, una risposta a tutti quelli che hanno cercato di minare la situazione economica e finanziaria della Ue. Spero che mettera' fine alla battaglia contro gli **speculatori**": lo ha sottolineato il ministro degli Esteri spagnolo, Miguel Angel Moratinos, il cui paese presiede la presidenza di turno della Ue, a proposito del maxi piano per salvare l'euro.



10 marzo Shanghai

"For **Greece**, the problem is completely over," said **Prodi**, who was also Italian prime minister, in an **interview** in Shanghai today. "I don't see any other case now in Europe. I don't think there is any reason to think the **euro** system will collapse or will suffer greatly because of **Greece**."



Soprarno CdG 29 maggio 2010

(ANSA) - MADRID, 24 MAG - Potrebbe costare fino a 2,7 miliardi di euro il salvataggio della cassa di risparmio cattolica andalusa Cajasur, di cui il Banco di **Spagna** ha preso il controllo sabato per evitare un tracollo finanziario

(ANSA) - ROMA, 18 MAG - "Escludo che in **Italia** succeda quello che e' successo in **Grecia** perche' le ultime quattro finanziarie, le mie due e quelle di Tremonti, sono partite dal principio di mettere in sicurezza il paese". Lo afferma l'ex premier Romano Prodi, ospite di 'Otto e mezzo'.

PLAUTO

(ANSA) - ROMA, 13 MAG - ''Le agenzie hanno recentemente perso credibilita', contribuendo, con notevoli conflitti d'interesse, alla sopravvalutazione del merito di credito dei titoli

C'e' addirittura da chiedersi se non abbiano in alcuni casi interessi nello spingere il mercato nella stessa direzione che ha gia' preso''.

Lunedì 3 Maggio la Bce ha deciso di non seguire più le agenzie di rating per valutare il debito sovrano di un paese, la **Grecia**, che ha un programma di risanamento con il Fmi e con l'Unione europea. ''E' stata - ha proseguito Bini Smaghi - una decisione logica''.(ANSA).

(ANSA) - ROMA, 20 MAR - George Papandreou non usa mezzi termini e ricorre ad una metafora dai toni decisi per spiegare la decisione con cui la Grecia intende lottare contro gli **speculatori**. Il capo del governo di Atene ha infatti auspicato che la Grecia possa mettere ''la pistola sul tavolo, in modo che gli **speculatori** ci lascino in pace''.

Lo scrive la Bloomberg, secondo cui Papandreou, durante un congresso del Pasok a Salonico, ha chiesto ''il sostegno politico contro chi specula sulla nostra pelle e ci toglie la possibilita' di prendere in prestito denaro a condizioni che ci consentano di respirare''.

Ve lo Ricordate Bini Smaghi? E' il medesimo che nel **Luglio del 2008** nel commentare il **RIALZO** dei tassi della BCE diceva ''speriamo che gli italiani abbiano capito che devono fare mutui a tasso fisso!''

E Papandreou, in fondo chiede solo di poter prendere a prestito il denaro a condizioni non di mercato!

Non mi pare sia una richiesta così strana Anzi sono quasi sicuro che già in passato, in U.R.S.S. forse, succedesse una cosa simile!

PLAUTO

L'essenza definitiva della comicità plautina.

volendo azzardare una schematizzazione, si può affermare che la comicità plautina può essere di 3 generi:

1. **di situazione**: basata, cioè, sugli equivoci e sugli scambi di persona, con successiva "agnizione", che porta al lieto fine;
2. **di carattere**: basata sull'accentuazione caricaturale e macchiettistica dei difetti dei protagonisti;
3. **greve**: basata su battute volgari e sull'exasperazione di sentimenti naturali.

Nelle dichiarazioni precedenti abbiamo intravisto la seconda e la terza tipologia: frasi forti ("pistola sul tavolo", "battaglia contro gli speculatori", "agenzie di rating serve dei potenti") caricature ("la crisi greca è stata esagerata ed è completely over"!).

Anche i personaggi maggiori di Plauto sono tutti presenti sotto diverse sembianze:

PLAUTO

Il "parasitus": caratterizzato dalla fame insaziabile e dalla rapacità distruttiva, spesso fonte di rovina economica per chi lo deve mantenere (par proprio di vedere le nazioni con un disavanzo commerciale pauroso e con deficit o debito pubblico eccessivo).

Il "senex": dovrebbe essere il capo famiglia pieno di virtù ma è sempre rappresentato come un vecchio ridicolo e grottesco sempre alla ricerca di "femmine" da conquistare (metaforicamente ognuno ci veda il "capo" che desidera)

La "matrona": autoritaria e dispotica deriva la sua autorità dalla sua ricchezza (questo ruolo spetta di diritto alla Germania)

Il "servus": è il vero motore delle fabulae plautine. Sfrontato e geniale presenta sempre una lucida visione degli eventi e un'ironia dissacrante. Questo ruolo, per me, spetta ad uno ed uno solo :

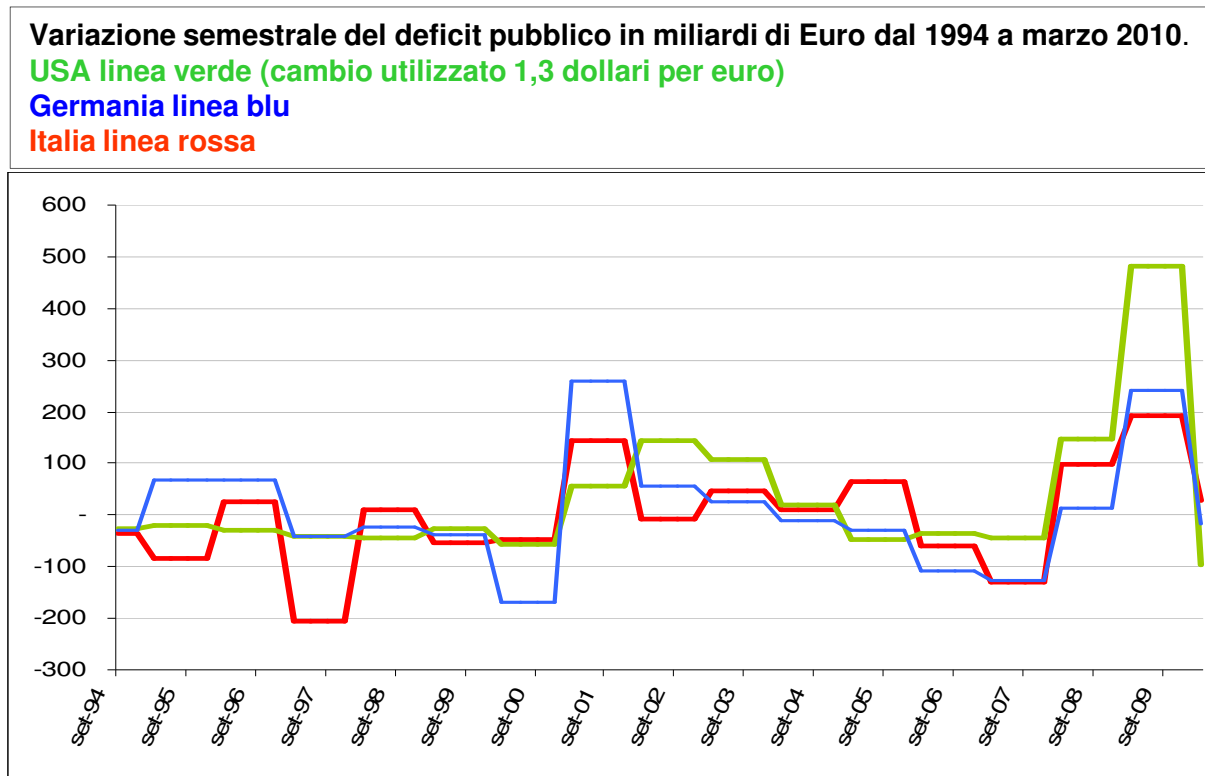
(ANSA) - ROMA, 15 APR - ''Una fetta di banche'', assessorati chiave in Lombardia e Veneto, un sottosegretario al dicastero dell'Agricoltura presenta il conto dopo il successo elettorale del Carroccio alle regionali e non si scompone di fronte alle critiche di chi 'soffre' il protagonismo leghista.

''Chi e' intelligente ha capito che abbiamo vinto tutto''

PLAUTO

Ed ora proviamo a dare una rappresentazione completa del primo tipo di comicità plautina: lo scambio di persona, pardon di nazione.

Tutte le nazioni paiono affrontare il medesimo problema, ossia quello del debito pubblico eccessivo derivante da deficit pubblici corposi nati per contrastare la crisi economica.

