

WHAT'S UP

NEWSLETTER FINANZA

Numero NOVE - 2018

EDITORIALE

PEAK OIL

Le previsioni non ci prendono mai

MEGATRENDS

Il lusso di vivere 100 anni

PSICOFINANZA

Tulipano nero e
la teoria dei lemmings

WHAT'S UP

NEWSLETTER FINANZA

Numero NOVE - 2018

- 01. EDITORIALE
Peak oil. Le previsioni sul petrolio non ci prendono mai
- 02. LA BUSSOLA DEI MERCATI
La view del Comitato Investimenti di Banca Consulia
- 03. IL NOSTRO FUTURO
Della insostenibilità di BitCoin
- 04. MEGATRENDS
Il lusso di vivere 100 anni
- 05. PSICOFINANZA
Il tulipano nero e la teoria dei lemmings
- 06. WEALTH TIPS
P2P lending
- 07. LA VOCE DI... CANDRIAM INVESTOR GROUP
Investimenti nel settore delle biotecnologie

Le informazioni e il materiale forniti non rappresentano in nessun caso consulenza, offerta, sollecitazione o raccomandazione a sottoscrivere specifici investimenti. Tutte le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono da ritenersi aggiornati alla data della sua redazione, considerando il relativo contesto economico, finanziario e borsistico in quella data.



MILANO
Corso Monforte, 52

TORINO
Corso Galileo Ferraris, 64

ROMA
Via Brenta, 5

Telefono:
+39 02 85906.1

Sito web:
www.bancaconsulia.it

E-mail:
info@bancaconsulia.it

Linkedin:
Banca Consulia

Peak oil

Perché le previsioni sul petrolio non ci prendono mai?

Chi si ricorda più l'espressione *peak oil*? Fino a qualche anno fa andava particolarmente di moda e veniva citata molto frequentemente sui giornali, soprattutto quando il prezzo del petrolio viaggiava intorno ai 100\$ a barile.

Il *peak oil* dovrebbe essere il momento in cui l'estrazione del petrolio a livello mondiale raggiungerà il suo livello massimo. A partire da quel momento, il ritmo di estrazione del petrolio decrescerà progressivamente, fino ad azzerarsi. Diversi modelli prevedono infatti che la contrazione nell'estrazione del petrolio, una volta raggiunto il picco, avvenga a ritmi molto più rapidi e violenti della crescita dell'estrazione avvenuta nel ventesimo secolo. Un evento teoricamente molto destabilizzante, sia in senso economico che politico.

Esistono diverse date e previsioni al riguardo, tendenzialmente - sino ad oggi - tutte abbondantemente sbagliate.

Per esempio, secondo l'AIE (Agenzia Internazionale per l'Energia), a metà degli anni 2000 il picco del petrolio sarebbe stato imminente, entro cioè il 2012. Secondo l'AIE, la produzione di petrolio convenzionale era già in calo dal 2008 e l'apporto di petrolio non convenzionale (principalmente il petrolio da sabbie bituminose) non sarebbe stato in grado di coprire il deficit che si stava aprendo tra domanda e offerta.

Altre stime - come ad esempio quella del UK Energy Research Centre o dell'Università di Oxford - collocano il picco del petrolio a cavallo tra il 2020 e il 2030. Staremo a vedere.

C'è da dire che man mano che venivano fatte queste previsioni, la tecnologia estrattiva e i relativi costi evolvevano velocemente. Il ricorso al *fracking*

ed altre tecnologie estrattive, come la trivellazione direzionale tridimensionale, hanno fatto impennare la produzione, soprattutto negli USA, che sono diventati un paese esportatore.

Dopo aver provocato il tracollo del prezzo del petrolio circa 4 anni fa, che è passato dai 100\$ agli attuali 66\$ (dopo aver toccato anche i 50\$), il fenomeno dello *shale gas*, ovvero del petrolio estratto tramite la procedura di *fracking*, sembra però non essere più sufficiente ad assicurare l'equilibrio tra domanda e offerta nel lungo termine.

Recentemente, il sito Bloomberg ha evidenziato come la crescente domanda mondiale possa non trovare adeguata contropartita a causa del dietro front che molte società petrolifere hanno fatto sui cosiddetti mega-giacimenti, progetti ad alto potenziale ma anche ad altissimo rischio operativo in quanto *offshore* e, soprattutto, antieconomici agli attuali livelli di prezzo del petrolio.

Una recentissima indagine della società di consulenza *Rystad Energy*, ha evidenziato

che solo l'11% delle riserve di petrolio mondiali convenzionali è stato quest'anno rimpiazzato da nuove scoperte.

Questo dato dell'11%, noto come *Reserve Replacement Ratio*, è il valore più basso dal 1940 e si compara - ad esempio - con un 50% raggiunto solo nel 2012 e un 100% del 2006.

I Paesi con le maggiori scoperte sono stati Messico, Senegal e Guyana, per un totale complessivo di circa 7 mld di Boe (barili equivalenti di petrolio).

Inoltre, i volumi medi scoperti per campo petrolifero sono sempre più bassi: giacimenti di piccole

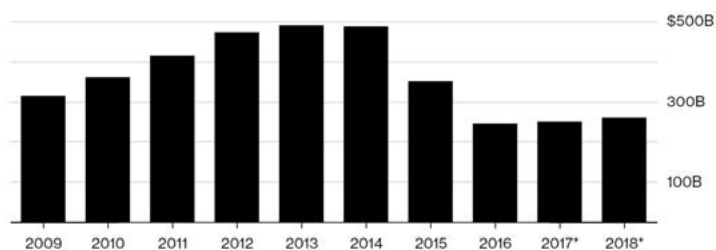


dimensioni comportano maggiori onerosità di commercializzazione, ad esempio per le difficoltà di collegarli alle infrastrutture di trasporto.

In effetti gli investimenti in progetti di estrazione sono letteralmente crollati negli ultimi 4 anni, di fatto dimezzandosi, come mostra il grafico sottostante.

Gran parte degli investimenti si sono indirizzati peraltro verso l'efficientamento dei campi preesistenti, che richiedono ovviamente una minore intensità di capitale, a fronte di buoni risultati in termini di estrazione incrementale.

Investimenti in progetti estrattivi (mld di USD \$)



Source: Bloomberg Intelligence
* Consensus estimates

Inoltre, grazie ai miglioramenti tecnologici, nonostante le chiusure di molti piccoli campi, i più grossi giacimenti di *shale gas* sono rimasti ancora economicamente sfruttabili (con un punto di equilibrio che è sceso di oltre il 50%), vanificando la strategia iniziale dell'OPEC di mantenere inalterata la produzione per tenere bassi i prezzi e buttare fuori dal mercato i produttori di *shale gas* americani.

Oggi tagli alla produzione dell'OPEC sono reali e la disciplina nel mantenerli è molto più ferrea che in passato, come testimoniato dalla recente proroga sino al dicembre 2018.

Tuttavia, se sul breve termine non ci sono preoccupazioni sulla capacità di soddisfare la domanda, è sul lungo termine che si concentrano i dubbi più consistenti, proprio a causa dell'abbandono dei megaprogetti

offshore, che non potranno essere riattivabili in tempi brevi.

Questa preoccupazione deriva dal fatto che, secondo l'IEA (Agenzia Internazionale per l'Energia), tra oggi e il 2040, il fabbisogno energetico mondiale salirà del 30%.

Sarà come aggiungere una nuova Cina all'attuale contesto di domanda.

Nessuna previsione particolarmente strana: tutto basato su un tasso di crescita del PIL del 3,4%, una popolazione che passa da 7 a 9 miliardi di persone e un'urbanizzazione crescente che crea una nuova città come Shanghai di fatto ogni 4 mesi.

Le future dinamiche energetiche saranno inoltre condizionate dalla velocità di abbandono dell'utilizzo del carbone e dalla velocità di diffusione e di abbassamento dei costi delle energie alternative.

L'equazione è particolarmente complessa quindi, ma i dubbi non sono sul 'se' ma solo sul 'quando' si creerà una situazione di disequilibrio.

Nel frattempo, per i prossimi 10 anni almeno, il mondo non sarà ancora pronto a dire 'good bye' all'era del petrolio, e tutto ciò che riguarderà questa risorsa dovrà quindi essere monitorato con grande attenzione.

Fare previsioni molto più distanti continuerà ad essere un esercizio molto stimolante ma probabilmente inutile.

Come scriveva Kenneth Galbraith, un economista tanto famoso quanto dotato di autoironia: 'L'unica funzione delle previsioni economiche è quella di far apparire rispettabile l'astrologia'.

Paolo D'Alfonso

Direttore Commerciale di Banca Consulia

La view del Comitato Investimenti di Banca Consulia

Il 2017 era iniziato in un contesto di generale incertezza, sia per quanto riguarda le politiche monetarie delle banche centrali che per quanto riguarda una serie di appuntamenti politici importanti. Esso si è in realtà rivelato un anno in cui tutti i principali mercati azionari hanno chiuso sui massimi storici e in cui i bond, soprattutto europei, non hanno patito lo spauracchio dell'uscita dalle politiche monetarie espansive; tutto questo è accaduto in un contesto in cui la volatilità ha raggiunto minimi storici. Il mercato ha così beneficiato dell'equilibrio virtuoso di una fase di cosiddetta "economia dei riccioli d'oro", o Goldilocks economy, caratterizzata tra le altre cose dalla compresenza di una buona crescita economica e da un'inflazione contenuta. Grazie anche all'enorme ammontare di liquidità presente nel sistema per le politiche monetarie accomodanti, si è determinata una forte crescita degli utili aziendali.

Il finale del 2017 è stato caratterizzato da un generale atteggiamento di "wait and see", in cui molti operatori hanno preferito attuare una parziale presa di profitto. I primi dati del 2018, quali ad esempio il forte rialzo degli indici PMI europei sia manifatturieri che dei servizi del mese di dicembre, hanno poi fatto tornare l'ottimismo sui mercati, che hanno chiuso la prima settimana dell'anno con performance notevolmente positive (vedi +2.31% dell'MSCI World in Euro e addirittura il +4.16% del FTSE MIB, sospinto dai titoli bancari).

Tutti i maggiori indicatori sulla salute dell'economia mondiale continuano a mostrare forti segnali positivi. Il GDP globale è atteso in crescita nel 2018 del 6.8% a livello nominale e del 3.7% a livello reale (mentre il 2017 chiude con un 6.7% nominale e 3.6% reale). Anche indicatori dell'attività economica più sensibili al momentum, quale ad esempio l'indicatore CAI di Goldman Sachs (vedi nota di marzo 2017), evidenziano una crescita robusta dell'economia. Confortante anche l'osservazione che dal 1980 ogni anno di crescita globale sopra al trend è stato seguito

nel 75% dei casi da una crescita sopra al trend anche nell'anno successivo.



Inoltre, il tasso di produttività nei maggiori paesi mondiali è in crescita. Quella statunitense, ad esempio, è salita negli ultimi due trimestri del 2017 di circa 2 punti percentuali su base annua. Questi dati potrebbero dare un'ulteriore spinta al ciclo economico mondiale, ma necessitano di conferme. Alcuni analisti sostengono infatti che questo aumento della produttività sia ciclico e non strutturale, e che sia dunque destinato ad attenuarsi con il tempo.

Per quanto riguarda la Brexit, i recenti accordi tra UK e Unione Europea sono dei passi avanti importanti verso una gestione ordinata e condivisa del distacco del Paese dalla UE. Il mercato del lavoro non mostra cedimenti ma non sono stati certo fugati i dubbi sul destino dell'industria finanziaria ed il timore per le inevitabili pesanti ricadute occupazionali che un esodo verso altre piazze avrebbe. Né del resto si è dissipato il sentimento di generale incertezza degli inglesi sul loro futuro, evidente nel calo della fiducia dei consumatori (GfK a -13, previsto -12). Le pressioni inflazionistiche derivanti dalla debolezza della sterlina sono tangibili col CPI al 3.1% (core sempre al 2.7%) e le vendite al dettaglio restano deboli. La BOE ha

ribadito la necessità di un percorso di rialzo dei tassi nel medio termine ma anche confermato come questo debba essere modesto, tollerando di restare a lungo sopra il target del 2%.

Nel frattempo nell'area Euro si è determinata una forte iniezione di fiducia. In quel fatidico 26 luglio 2012 Draghi lanciò la sua sfida al mercato con il famoso "whatever it takes" per sostenere l'euro. E va ricordato anche l'annuncio dell'anno successivo sull'adozione a sorpresa di una "forward guidance", inusuale per la BCE. Pur non potendo fino all'ultimo dare per vinta la guerra per la normalizzazione delle dinamiche dei prezzi al consumo e pur dovendo molto all'autonomo ridimensionamento dei rischi politici senza meriti della Banca Centrale, è indubbio che l'economia dell'area si sia risvegliata e dimostri un dinamismo senza precedenti e che questo possa essere considerato un successo del Governatore. In questo contesto di crescita mondiale sincronizzata è sempre più improbabile assistere ad un inatteso "spiaggiamento" dell'economia e ci aspettiamo piuttosto che si continuino a manifestare gli effetti virtuosi del commercio globale. La politica "buy american" del presidente Trump potrebbe rappresentare un ostacolo ma probabilmente non gli sarà così facile realizzarla. Il mercato lo sa e questo spiega la reazione di indebolimento del dollaro a seguito dell'indiscrezione circolata ieri tramite Bloomberg, puntualmente smentita, secondo cui la

Cina, primo detentore estero di titoli di stato Usa, avrebbe intenzione di ridurre gli acquisti.