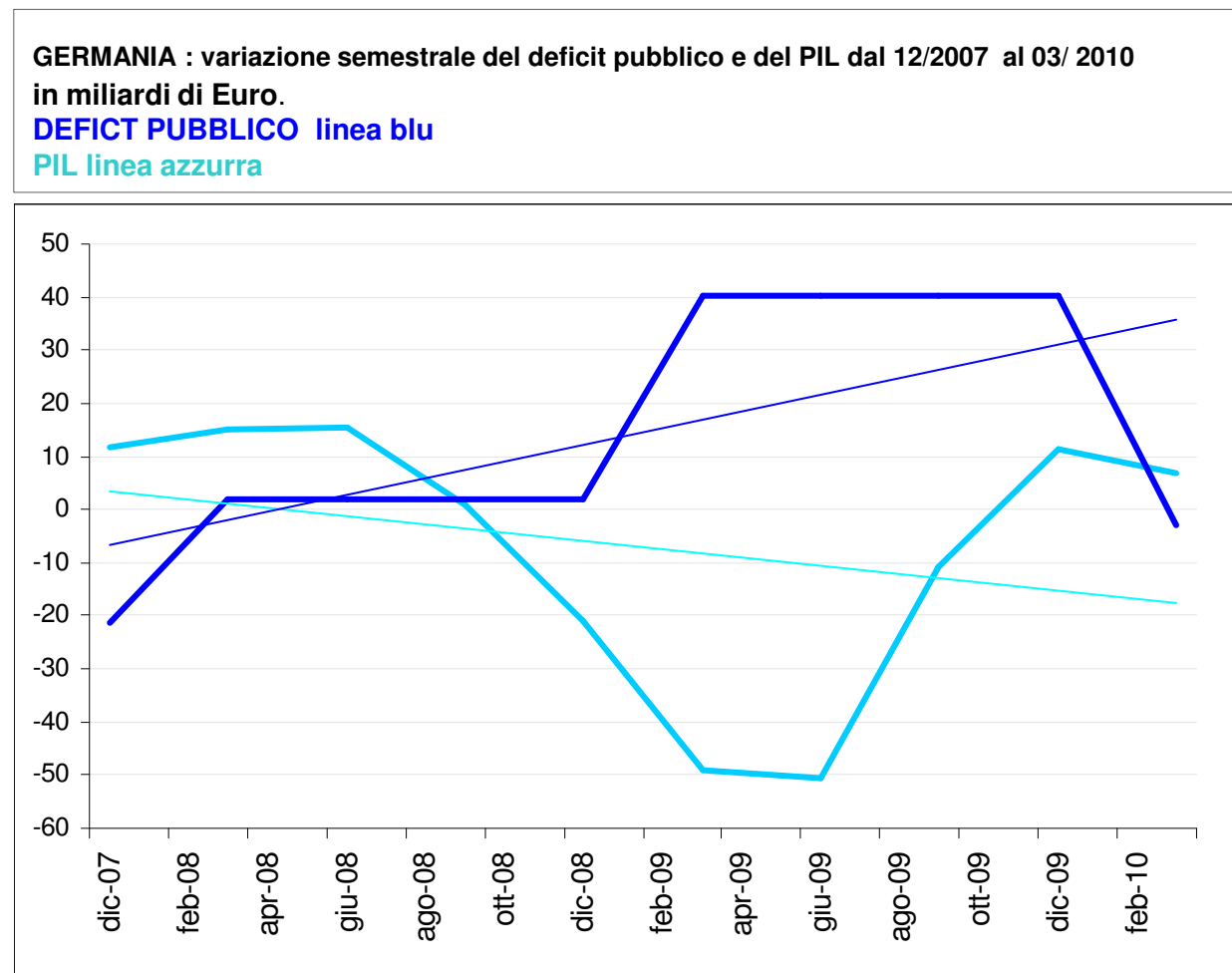


Come si vede a partire dal 2007 abbiamo avuto una espansione dei deficit pubblici sia per compensare la minor domanda interna che per salvare il settore finanziario. In generale possiamo osservare una certa sincronia, a partire dal 2001 in poi. I dati di Germania ed Italia sono stati parametrati al PIL USA e quindi i dati sono confrontabili. Da questa foto i virtuosi siamo noi e i peggiori paiono gli USA.

Soprarno CdG 29 maggio 2010

PLAUTO

Sicuramente le tendenze attuali sono insostenibili se paragonate all'andamento del PIL nel medesimo periodo e vanno corrette. I mercati questo lo hanno capito.



Soprano CdG 29 maggio 2010

In Germania il calo del PIL pari a 50 mld di euro circa a semestre nel 2009 è stato contrastato con un contributo positivo del settore pubblico pari a circa 40 mld di euro. Due le considerazioni :

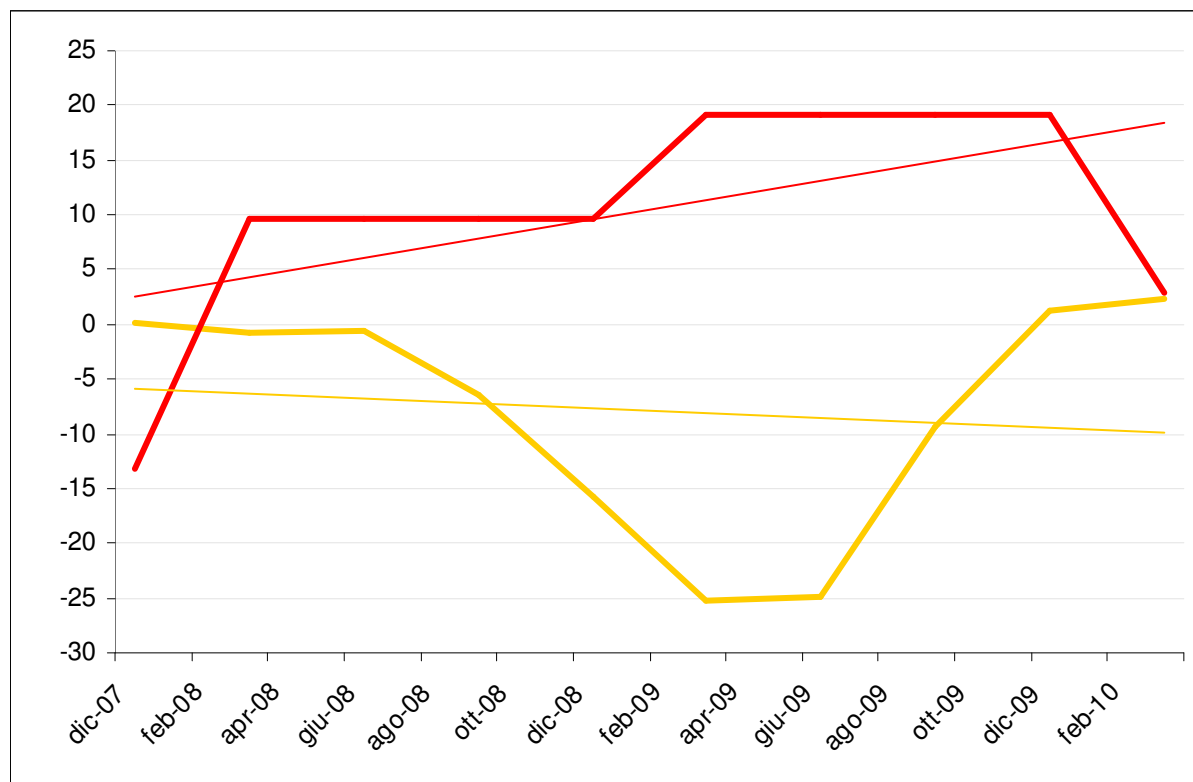
il calo della domanda aggregata è stato di 100 mld di euro.

Il trend sottostante (rappresentato dalle linee più sottili) è insostenibile

PLAUTO

Sicuramente le tendenze attuali sono insostenibili se paragonate all' andamento del PIL nel medesimo periodo e vanno corrette. I mercati questo lo hanno capito.

ITALIA : variazione semestrale del deficit pubblico e del PIL dal 12/2007 al 03/ 2010
in miliardi di Euro.
DEFICT PUBBLICO linea rossa
PIL linea arancione



Soprano CdG 29 maggio 2010

In Italia il calo del PIL pari a 25 mld di euro per semestre nel 2009 è stato contrastato con un contributo positivo del settore pubblico pari a circa 20 mld di euro. Due le considerazioni:

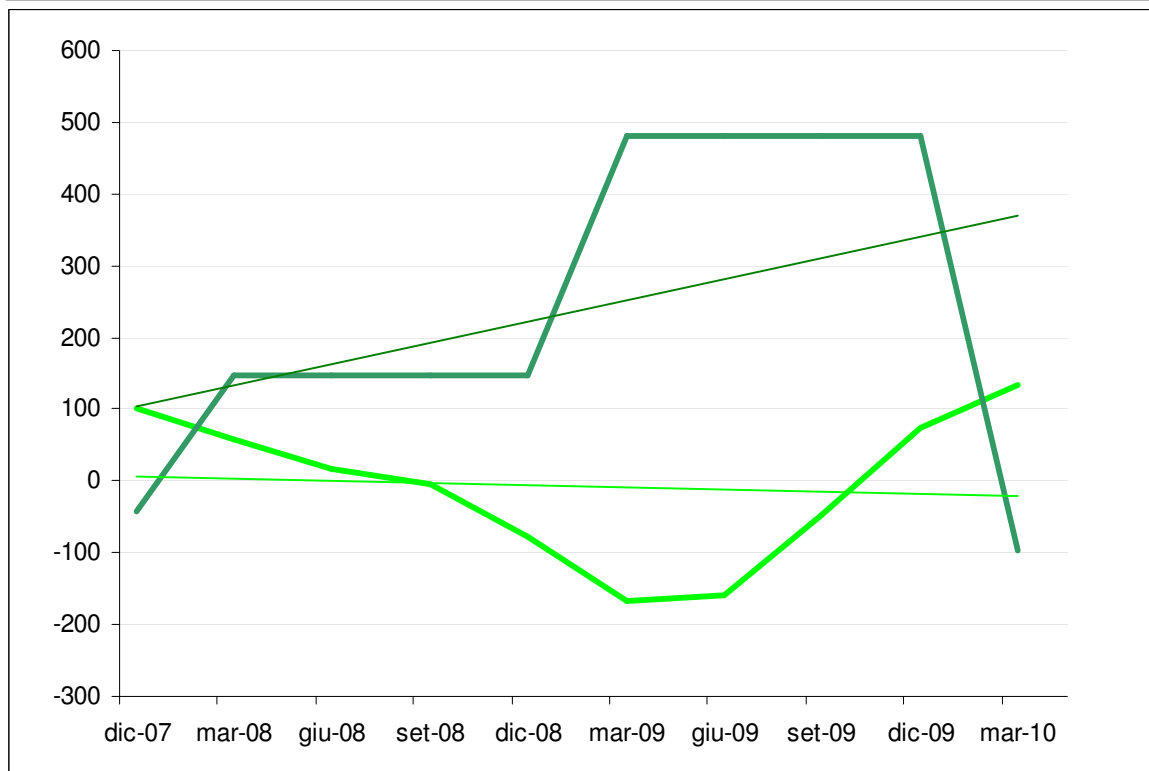
il calo della domanda aggregata è stato di circa 45 mld di euro.

Il trend sottostante (evidenziato dalle linee più sottili) è insostenibile.

PLAUTO

Sicuramente le tendenze attuali sono insostenibili se paragonate all'andamento del PIL nel medesimo periodo e vanno corrette. I mercati questo lo hanno capito.

USA : variazione semestrale del deficit pubblico e del PIL dal 12/2007 al 03/ 2010
in miliardi di Dollari
DEFICT PUBBLICO linea verde
PIL linea verde chiaro



In USA il calo del PIL pari a 150 mld di euro per semestre nel 2009 è stato contrastato con un contributo positivo del settore pubblico pari a circa 500 mld di euro. Due le considerazioni :

Il calo della domanda aggregata è stato di 650 miliardi

Il trend sottostante (evidenziato dalle linee più sottili) è insostenibile

Soprarno CdG 29 maggio 2010

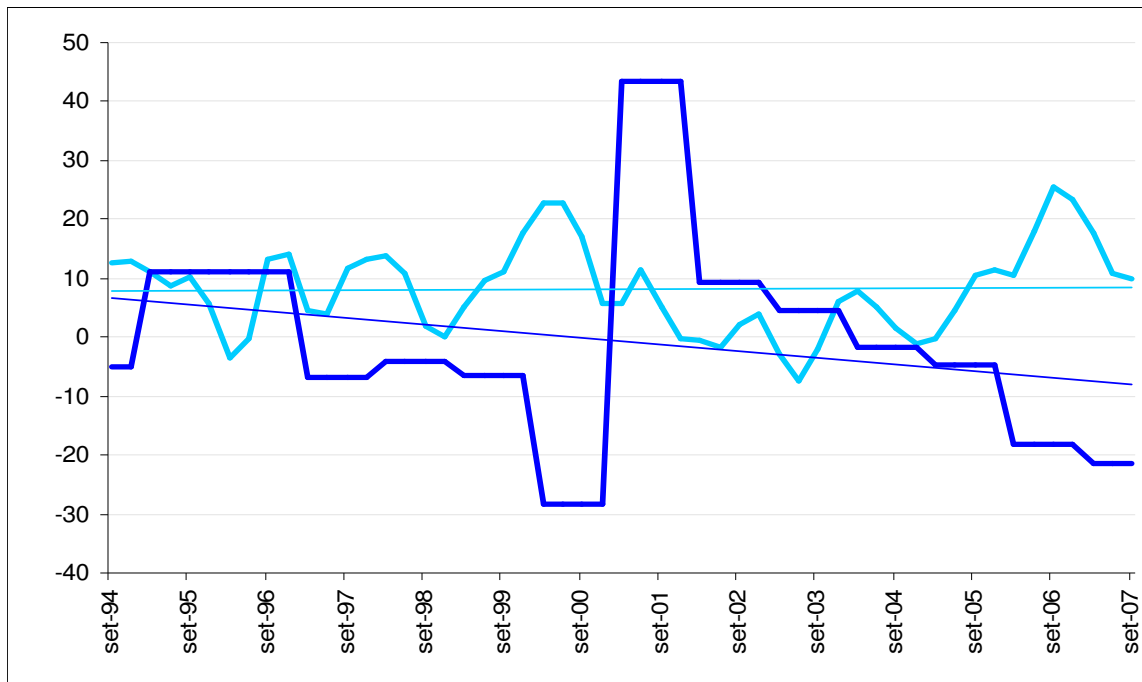
PLAUTO

Quindi, l'andamento del settore pubblico di Italia Usa e Germania nel corso della crisi sembra il medesimo. Ma allora come mai il giudizio dato dai mercati al medesimo comportamento è diverso? Come mai l'Italia paga interessi superiori di un 1,5% rispetto alla Germania e come mai tra tutti i deficit/debiti statali elevati gli "speculatori" attaccano l'Euro o meglio i "porcelli" di Eurolandia? No, purtroppo non è uno scambio di persona Plautino (solo i "cervelli" dell' ecofin" pensano che lo sia). La risposta ce la fornisce la storia.

GERMANIA : variazione semestrale del deficit pubblico del PIL dal 1994 a settembre 2007 in miliardi di Euro.

DEFICT PUBBLICO linea blu

PIL linea azzurra



Prima della crisi il tasso di crescita del PIL in Germania mostrava un trend positivo (aumento di 100 mln di euro all'anno per intenderci) unitamente ad un trend di riduzione del deficit pubblico di 1 mld di euro all'anno.

Ecco il significato di Virtù teutonica!

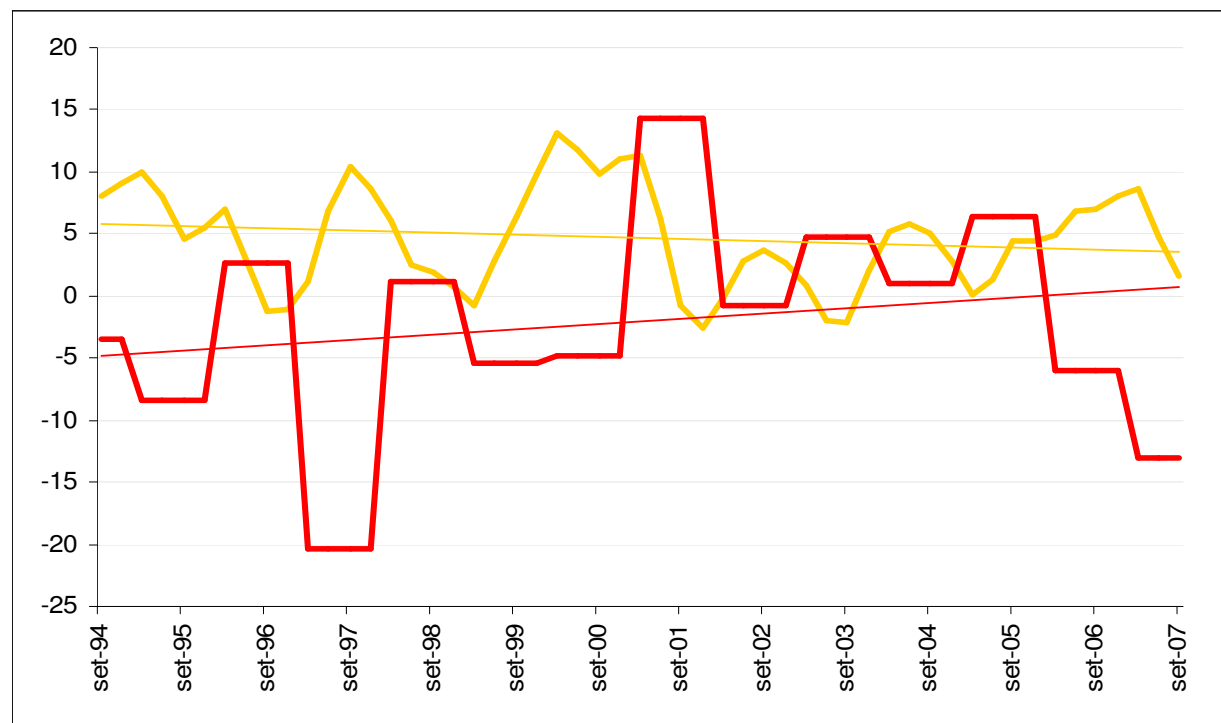
PLAUTO

Prima della crisi il tasso di crescita del P.I.L. in Italia mostrava un trend negativo (diminuzione di circa di 240 mln di euro all'anno per intenderci) unitamente ad un trend di aumento del deficit pubblico di importo doppio (aumento di 400 mln di euro all'anno). Ecco il significato di vizio italico!