In questo contesto la scommessa è che le banche centrali sappiano gestire con grande autorevolezza, ma al tempo stesso con estrema gradualità, l'uscita dalle politiche espansive, convenzionali e non. Questo è ancora, a nostro avviso, lo scenario più probabile. Il rischio sullo sfondo è la possibilità di errori di policy di qua o di là dell'Atlantico a fronte di un'inattesa fiammata inflazionistica che di colpo faccia percepire le banche centrali come "behind the curve" ed in affanno a recuperare. Un tale scenario alzerebbe le aspettative sui tassi a breve ma anche i rendimenti delle scadenze più lunghe, determinando quell'innalzamento delle curve dei bond governativi che forse oggi deve far più paura della spesso citata possibile inversione. Potenzialmente colpirebbe, oltre ai bond, anche l'equity, che diverrebbe molto sensibile a possibili ridimensionamenti degli utili attesi.

La sensazione è che ad oggi i mercati siano trascinati dai dati macroeconomici positivi. Anche eventuali complicazioni a livello politico, quali ad esempio le difficoltà nella creazione del governo tedesco, non hanno per ora fermato la corsa dei maggiori listini (la borsa tedesca ha chiuso la prima settimana del 2018 con un +3.11%). Altrettanto ci si può tendenzialmente aspettare dalle elezioni politiche italiane del 4 marzo, al di là della prevedibile volatilità sulla borsa di Milano e soprattutto sui titoli governativi italiani.

Comitato Investimenti di Banca Consulia



MILANO

Corso Monforte, 52

TORINO

Corso Galileo Ferraris, 64

ROMA

Via Brenta, 5

Telefono:

+39 02 85906.1

Sito web:

www.bancaconsulia.it

E-mail:

info@bancaconsulia.it

Linkedin:

Banca Consulia

Impronta energetica Bitcoin Della insostenibilità di BitCoin

BitCoin sembra fatto apposta per far fare pessime figure a chiunque si lanci in previsioni e non risparmia i CEO delle più grosse banche o i vincitori di Premi Nobel per l'economia.

Come ha saggiamente scritto Henry Blodget, uno dei più famosi analisti finanziari dell'era delle società dot com, oggi editore della rivista Business Insider e lucido osservatore dei trend connessi alla tecnologia, **BitCoin potrebbe essere la più grande bolla della storia oppure avere un grande futuro e cambiare il mondo.**

Per questa ragione mi guardo bene dal discuterne le quotazioni, cosa che pure meriterebbe di essere ampiamente commentata, e voglio invece soffermarmi su un aspetto decisamente trascurato ma molto più rilevante per i non possessori di BitCoin, che poi sono il 99,9% dei cittadini del mondo.

L'aspetto di cui si parla davvero troppo poco è, infatti, quello connesso all'impronta energetica di BitCoin.

Associare l'idea di una criptovaluta al problema dell'impronta energetica potrebbe suonare alquanto strano: BitCoin non è fatto di carta né di metallo, non ha alcuna consistenza fisica, ma agisce sull'ambiente – non solo finanziario – in misura molto inaspettata.

Sembra infatti che per gli argomenti 'BitCoin e impronta energetica' succeda una cosa paradossale: tutti ne parlano, ma credo che siano davvero pochi coloro che si orientano realmente bene. Preciso che io non sono tra questi e quindi mi arrangio come posso, cercando di destreggiarmi in un mare di informazioni, senza avere le competenze tecniche necessarie. Ma poi, cosa c'è di strano, non devo essere necessariamente un ingegnere per poter parlare di automobili, giusto?

Comunque, per un momento, diamo per scontato di sapere che cosa sia il BitCoin, perlomeno perché tutti i giorni è all'onore delle cronache. Sicuramente, più misterioso, è invece il concetto di impronta energetica,

meglio nota come Carbon Footprint.

Secondo la definizione del Ministero dell'Ambiente, la Carbon Footprint è una misura che esprime in CO₂ (anidride carbonica) equivalente il totale delle emissioni di gas ad effetto serra associate direttamente o indirettamente ad un prodotto, un'organizzazione o un servizio.

In conformità al Protocollo di Kyoto, i gas ad effetto serra da includere nel calcolo sono, oltre all'anidride carbonica (CO₂), il metano (CH₄), il protossido d'azoto (N₂O), gli idrofluorocarburi (HFCs) e altri gas dal nome troppo difficile. La 'tCO₂e' (tonnellate di CO₂ equivalente) permette di esprimere l'effetto serra prodotto da questi gas in riferimento all'effetto serra prodotto dalla CO₂, considerato pari a 1 (ad esempio il metano ha un potenziale serra 25 volte superiore rispetto alla CO₂ e per questo una tonnellata di metano viene contabilizzata come 25 tonnellate di CO₂ equivalente).

Porsi una domanda relativamente alla sostenibilità ambientale di BitCoin può sembrare apparentemente illogico: nessuno si è mai sognato di chiedere quale sia la Carbon Footprint dell'Euro.

La questione è che il BitCoin, così come tutte le altre cripto-valute, è il prodotto di uno sforzo computazionale enorme e crescente.

Come ricorderete, parlando di BitCoin nel numero di settembre, abbiamo paragonato lo sforzo necessario per estrarre i BitCoin a quello che i cercatori d'oro facevano per estrarre il metallo giallo.

Ogni BitCoin generato dai 'miners' prevede capacità di calcolo sempre più importanti, che richiedono sempre maggiore energia elettrica. Il fenomeno è inevitabilmente crescente a causa dei necessari calcoli algoritmici sottostanti all'infrastruttura che regola la produzione dei BitCoin. Fin qui nulla di strano, in fondo più che una cripto-valuta bisognerebbe definire BitCoin come una cripto-commodity.

Come tutte le materie prime, il loro prezzo teorico dovrebbe essere definito dal costo marginale di estrazione.

Per una commodity elettronica, va da sé che il costo di produzione sia rappresentato dai server dedicati e dal costo dell'energia elettrica necessari per effettuare i calcoli di cui sopra.

Continuiamo con le analogie con l'oro: se inizialmente i primi cercatori giravano con pala, piccone e setaccio, qualche anno più tardi diventarono necessari macchinari sempre più sofisticati.

Stesso discorso per i Bitcoin. Maggiore è il numero di Bitcoin prodotti e di miners operativi, più i calcoli e i problemi proposti diventano difficili perché la crittografia relativa diventa più articolata e complessa. Per il 'mining' sono utilizzati processori appositi chiamati ASIC (application-specific integrated circuits), molto prestazionali ma che consumano moltissima energia.

Mentre fino a qualche anno fa anche un buon computer era in grado di produrre Bitcoin senza grossi problemi, oggi è necessario utilizzare migliaia di processori: le miniere di Bitcoin sono quindi enormi server farm, con migliaia di computer. Si trovano soprattutto nelle zone rurali della Cina, dove l'energia elettrica costa meno rispetto al resto del mondo.

La rivista *Digiconomist* ha creato un apposito indice per misurare i consumi elettrici annui (espressi in TWh), che, come si vede, stanno letteralmente esplodendo (+20%) nel giro di un solo mese.

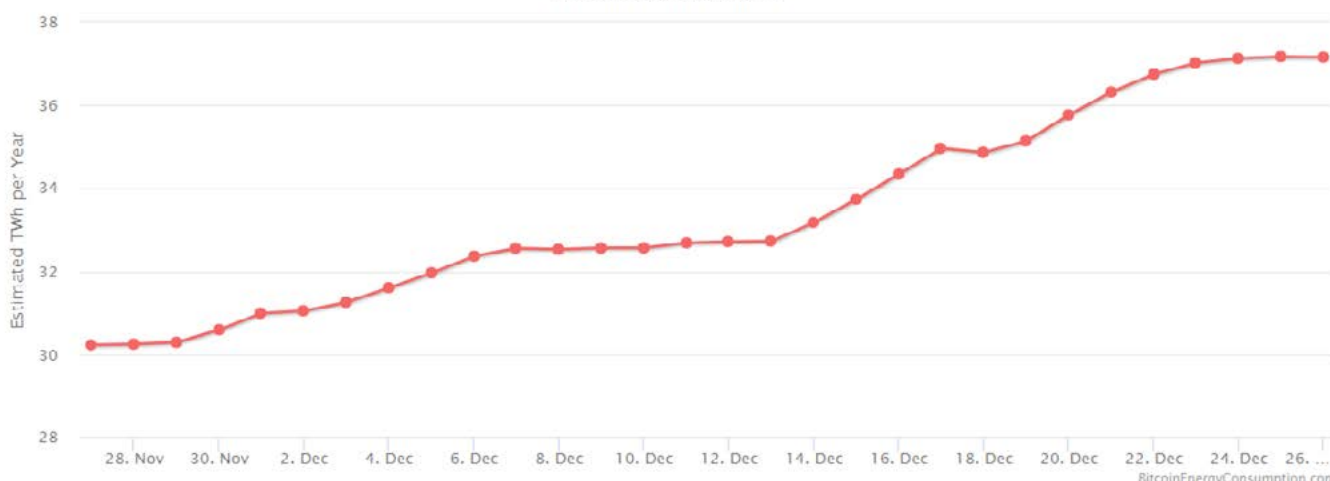
Vi starete chiedendo: "Ma 36 TW/h annui, sono tanti o pochi?"

Per mettere le cose in termini relativi, più facilmente comprensibili, se Bitcoin fosse una Nazione, avrebbe un consumo di energia pari a quello della Danimarca o dell'Ungheria.

Bitcoin Energy Consumption Index

Bitcoin Energy Consumption Index Chart

Pinch the chart to zoom in



Secondo una ricerca condotta dalla britannica PowerCompare, la quantità media di elettricità usata quest'anno per estrarre i BitCoin ha sorpassato i consumi energetici annuali medi di ben 159 nazioni, tra cui l'Irlanda e la maggior parte degli stati africani.

Con questo ritmo, entro il 2019 la produzione di BitCoin comporterà un consumo di energia pari a quello degli Stati Uniti, ed entro il 2020 potrebbe essere pari a quello dell'intero pianeta, come riporta la rivista *Wired*.

Come se non bastasse l'aspetto quantitativo, occorre ricordare che gran parte delle *server farm* dedicate sono ubicate in Cina, dove l'utilizzo del carbone quale fonte energetica per la produzione di energia elettrica è ancora prevalente, con impatti ambientali disastrosi.

La domanda quindi, come diceva nel 1990 Antonio Lubrano nel programma dedicato a truffe e raggiri 'Mi manda Lubrano', sorge spontanea: "È possibile che gli interessi di pochi, anzi pochissimi, possano creare conseguenze negative per la maggior parte degli abitanti di questo pianeta, senza che nessuna istituzione intervenga?".

Come sempre più spesso accade recentemente, la velocità esponenziale del progresso è superiore a quella delle istituzioni nel fronteggiarne le implicazioni. L'innovazione finanziaria collegata alle cartolarizzazioni dei mutui sub-prime ne è stato un esempio eclatante.

Speriamo che la storia – questa volta – non si ripeta.

Il lusso di vivere 100 anni

Il regista *cult* Robert Rodriguez nel 2015 ha girato un film - in gran segreto - con protagonista John Malkovich, dal titolo '100 Years'. L'aspetto assolutamente curioso è che non si potrà vedere il film per altri 97 anni. La pellicola è stata infatti rinchiusa in un caveau che farà da capsula del tempo, con una serratura a tempo che assicurerà che il film non sarà rilasciato prima della data prestabilita.

Si tratta di una trovata pubblicitaria per promuovere un famoso Cognac dai lunghi tempi di affinamento, ma lo spunto dei 100 anni mi è rimasto in mente, se non altro per il leggero disappunto di essere certo di perdermi un film comunque curioso.

Di questo sono certo, anche se si parla sempre più frequentemente di crescenti aspettative di vita. Con questo termine si intende il numero medio di anni che ci si aspetta viva una persona: il dato - basato sulle statistiche nazionali - è calcolato su tutta la popolazione e include, quindi, anche coloro che sfortunatamente muoiono in giovane età, in guerra o per incidenti.

Gli anglosassoni la chiamano 'life expectancy', e fortunatamente è un numero in continua crescita, essendo passato in Italia dai 30 anni, durante l'impero romano, sino agli attuali 82.

Moltissimi fattori incidono su questo numero: stile di vita, razza, genere, luogo di vita, reddito e disponibilità di cure mediche, per citare i più importanti.