ITALIA : variazione semestrale del deficit pubblico del PIL dal 1994 a settembre 2007 in miliardi di Euro.

DEFICIT PUBBLICO linea rossa

PIL linea arancione



Soprano CdG 29 maggio 2010

Gli aspetti preoccupanti delle dinamiche evidenziate sono 2:

Il primo è che già a settembre 2007 eravamo vicini al tasso di crescita zero del GdP e ad un tasso di crescita positivo del deficit pubblico.

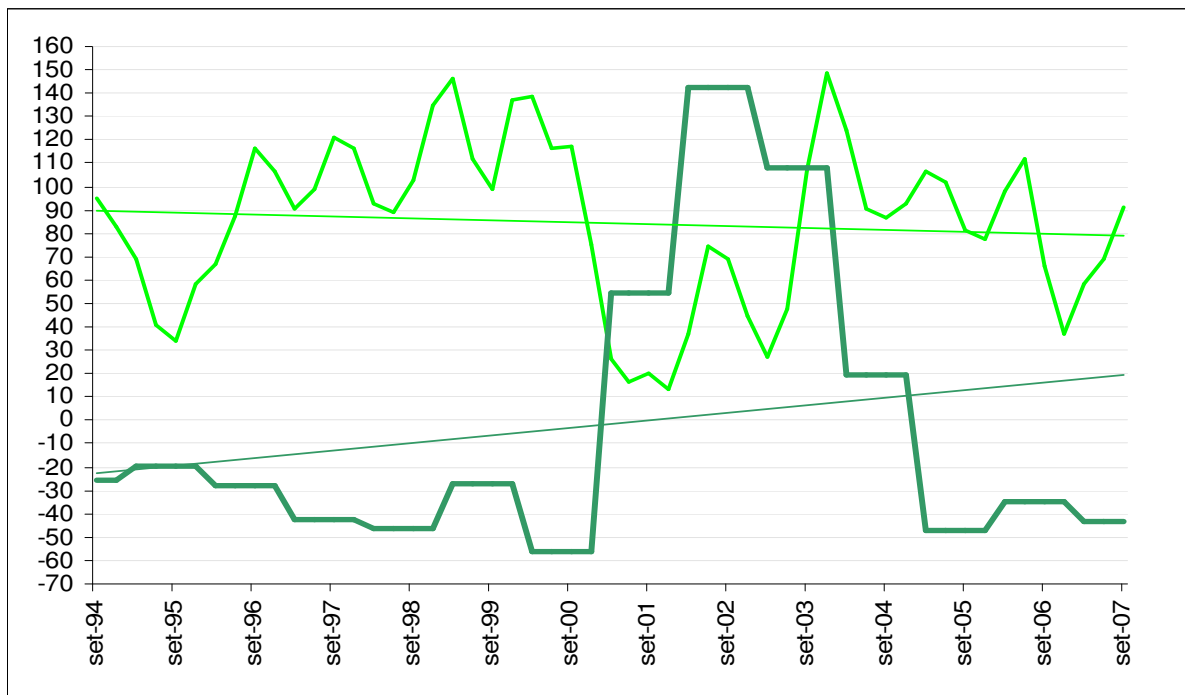
Il secondo è che le due linee di tendenza (quelle più sottili per intenderci) erano prossime all'incrocio già prima dello scoppio della crisi.

PLAUTO

Prima della crisi tasso di crescita del P.I.L. negli USA mostrava un trend leggermente negativo (diminuzione di circa di 500 mln di \$ all' anno per intenderci) unitamente ad un trend di aumento del deficit pubblico di 1mld di \$ all' anno. Ecco il significato di nazione in crescita.

**USA : variazione semestrale del deficit pubblico del PIL dal 1994 a settembre 2007
in miliardi di Euro.**

DEFICIT PUBBLICO linea verde scura
PIL linea verde chiara



Le dinamiche sopra descritte sembrano simili a quelle dell' Italia ma sono molto diverse .

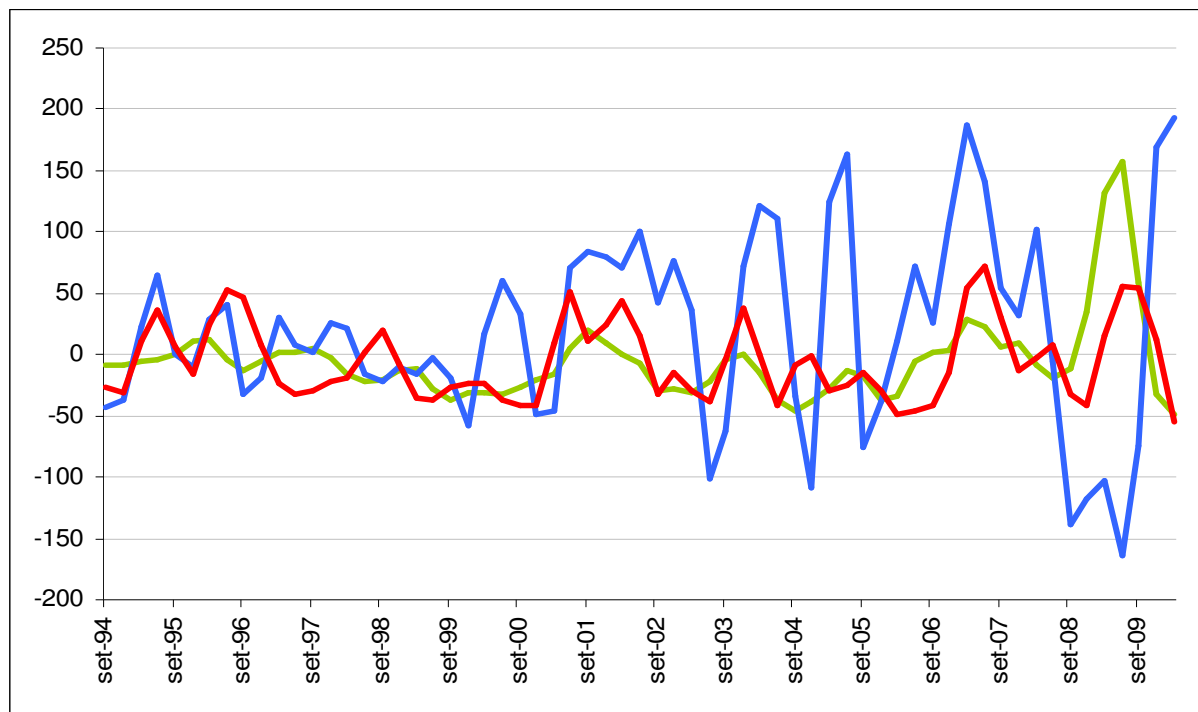
Malgrado sia in calo, il tasso di crescita del P.I.L è ancora molto alto (80 mld all'anno). Estremizzando la questione potremmo dire che ci vorrebbero 100 anni per avere un tasso di crescita pari a zero! Anche il tasso di crescita del deficit pubblico è elevato ma per avere l' incrocio delle due linee di tendenza ci vorrebbero 25 anni.

Soprarno CdG 29 maggio 2010

PLAUTO

Un aiuto potrebbe venire dalla domanda netta estera. Sulla domanda interna sapete come la pensiamo e via via abbiamo più volte cercato di dimostrare come la medesima sia in calo strutturale in europa ed in aumento strutturale negli USA. Riuscire ad aumentare nel prossimo futuro la domanda netta estera potrebbe essere, quindi, un elemento importante per riassorbire i deficit / debiti pubblici.

Variazione semestrale del deficit pubblico in miliardi di Euro dal 1994 a marzo 2010.
USA linea verde (cambio utilizzato 1,3 dollari per euro)
Germania linea blu
Italia linea rossa



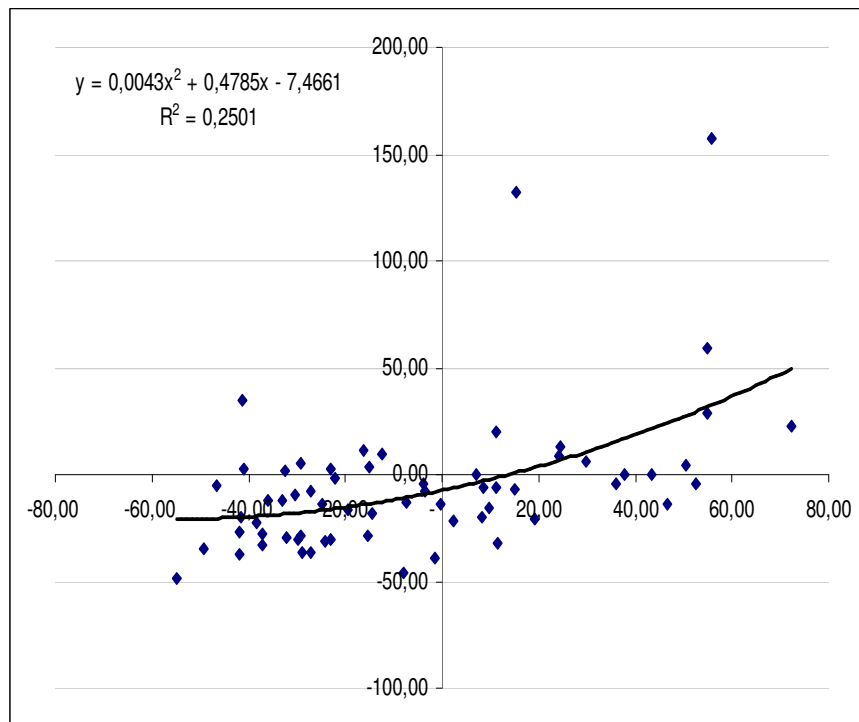
Come si vede a partire dal 2000 la crescita delle esportazioni nette italiane ha perso di peso rispetto a Germania e USA in termini di contribuzione al tasso di crescita del PIL: dal 2001 in poi oscilliamo, poco, intorno allo zero.