Ma esiste un altro numero, chiamato 'life span', che potremmo definire come la durata massima potenziale della vita: rappresenta una sorta di limite biologico, il tetto massimo che l'essere umano non può oltrepassare in base alla programmazione di madre natura.

Per le mosche è un paio di giorni, per le balene artiche 200 anni. Ma per l'essere umano?

Sappiamo quindi - per definizione - che le aspettative di vita possono convergere verso la durata massima

biologica e tutto il progresso può solo far sì che si riduca il numero di coloro che muoiono anzitempo e che il periodo della cosiddetta terza età sia raggiunto nel miglior modo possibile.

In teoria, si potrebbe immaginare che le aspettative di vita media, che oggi per il mondo sono 71,5 anni (contro i 48 anni degli anni '50), si avvicineranno asintoticamente verso un numero X, grazie a tutti i progressi, e che la qualità di tali anni sarà complessivamente sempre più accettabile, consentendoci una vita attiva e ricca di relazioni.

Il punto è che non solo stanno crescendo le aspettative di vita, ma soprattutto che la durata massima (life span) si sta incrementando, spostando in avanti quei limiti biologici che non molto tempo fa sembravano quasi immutabili. Negli anni '60 si pensava fossero gli 89 anni, ma oggi questo limite si è molto alzato e si stima che sia già situato tra i 100 e i 110 anni. Non solo, grazie ai progressi della genetica, si parla tranquillamente di un limite massimo intorno ai 150 anni.

Ad esempio, i nati nel 2007 hanno già da ora un'aspettativa di vita pari a oltre 100 anni.

BORN IN	LIFE EXPECTANCY
2007	103
1997	100
1987	97
1977	94
1967	91
1957	88
1947	85

Fonte: 100yearslife.com

Se in termini umani questo è un sicuro successo, in termini finanziari potrebbe rivelarsi un autentico

disastro, sia per il singolo che per la collettività.

Ricordiamo che la popolazione sopra i 65 anni passerà dagli attuali 600 milioni ai circa 2,1 miliardi nel 2050. Detto in altro modo, nel 2050, ci saranno solo quattro persone che lavoreranno per ogni pensionato, contro le attuali otto.

Vale quindi la pena leggersi un documento del World Economic Forum dal titolo 'We'll live to 100 – Can we afford it?', che affronta le implicazioni finanziarie, politiche e sociali di questi grandi cambiamenti, suggerendo anche alcune ricette, tra cui un ovvio innalzamento dell'età pensionabile, che non vi voglio svelare per evitare malori.

Politicamente si tratta di un percorso molto difficile da far accettare.

Siamo reduci, in Italia, da un innalzamento di 6 mesi dell'età minima pensionabile, fatto che ha scatenato grandissime polemiche. Per contro, la Polonia – con una netta deriva populista - ha agito addirittura in senso opposto, abbassando l'età pensionabile, per gli uomini a 65 anni e per le donne a 60.

Certo, gli Stati possono e devono fare molto altro, favorendo una maggiore cultura finanziaria nelle scuole, dando accesso a piani di risparmio con incentivazioni fiscali, rendendo possibili forme di flessibilità per i lavoratori oltre i 65 anni e creando politiche sociali a sostegno di tassi di natalità adeguati.

Il Giappone, ad esempio, è il Paese al mondo con il più rapido invecchiamento della popolazione.

Secondo una stima delle Nazioni Unite nel 2015 il 33% della popolazione nipponica era over 60, il 7,8% over 80. Nel 2050 gli over 60 dovrebbero essere il 42,5% della popolazione e gli over 80 il 15,1%. Si tratta di dati che possono avere effetti devastanti sui sistemi sanitario e previdenziale.

Siamo nell'epoca della "vita che dura 100 anni" e, per questo motivo, bisogna "fare una grande trasformazione del sistema socio-economico". Così ha affermato il Primo Ministro giapponese Shinzo Abe nel suo discorso programmatico per il nuovo governo, dopo la vittoria elettorale del 22 ottobre. La trasformazione passerà attraverso la robotizzazione e l'enfasi sulle tecnologie, da un lato, ma anche attraverso il sostegno alla maternità e alle famiglie.

Abe intende cioè affrontare il problema su due fronti: da un lato, incentivando la natalità e sostenendo gli anziani e, dall'altro, rafforzando i processi di meccanizzazione e robotizzazione, per sostituire forza lavoro e aumentare la produttività.

Ad esempio, entro il 2020 verranno resi gratis asili e scuole materne per i bambini tra i 3 e i 5 anni e verranno creati 300.000 nuovi centri diurni per la cura dei bambini e 500.000 strutture per la cura degli anziani.

Questo stanno facendo alcuni Governi, ma oltre un certo limite la responsabilità della propria situazione finanziaria in età avanzata diverrà - in maniera ineluttabile - strettamente personale. Che piaccia o no, un corretto comportamento oggi diventerà la principale arma a disposizione per fronteggiare la situazione futura.

Ad esempio, con un tasso di copertura delle pensioni pubbliche rispetto agli stipendi che nel mondo sta scendendo velocemente (siamo a circa il 50%), l'utilizzo di forme pensionistiche integrative dovrà inevitabilmente crescere.

Ma quale parte di reddito dovremo considerare di risparmiare annualmente per integrare la pensione pubblica? Per non parlare di coloro che, per una ragione o per l'altra, alla pensione pubblica non possono o non hanno potuto accedere.

Secondo la Covip, ci sono 7,2 milioni di iscritti a Fondi Pensione, a fronte di oltre 22 milioni di lavoratori. Un numero basso, aggravato dalla circostanza che ben il 25% di essi non effettua alcun versamento.

Secondo lo studio del WEF, almeno il 10-15% del reddito annuo dovrebbe invece essere accantonato per forme complementari pensionistiche, un livello mediamente molto superiore al tasso di risparmio prevalente in gran parte dei paesi sviluppati.

La situazione si complica – perché le necessità di risparmio aumentano - se si ipotizzano rendimenti di lungo periodo inferiori a quelli storicamente realizzati. Si tratta di un'ipotesi peraltro non così irrealistica, visto che mediamente si utilizza un tasso atteso del 3% per i bond e del 5% per le azioni.

Per concludere con una visione globale, ad oggi, si stima che nel mondo ci sia un già oggi gap da risparmi pensionistici pari a circa 70 trln \$, per intenderci una cifra pari a 1,5 volte il PIL mondiale. Con i trend attuali, nel 2050 tale gap sarà pari a 400 Trln \$.

In tale contesto, sicuramente troppo complicato per poter essere affrontato con un breve articolo di una newsletter, c'è davvero molto da fare per tutti.

Il settore finanziario dovrà avere un ruolo importante, sia ovviamente come gestore dei risparmi, ma ancor di più come consulente, in grado di assistere le famiglie dei propri clienti con un check up realistico.

Dovremo affrontare da subito temi, magari anche spiacevoli sull'immediato, ma che faranno sicuramente una bella differenza positiva per fare raggiungere, a noi e ai nostri figli, un futuro sempre più sereno.

Una bella responsabilità, senza dubbio, che andrà affrontata con grande competenza e determinazione.

P.S. I curiosi possono trovare un trailer del film su internet con relativa facilità, ma io non voglio dare a Rodriguez questa soddisfazione...

Il tulipano nero e la teoria dei lemmings

La bolla dei tulipani è stata probabilmente la prima bolla speculativa economico-finanziaria di cui vi sia traccia nella storia del capitalismo.

Il tulipano deve il suo nome ad una parola turca che significa turbante: per la forma della corolla e perché furono i Turchi a rendere popolare questo fiore originario dell'Asia centrale, amato dai califfi di Baghdad, coltivato in Anatolia e portato a Costantinopoli, dove divenne la passione del sultano Solimano il Magnifico.

Il tulipano fu introdotto in Europa nella metà del 1500 dalla Turchia (ma il commerciante pare fosse un portoghese) ed ebbe una crescente popolarità nei Paesi Bassi.

L'interesse per i tulipani coincise peraltro con una fase di forte crescita commerciale dei Paesi Bassi, da poco indipendenti ed al centro del lucroso commercio delle Indie Orientali.

Il tulipano divenne rapidamente una merce di lusso e uno status symbol.

Poiché il prezzo andava aumentando col tempo, si cominciò ad acquistare i bulbi di tulipano per fini speculativi.

Alcuni commercianti vendevano bulbi che erano stati appena piantati o quelli che avevano intenzione di piantare: sostanzialmente si trattava di *futures* sui tulipani. Questa pratica fu soprannominata "commercio del vento". Un editto statale fece diventare illegale questa pratica, non riconoscendo carattere di coercibilità legale a questo genere di contratti, ma la legislazione non riuscì a far cessare l'attività.

Il cronista della Gazzetta di Haarlem (oggi Amsterdam), così scriveva: "Oggi un contadino ha acquistato un singolo bulbo del raro tulipano chiamato Vicerè, pagando per esso: otto maiali, quattro buoi, dodici pecore, due carichi di grano, quattro carichi

di segale, due botti di vino, quattro barili di birra, due barilotti di burro, mille libbre di formaggio, un letto completo di accessori, un calice d'argento e un vestito, per un valore totale di 2.500 fiorini". A titolo di paragone, il reddito medio annuo era pari a 250 fiorini.

Il prezzo record fu pagato nel 1636 per il bulbo più famoso, il *Semper Augustus*, venduto ad Haarlem per ben 6.000 fiorini.

In quell'anno il bulbo di tulipano era diventato il quarto principale prodotto di esportazione dei Paesi Bassi, dopo gin, aringhe e formaggio.

I tulipani erano scambiati nei "collegi" ospitati in taverne di numerose città olandesi. Agli acquirenti era richiesto di pagare una commissione di negoziazione del 2,5 % chiamata "soldo del vino", fino a un massimo di tre fiorini per scambio. Erano, dunque, scambi "over-the-counter".

Nulla di strano, quelli con più di cinquant'anni, come me, ricorderanno che i prezzi del cosiddetto 'Terzo Mercato, si facevano in un bar vicino a Piazza Affari...

Molte persone cominciarono a vendere immobili o aziende per poter speculare sul mercato dei tulipani.

Il 5 febbraio del 1637, nella città olandese di Alkmaar, famosa per il suo mercato dei formaggi, si tenne un'insolita vendita all'asta. Nelle sale era convenuta una grande folla di compratori; le offerte, all'inizio sostenute, divennero in brevissimo tempo deliranti. All'epoca dei fatti una famiglia olandese, come abbiamo detto, viveva per un anno con 250 fiorini mentre i lotti battuti giunsero ad ottenere offerte sino a 4.000 fiorini.

La giornata si concluse con un introito pari a 90.000 fiorini. L'asta di Alkmaar segnò il vero picco del mercato.

La bolla dei tulipani è stata probabilmente la prima bolla speculativa economico-finanziaria di cui vi sia traccia nella storia del capitalismo.

Nei giorni immediatamente successivi, la febbre dei tulipani si tramutò all'improvviso in panico: fu sufficiente che ad Haarlem un'asta di bulbi andasse deserta per provocare un *panic selling* incontrollato e far precipitare i prezzi di mercato in tutto il paese.

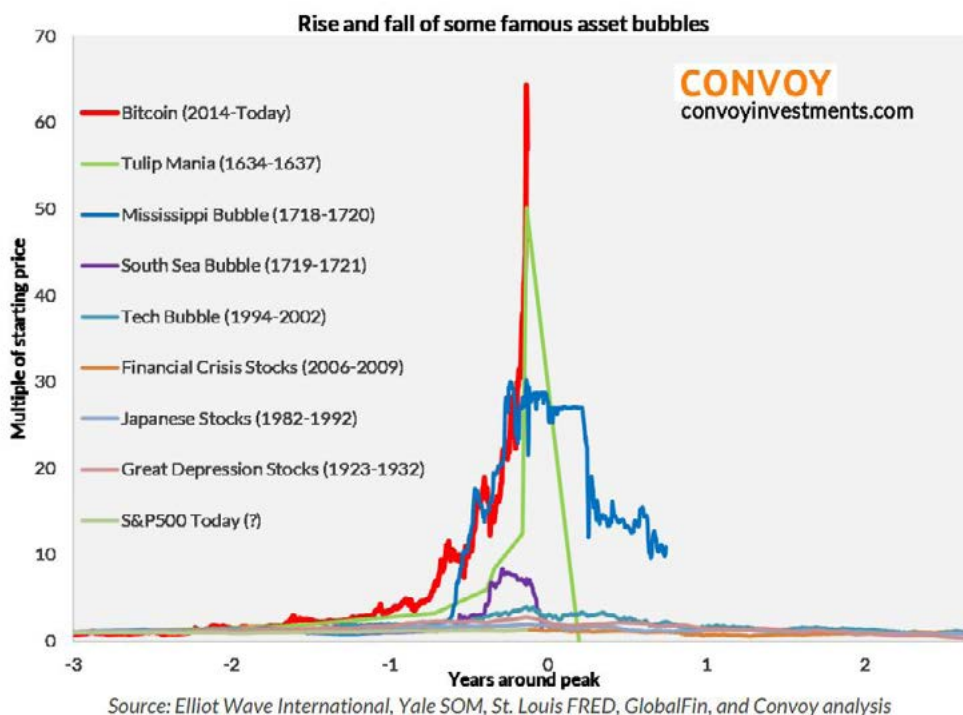
Nonostante gli sforzi degli operatori, la domanda divenne largamente insufficiente a sostenere le forti richieste di vendite: il mercato dei tulipani crollò del tutto e le negoziazioni s'interruppero.