Quindi il tasso di variazione delle esportazioni nette è diventato un fattore sempre più marginale nella formazione del PIL italiano.

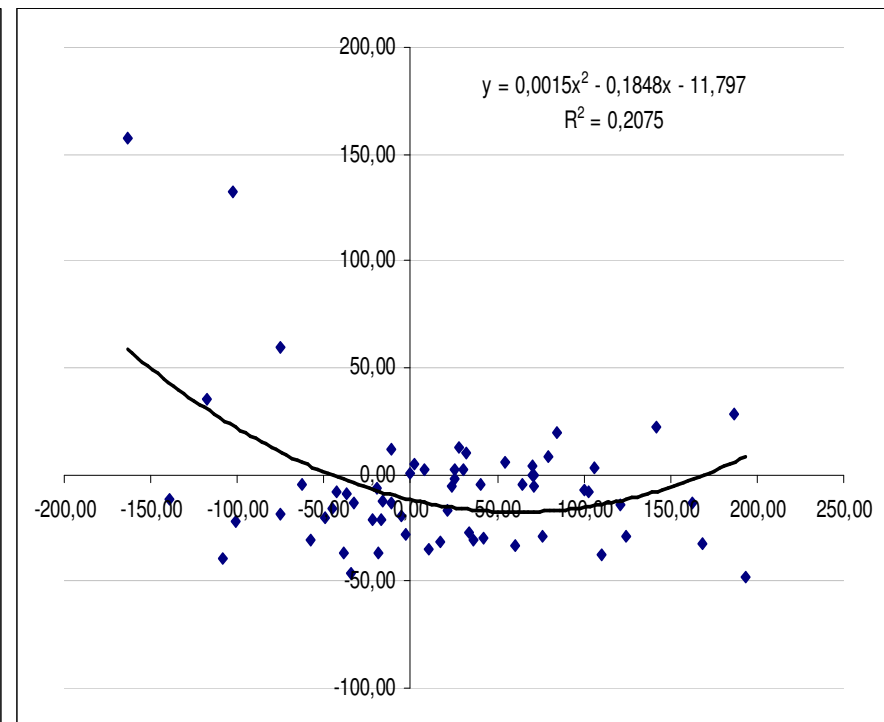
PLAUTO

Ma la vera beffa, degna di una commedia plautina, è rappresentata dal fatto che in termini di contribuzione del PIL le nostre esportazioni nette assomigliano a quelle statunitensi. In altre parole il contributo positivo al PIL delle esportazioni nette italiane si verifica più nelle recessioni che nelle fasi di espansione: questo è tipico delle economie importatrici (Spagna e Grecia ad esempio) non di quelle esportatrici, come la Germania.

Regressione tra Variazione semestrale delle esportazioni nette di Italia e Usa dal 1994 ad oggi. Dati in miliardi di euro



Regressione tra Variazione semestrale delle esportazioni nette di Germania e Usa dal 1994 ad oggi. Dati in miliardi di euro



PLAUTO

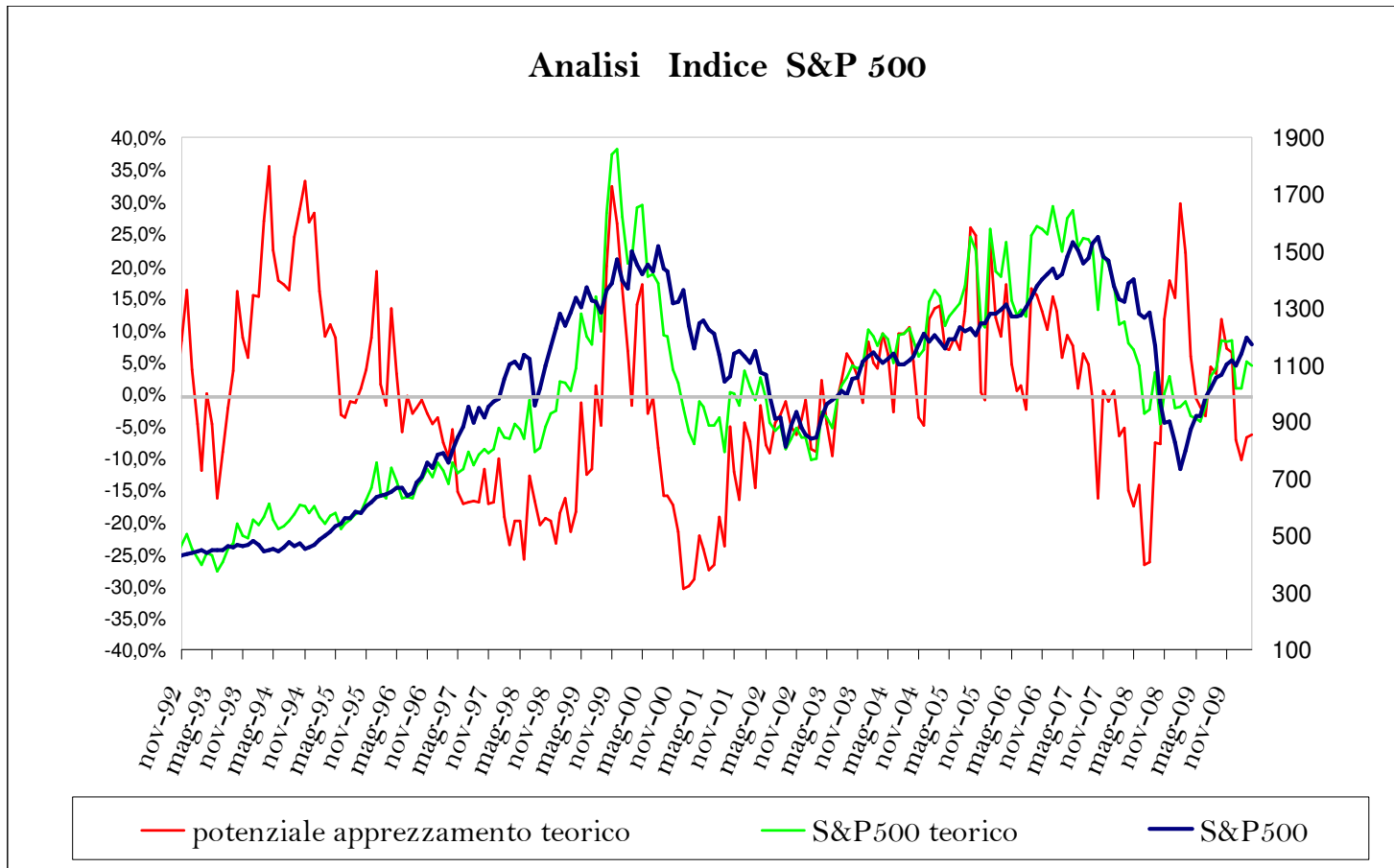
In generale nelle commedia di Plauto il finale prevede che qualcuno o qualche cosa finisca con il "rimettere le cose a posto". In generale lo scioglimento tipico consiste in un "rimettere le cose a posto"; ed è chiaro che il pubblico trova in questo movimento dal disordine all'ordine un particolare piacere

Sul finale di questa commedia rappresentato dall' Euro credo che avremo buone possibilità di rivedere le cose al loro posto, ossia con molti paesi che torneranno alla loro valuta originaria. Non state ridendo anche voi nell' immaginare cosà stara pensando la "matrona" nel leggere queste notizie riguardanti uno dei "parasitus" che sta ospitando in casa sua?

19)√ ANS 13:02 MANOVRA:TREMONTI,PER DIPENDENTI PUBBLICI NON UN EURO IN PIU'
ANS 5/24 MANOVRA: TREMONTI A PDL, MENO ENTI PUBBLICI E TAGLIO RISORSE
ANS 5/24 MANOVRA: TREMONTI A PDL,FINESTRA MOBILE 6 MESI PER VECCHIAIA
ANS 5/24 MANOVRA: TREMONTI A PDL, NO RIMBORSI IVA SU TASSA RIFIUTI
ANS 5/24 MANOVRA: TREMONTI A CONSULTA, SANATORIA SU CASE FANTASMA (2)
ANS 5/24 ++ MANOVRA: TREMONTI, A CIG RISORSE TAGLIO COSTI POLITICA ++
ANS 5/24 ++ MANOVRA:PDL; RESTA DA DEFINIRE TETTO MANAGER E PARTITI ++
5/24 MANOVRA: TREMONTI A PDL, ACCELERARE SU PENSIONI DONNE P.A.
5/24 ++ MANOVRA:TREMONTI A PDL,IRAP CAMBIA A NUOVE IMPRESE SUD ++
5/24 ++ MANOVRA:TREMONTI,FERMO ORGANICO INSEGNANTI DI SOSTEGNO ++
5/24 ++ MANOVRA:TREMONTI A PDL, PER ASSEGNO INVALIDITA'A 80% ++
5/24 MANOVRA: TREMONTI, LIMITI A TURN OVER P.A. PER ALTRI 2 ANNI
5/24 MANOVRA: TREMONTI A PDL,TAGLI A PARTITI,DIMEZZATI CONTRIBUTI
5/24 MANOVRA: TREMONTI, POSSIBILITA'PEDAGGIO RACCORDI AUTOSTRAD

Risultati modelli macro del mese

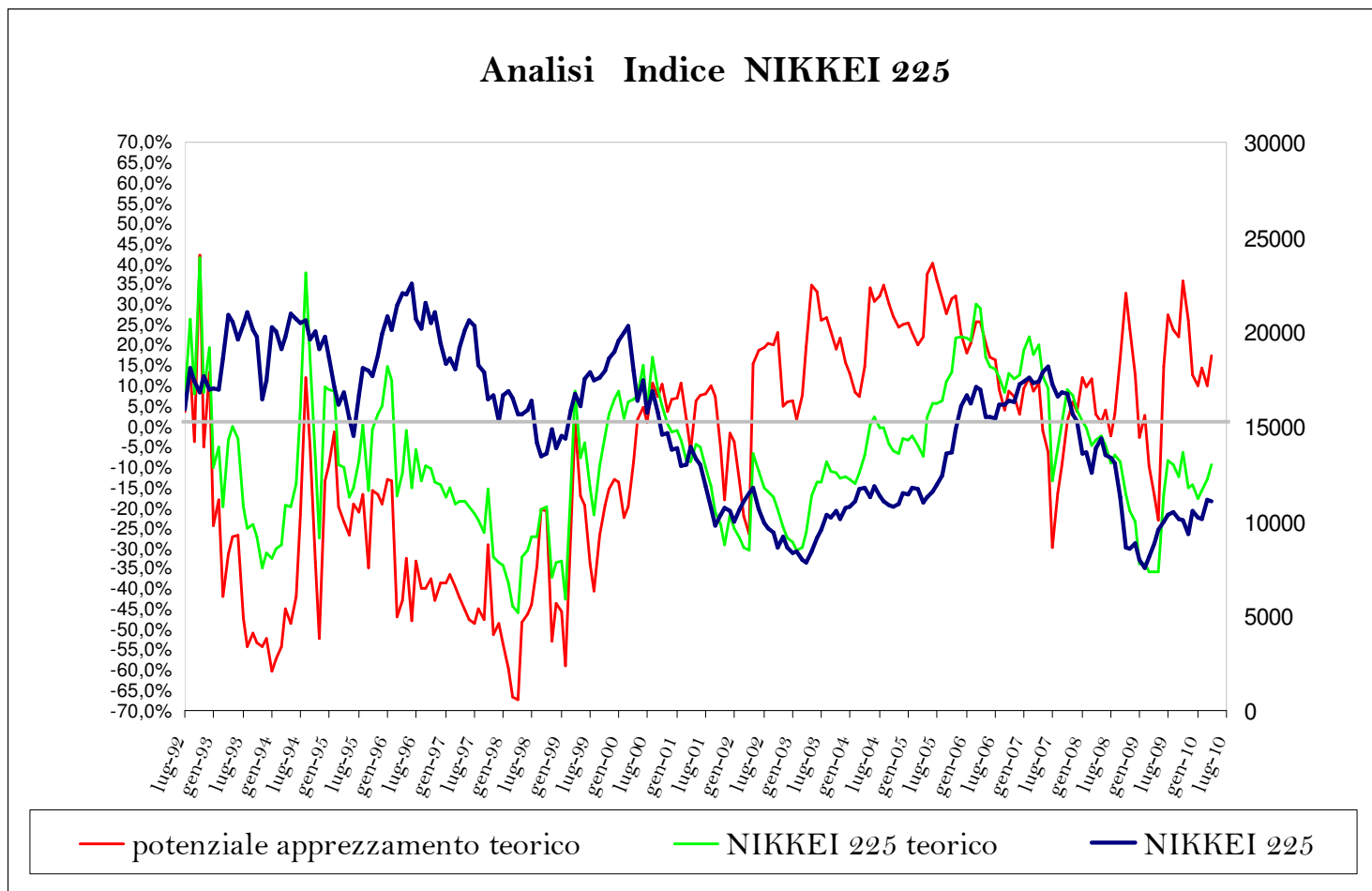
Il mercato azionario Usa risulta ora sopravvalutato del 6,4%. Il premio al rischio ricavato dal mercato (3,19%) è superiore a quello teorico (2,3%) e il tasso di crescita degli utili dovrebbe essere il triplo (+21%) rispetto al +7% stimato dal modello per avere un indice in equilibrio. Rimane comunque la nostra prima scelta per la naturale posizione long short rispetto all'Europa.



Soprarno CdG 29 maggio 2010

Risultati modelli macro del mese

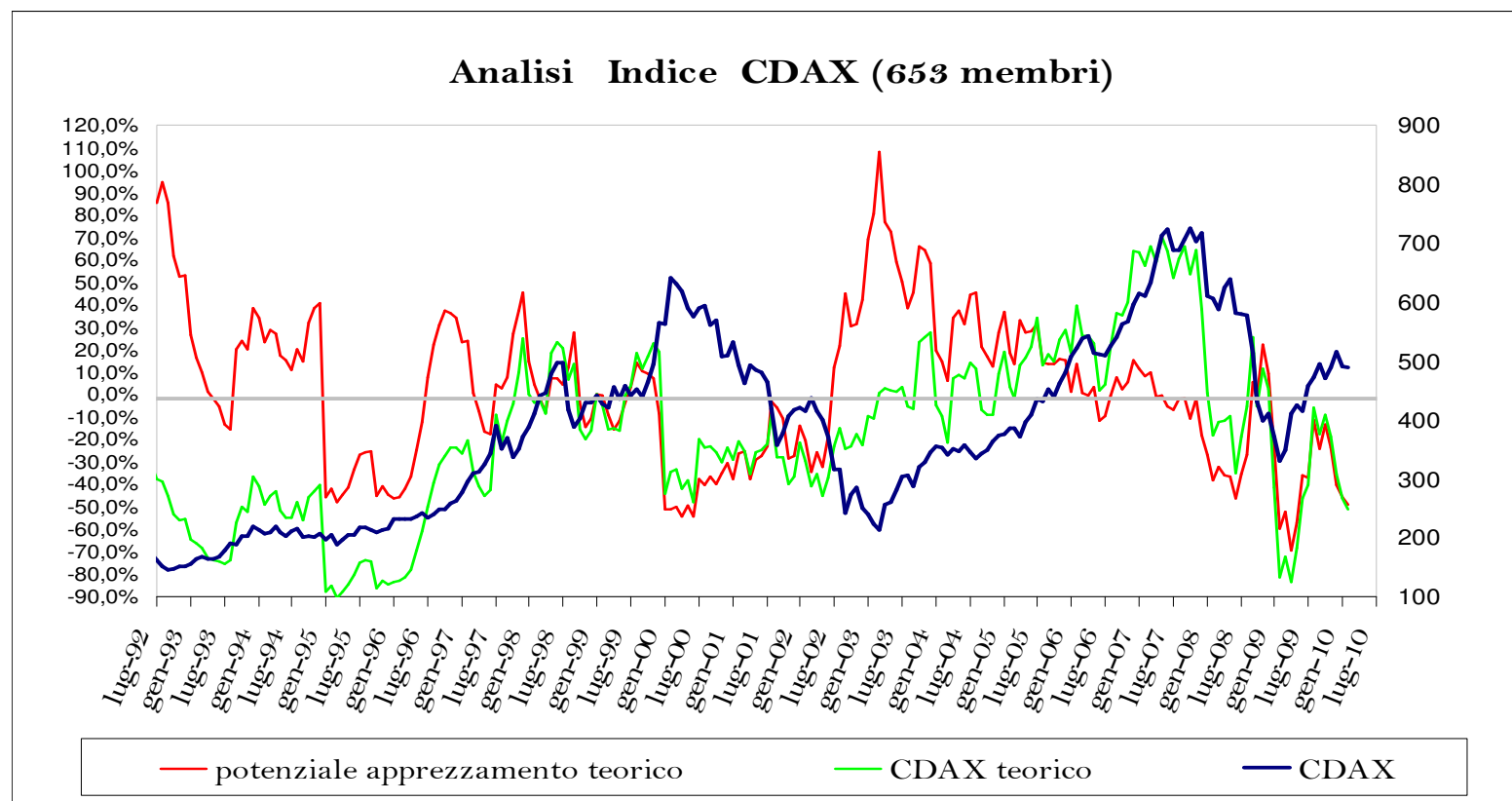
Il mercato azionario Giapponese è la nostra seconda scelta. Il potenziale apprezzamento è pari al 9% (in presenza di un premio al rischio dello 1,60% sul tasso trentennale).