In una tale situazione, chi aveva acquistato attraverso i contratti *futures* sui bulbi si ritrovò vincolato contrattualmente a pagarli una cifra notevolmente più elevata rispetto ai prezzi reali del momento, generando così ulteriori vendite per necessità di realizzo.

Si noti bene che la lobby dei fioristi, gravemente colpita, indusse la giustizia olandese a decretare la trasformazione dei contratti a termine in contratti di opzione.

In questo modo il detentore del contratto (in questo caso il fiorista o il commerciante) fu autorizzato a non onorare l'impegno (nei confronti dei contadini o coltivatori) pagando solo una penalità pari al 3,5% del prezzo pattuito, anziché essere obbligato a comprare a prezzi elevatissimi un bulbo che in quel momento aveva un valore di mercato largamente inferiore a quanto previsto nel contratto originario.

Fu durante questa epoca che Alexandre Dumas ambientò – duecento anni dopo - il suo romanzo dal titolo 'Il tulipano nero'. La storia di Dumas, che non è un saggio finanziario ma un racconto d'amore, vede protagonista il medico Cornelius Van Bearle che, pur appartenendo a una ricca famiglia dell'Aja, investe grosse somme di denaro nella sua mania per i tulipani, alla ricerca di forme e colori sempre più nuovi, per riuscire a creare l'impossibile tulipano nero, per il quale la città di Haarlem offre il ricchissimo premio di 100.000 fiorini.



Fino a ieri, la bolla dei tulipani è stata la più grande bolla speculativa della storia.

La società di asset management Convoy Investments ha pubblicato a dicembre 2017 un grafico che raccoglie gli andamenti delle principali bolle finanziarie della storia e, tra queste, inserisce sia i bulbi di tulipano che BitCoin. Dopo il balzo di dicembre, l'andamento di BTC ha superato infatti quello dei bulbi di tulipano.

Questo potrebbe non significare nulla, tantomeno che un crollo è dietro l'angolo. Il problema delle 'bolle' è che sono visibili solo con il senno di poi e non esiste un limite all'ammontare che può essere raggiunto dall'euforia.

Un elemento tipico delle bolle speculative è costituito comunque dall'attitudine degli individui a mettere in atto comportamenti imitativi (*herding behaviour*) ispirati all'agire comune e alle prassi maggiormente diffuse tra gli altri investitori. Si fa spesso riferimento al comportamento dei *lemmings*, piccoli roditori artici

che durante le migrazioni si gettano in mare dalla costa con un 'suicidio di massa' apparentemente senza una specifica ragione, seguendo solo un comportamento imitativo.

Chissà se la finanza comportamentale riuscirà a spiegare quello che sta succedendo oggi. In fondo, l'avidità e la paura saranno sempre alla base dei movimenti dei mercati, perché sono parte dei nostri istinti primordiali. Difficile combatterli razionalmente, ma un tentativo vale la pena farlo.

Il lieto fine del libro 'Il tulipano nero', accade solo in un romanzo.

Interessi sui Peer to Peer Lending al 26%

La Legge di Bilancio 2018 ha disciplinato il regime fiscale degli interessi rivenienti da prestiti personali erogati tramite piattaforme di *Peer to Peer Lending*. Tali piattaforme mettono in comunicazione diretta, senza che vi sia un intermediario bancario interposto, soggetti interessati rispettivamente a finanziare ed essere finanziati, tipicamente per importi ridotti e senza garanzie accessorie.

Gli interessi corrisposti dal debitore, pur qualificandosi come redditi di capitale, rientravano tra le componenti di reddito soggette a tassazione marginale (fino al 43%), concorrendo alla formazione del reddito complessivo del percettore rilevante ai fini IRPEF. Con l'entrata in vigore della Legge di Bilancio 2018, gli interessi derivanti da *Peer to Peer Lending* saranno invece assoggettati a tassazione sostitutiva con l'aliquota del 26%, da applicarsi a cura del gestore

della piattaforma (così esonerando il percettore da qualsivoglia onere dichiarativo).

La nuova disciplina si applica alle persone fisiche non imprenditori (ossia che investono i propri risparmi in via non professionale). La fattispecie è ora disciplinata da una specifica disposizione del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (art. 44, comma 1, lett. D-bis), TUIR) che individua *“i proventi derivanti da prestiti erogati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti finanziatori non professionali (piattaforme di Peer to Peer Lending) gestite da società iscritte all'albo degli intermediari finanziari di cui all'articolo 106 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, o da istituti di pagamento rientranti nell'ambito di applicazione dell'articolo 114 del medesimo testo unico di cui al decreto legislativo n. 385 del 1993, autorizzati dalla Banca d'Italia”*.

Dr. Luca Ferrari Trecate

Studio Legale Nctm Avvocati e Commercialisti
Via Agnello, 12, 20121 Milano
Telefono: 02 725511

Investimenti nel settore delle biotecnologie: C'è un medico in casa?



Rudi Van den Eynde

Quali sono i fattori chiave trainanti per la performance del settore delle biotecnologie?

Di tutti i settori portati alle stelle dalla bolla dot-com, le uniche aziende che hanno seriamente dimostrato di perdurare in questo andamento sono quelle di biotecnologie. E per alcuni buoni motivi. Attualmente, fra i primi dieci farmaci più venduti in tutto il mondo, sei sono del settore biotecnologico, incluso il "numero uno" nella classifica delle vendite: l'antinfiammatorio Humira. Il settore nel suo insieme è meno esposto alla concorrenza dei farmaci generici vista l'intrinseca complessità scientifica e le costose sperimentazioni cliniche. Anche l'attività aziendale è un fattore onnipresente, poiché le aziende ricche di denaro liquido si buttano rapidamente sulle biotecnologie di dimensioni più ridotte allo scopo di aumentare i tassi di crescita complessivi.

Tuttavia, ciò che solitamente sfugge alla maggior parte degli investitori, che non sono specialisti esperti in biotecnologie, è che il più importante fattore trainante di performance del settore è l'innovazione medica.

Che cosa significa questo per gli investitori?