Soprano CdG 29 maggio 2010

Risultati modelli macro del mese

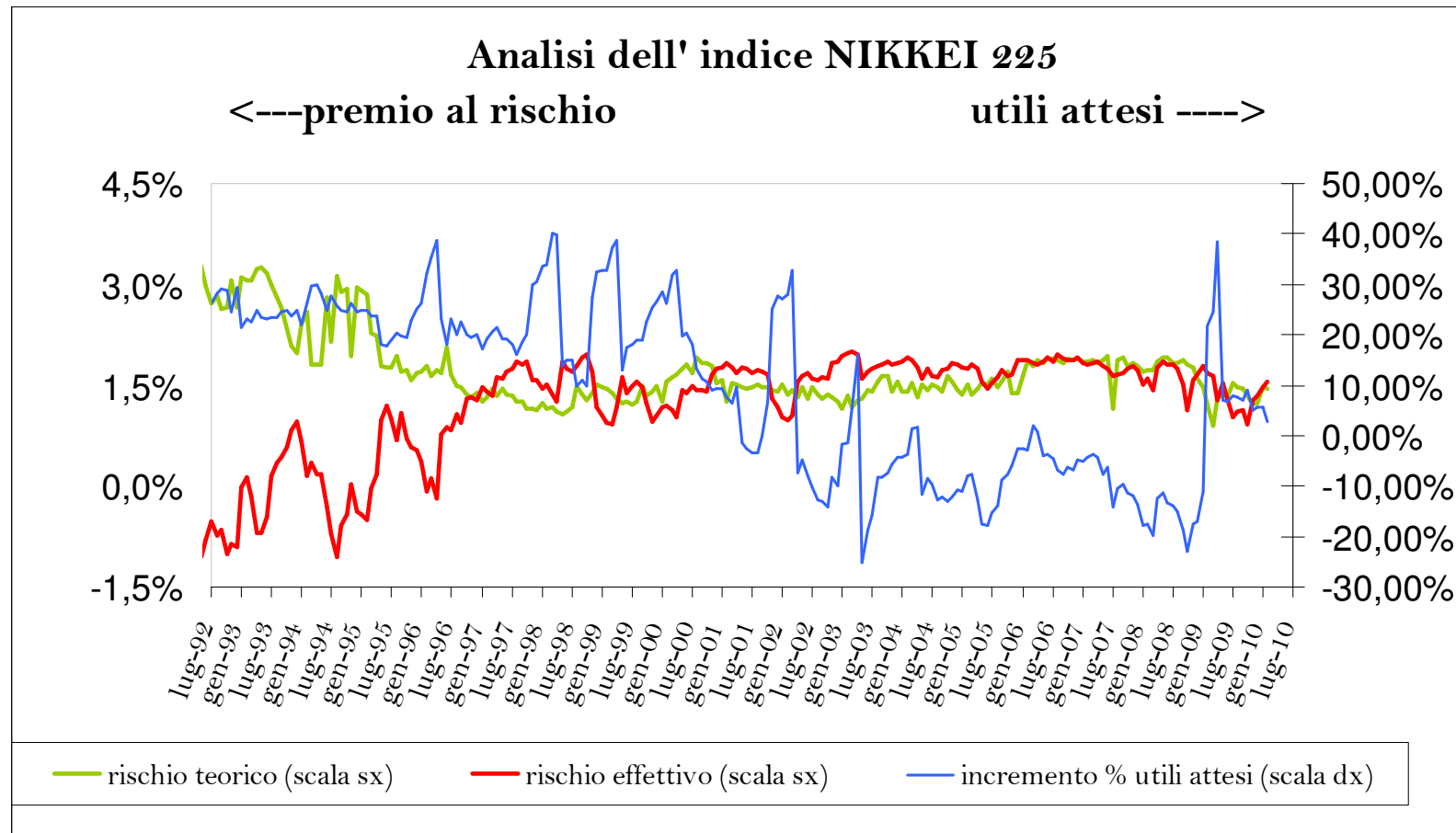
Il mercato azionario Europeo rimane il nostro short. Il potenziale deprezzamento è pari al 39% in presenza di un premio al rischio del 5,84% sul tasso trentennale. Sarebbe necessario un AUMENTO degli utili del 78% rispetto ai 24 attuali stimati dal modello ed un premio al rischio del 5,79% per avere un mercato in equilibrio. Il modello stima un aumento degli utili del 15%. Lo stock picking non mostra valori interessanti e il rischio che le tensioni su alcuni paesi periferici dell'area Euro sconsigliano posizioni lunghe di assets rischiosi nell'area.



Soprano CdG 29 maggio 2010

Andamento premio al rischio Giappone

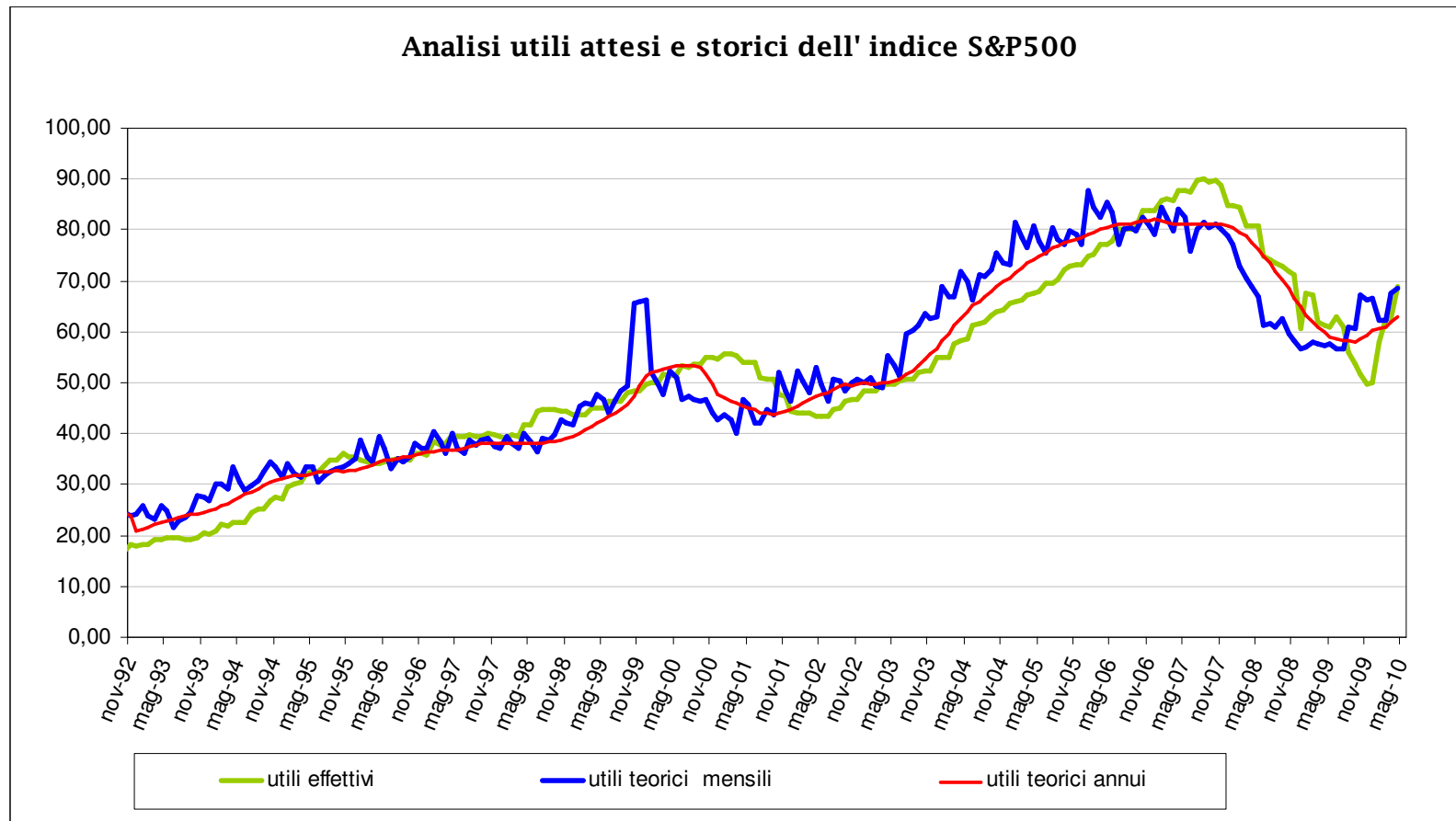
Molte società Giapponesi rimangono un investimento incredibilmente value per chi ha pazienza. Premio al rischio teorico in linea con quello effettivo. Gli utili attesi dal modello sono aumentati del 5% circa mentre per portare il mercato in equilibrio ci vorrebbe un calo del 21%. Inoltre il Giappone rimane il "paradiso dello stock picking".



Soprarno CdG 29 maggio 2010

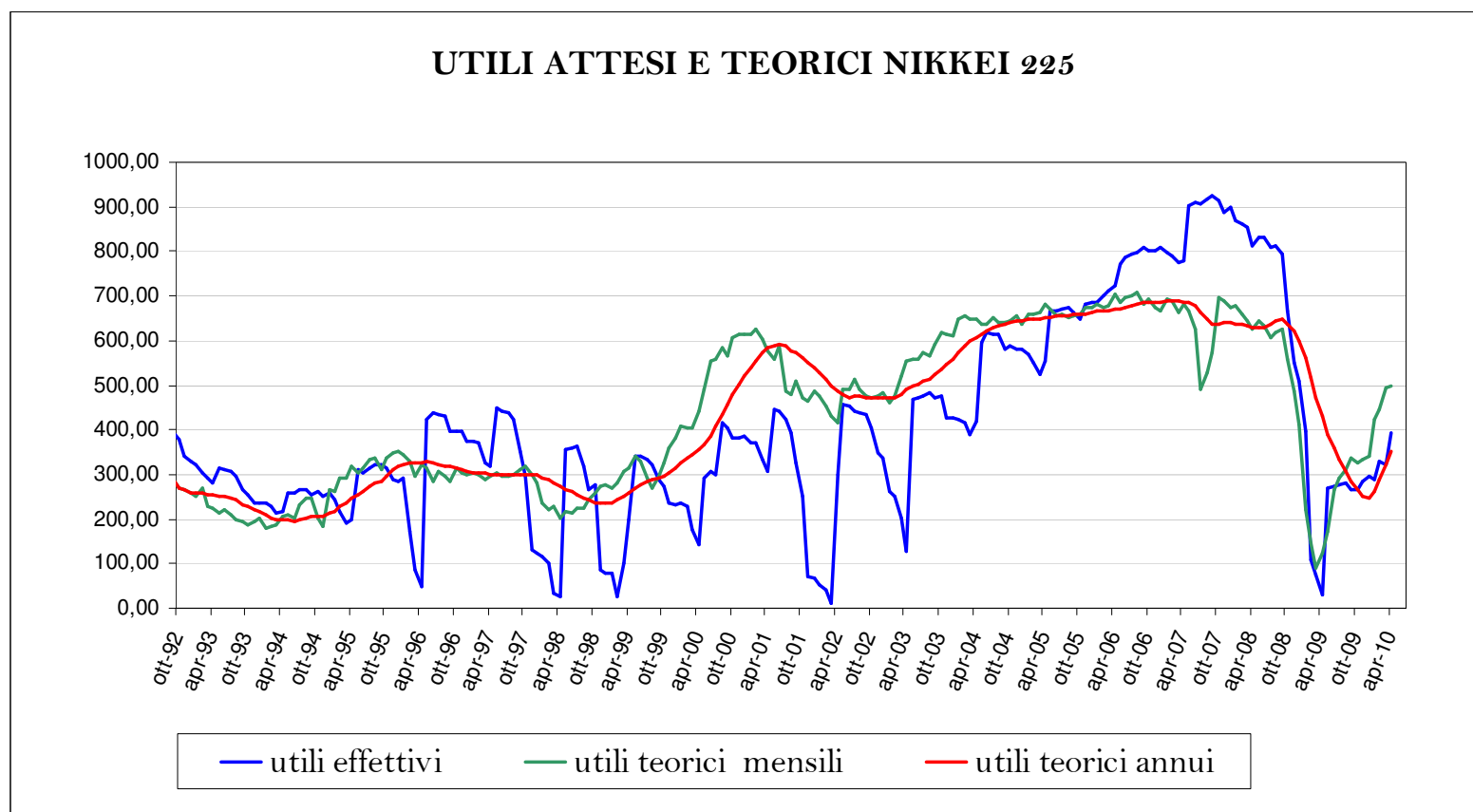
Utili attesi mercato statunitense

Gli attuali dati macro-economici portano a stimare un utile teorico del S&P500 a aprile pari a 68 dollari rispetto ai 68\$ effettivi. Purtroppo, malgrado la sensazione che i mercati possono trasmettere, gli utili aziendali operativi non hanno imboccato alcuna ripresa ed è quindi lecito non assecondare ipotesi eccessivamente ottimistiche sulle dinamiche future degli utili.



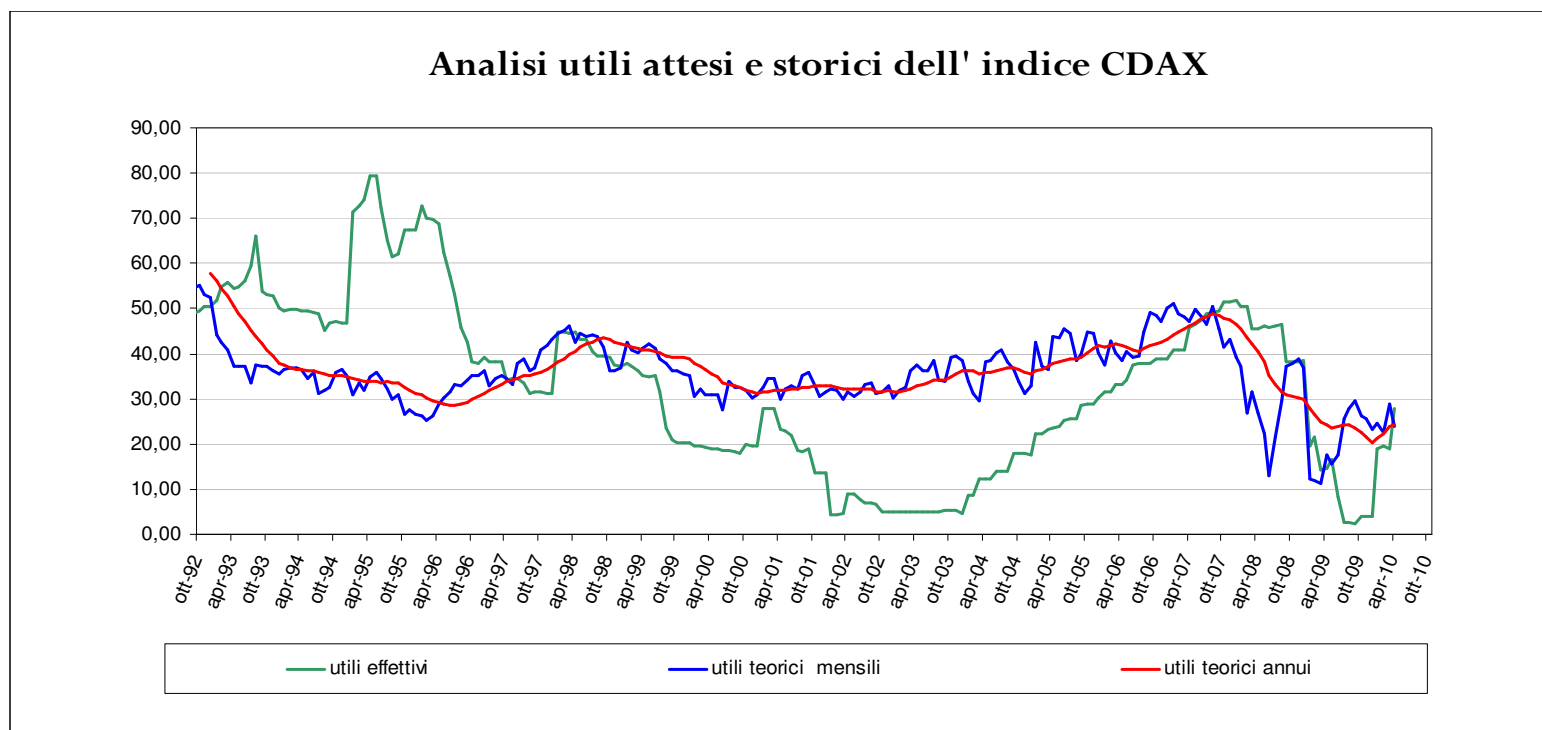
Utili attesi mercato giapponese

La dinamica degli utili stimati dal nostro modello riamane superiore ai valori effettivi: gli attuali dati macro-economici portano a stimare un utile teorico del Nikkei a aprile di 507 Yen rispetto ai 393 yen effettivi. Contrariamente alla Germania, qui gli utili teorici sono in aumento da aprile 2009.



Utili attesi mercato europeo

Secondo il nostro modello, i dati macroeconomici sarebbero compatibili con un utile teorico, ad esempio sul C-Dax pari ai minimi degli ultimi 27 anni. Inoltre gli utili teorici mensili da fine estate 2009 hanno ricominciato a scendere. Il CDax nel periodo 1989 - 1994 oscillava tra i 150 ed i 200 punti. Che non sia questo il prossimo target di questo indice dai 529 punti attuali?





“La tua serenità è il nostro benchmark.”

Presidente Giovanni Bizzarri

AD Sergio Vicinanza

Direttore Investimenti Gianluca Gabrielli

Sito Internet www.soprarnosgr.it

Centralino 055 - 263331

Il materiale mostrato è a scopo esplicativo e non rappresenta sollecitazione al pubblico risparmio.