Il miglioramento degli strumenti scientifici, unitamente ad una più profonda comprensione delle cause soggiacenti alle malattie, stanno conducendo a grandi miglioramenti in termini di efficacia dei farmaci e di innovazione. Questi sono i più importanti fattori trainanti di performance del prezzo della singola azione.

Per gli investitori, queste caratteristiche danno luogo, ad esempio, ad una bassa correlazione fra la

performance del settore biotecnologico e il più ampio mercato dei titoli azionari.

Le stravaganze del ciclo economico a livello più vasto sono, dopo tutto, in gran parte irrilevanti ai fini del successo o del fallimento dello sviluppo dei farmaci, che si fonda su molti anni di duro lavoro svolto in laboratorio.

E, seppure esiste una certa concorrenza in alcuni ambiti di trattamento, le singole aziende molto raramente presentano esposizioni precisamente agli stessi fattori di rischio. Quello delle biotecnologie è pertanto in larga misura un universo di gestori di fondi (stockpickers), ma richiede anche una grande conoscenza specialistica.

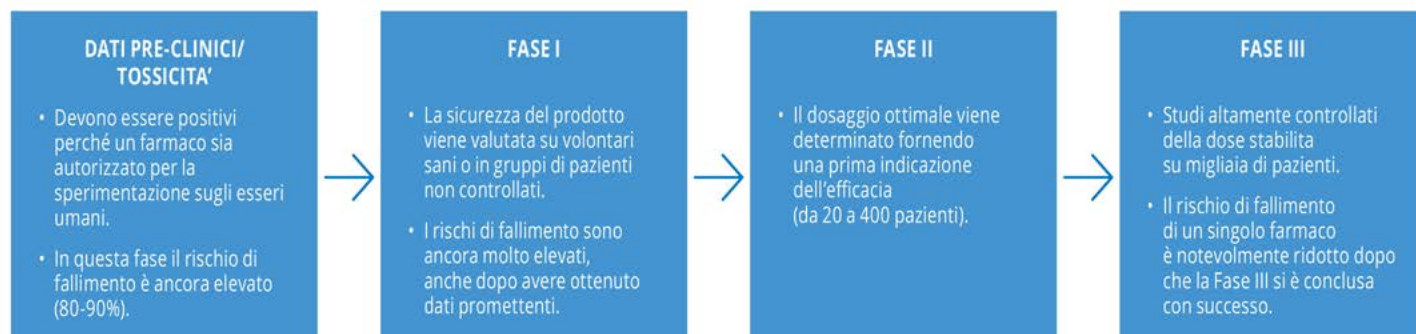
In quale fase dello sviluppo del farmaco investire nelle biotecnologie?

Nelle fasi iniziali, l'investimento può certamente rendere profitti molto alti. Tuttavia, questi rendimenti vanno inevitabilmente di pari passo con un alto livello di rischio. Sull'altro versante dello sviluppo del farmaco, esiste invece un'alta probabilità di perdere la maggior parte del potenziale profitto se si attende finché tutte le fasi cliniche dello sviluppo siano giunte al termine con successo.

Tuttavia, crediamo che vi sia un punto molto favorevole nel compromesso fra rischio e compenso che si colloca fra questi due estremi, ovvero dopo che la "Fase II" dello sviluppo di un farmaco si è conclusa con successo.

Che cosa implica uno stock picking di successo nel settore delle biotecnologie?

Le valutazioni cliniche approfondite – molto meno i modelli di valutazione – rappresentano il fattore critico che determina i rendimenti degli investimenti delle aziende di biotecnologie. I farmaci vengono sviluppati da medici, approvati da medici operanti presso gli enti regolatori e sono prescritti da medici.



Pensare come un medico e comprendere le esigenze e i processi seguiti dalla professione medica sono pertanto gli elementi chiave per la costante generazione di alpha. Ma questo è un mondo scientificamente complesso: richiede esperienza e un'approfondita conoscenza specialistica che non possono essere rapidamente o facilmente assimilate.

Che cosa differenzia Candriam in termini di dominio dell'intrinseca complessità scientifica di questo settore?

Fin dal principio, la strategia biotecnologica di Candriam è stata gestita dallo stesso gestore di fondi e, in questi ultimi 16 anni, ha sempre beneficiato di questa affidabile miscela di conoscenza ed esperienza. Contrariamente a quanto si possa intuire, i risultati delle sperimentazioni cliniche non sono sempre binari: non è sempre tutto bianco o nero. L'interpretazione dei dati richiede una profonda comprensione degli scenari della malattia, una conoscenza che, nel corso degli anni, abbiamo potuto sviluppare in modo esaustivo grazie al nostro Healthcare Team, che è stato

ampliato a 3 persone, inclusi due analisti dedicati alle biotecnologie con PhD.

La forte performance registrata dalle biotecnologie negli ultimi anni significa che il settore è ora sopravvalutato?

Molti osservatori si stanno interrogando sulla capacità del settore di confermare la robusta performance degli ultimi 5 anni, tanto più alla luce delle dichiarazioni politiche di Hillary Clinton e di altre autorità sui prezzi dei farmaci negli Stati Uniti. Confermiamo tuttavia il nostro ottimismo sul settore poiché nessun esponente politico intende ostacolare l'ondata di innovazioni in corso e, pertanto, siamo fermamente convinti che i farmaci autenticamente innovativi ed efficaci resteranno sempre fortemente remunerativi. L'innovazione non si ferma mai e i progressi più recenti, soprattutto nell'immuno-oncologia, sono stati straordinari.

Come sempre, il settore biotecnologico rimane un mondo ricco di opportunità per gestori di fondi di lunga e comprovata esperienza.

Candriam Investors Group
Via dei Bossi, 4
20121 Milano



LA NOSTRA MISSION

Abbiamo scelto di essere una banca di **consulenza** che mette al centro le persone: i collaboratori e i clienti.

Realizziamo i progetti finanziari dei nostri Clienti, affiancandoli nel perseguire i loro obiettivi.

Crediamo che oggi la banca debba diventare uno spazio che esprime trasparenza, rigore ed efficacia, dove si generano profitti e fiducia.

E noi vogliamo essere questo spazio.

LA NOSTRA VISION

Vogliamo costruire insieme il futuro del risparmio, attraverso innovazione costante, creazione di valore e qualità.

Per questo, siamo e saremo una banca indipendente, che propone ai propri Clienti solo le soluzioni migliori. **La nostra banca fa e farà sempre gli interessi delle persone.**

**ENERGIE
NUOVE.**



UN MODELLO UNICO
DI CONSULENZA FINANZIARIA
IN BANCA.

