

PUNTI DI VISTA

Newsletter di formazione e informazione economico-finanziaria a cura di Stefano Bagnoli
Anno 1, numero 5 del 30 agosto 2014.

Editoriale



Certe cose sembrano impossibili fino a quando arriva qualcuno e le fa.

Ipotesi principale di scenario

Premessa di metodo

Per analizzare le prospettive del quadro economico e dei mercati facciamo riferimento alla struttura di base della formula per la ricerca del fair value di un asset finanziario.

Il fair value di un titolo azionario è la somma attualizzata degli utili attesi, cioè gli utili futuri riportati a oggi, scontati a un tasso corretto per il rischio.

$$\frac{U_x}{i_{10} + R}$$

'**U**' rappresenta gli utili delle aziende. Nella formula sopra è espressamente l'utile atteso per l'anno x , ma per estensione diventa una proxy di tutte le dinamiche connesse con la crescita (utile delle aziende di un settore o di un sistema economico, *viste* in aggregato, oppure il PIL di zona).

'**i**' è il tasso di attualizzazione usato per riportare ad oggi gli utili futuri. E' normalmente il tasso a 10 anni, e dunque è uno dei tassi che compongono la curva dei rendimenti. Per estensione rappresenta tutte le dinamiche collegate ai tassi: tassi, orientamento della politica monetaria, inflazione e inflazione attesa.

'**R**' rappresenta il rischio. In finanza il rischio è la misura della possibilità che un evento sia diverso dalle attese: questo evento può essere l'utile atteso, la stima di PIL o di qualunque dato macroeconomico. Per estensione rappresenta tutte le dinamiche di rischio, dal rischio sistemico a quello aziendale; anche la volatilità è un elemento di rischio; ma il fattore di rischio oggi più dibattuto è il rischio geopolitico.

U. Crescita

La crescita economica americana rimane solida, sostenuta da una politica monetaria ancora espansiva nonostante la prosecuzione del tapering: il PIL è in crescita, la disoccupazione in calo, tutti gli indicatori economici si confermano a vicenda nel generare ottimismo, la crescita degli utili è costante, e i prezzi non sopravvalutano le azioni.

In Europa la situazione è diversa tra i vari paesi, ma nell'insieme la ripresa rimane incerta, sebbene sia visibile un lento, cauto miglioramento. Le sanzioni economiche contro la Russia, decise a margine del conflitto ucraino, stanno dando qualche problema ai numeri della Germania, e ne aggiungono di ulteriori all'Italia. C'è attesa per l'inizio delle misure della BCE.

i . Inflazione, tassi e politica monetaria

Fed e BCE si stanno dando il cambio alla regia di una politica monetaria espansiva di portata globale. La Fed si disimpegna da una politica monetaria espansiva durata anni, mentre la BCE ne sta mettendo in campo proprio ora gli strumenti non convenzionali.

Le misure di stimolo messe in campo dalla Fed hanno guidato l'economia USA fuori dalla crisi, fino a raggiungere la condizione quasi ottimale di oggi, con crescita non lontana dal potenziale, disoccupazione in forte calo e inflazione non più vicina a zero.

L'inflazione attesa nel 2014 è oggi del 2% in linea con la survey precedente.

La politica monetaria della Fed rimane espansiva, sebbene con bias (orientamento) restrittivo.

In Eurozona l'inflazione molto bassa, ampiamente sotto i limiti del 2% fissato dalla BCE, ha reso possibile ciò che era necessario, e cioè una vigorosa serie di misure di allentamento monetario e di incentivo al credito, misure annunciate il 5 giugno. Già in settembre sarà posta in essere la prima asta TLTRO.

L'inflazione attesa nel 2014 è oggi dello 0,60% in calo rispetto alla survey precedente (che esprimeva uno 0,70%).

La politica monetaria della BCE rimane espansiva, con bias espansivo.

R. Rischio

Come detto nella Mappa del rischio geopolitico, da qualche mese, i modelli di valutazione del rischio - ricompresi all'interno dei modelli di valutazione del fair value dei titoli azionari, basati sulla consueta struttura $FV = U / (i+R)$ - hanno iniziato a prezzare il rischio in modo diverso, più centrato sulle condizioni attuali dei fatti, e sul reale e concreto impatto delle condizioni attuali sui meccanismi di generazione degli utili aziendali, ovvero sugli utili attesi presi in aggregato, e non più sul rischio potenziale, come invece è sempre stato, e come sarebbe codificato dalle teorie classiche di valutazione fondamentale. Questo permette ai mercati di salire anche in presenza, come ora, di forti tensioni geopolitiche.



Ipotesi di scenario: analisi dei numeri economici

Negli USA la disoccupazione ha già raggiunto il target della Fed, e l'inflazione rimane abbastanza bassa da consentire ancora un orientamento monetario espansivo, ma non così bassa da essere considerata un problema.

La crescita è stata del 2,5% nel Q2 2014. Era stata dell'1,9% nel Q1 2014 e del 3,1% nel Q4 2013.

La crescita attesa oggi per il 2014 è del 2%, rivista al rialzo dall'1,7% della survey di luglio. La crescita attesa per il 2015 è del 3%, in linea con la survey precedente.

L'inflazione è stata del 2% in luglio; era stata del 2,1% in giugno, del 2,1% in maggio, 2% in aprile, 1,5% in marzo, 1,1% in febbraio. Il trend di risalita dell'inflazione è speculare al miglioramento della domanda aggregata.

L'inflazione attesa oggi per il 2014 è al 2%, in linea con la survey precedente, e anche l'inflazione attesa per il 2015 è al 2,2%, in linea con la survey precedente.

La disoccupazione è risalita al 6,2% in luglio; era stata pari al 6,1% in giugno, al 6,3% in maggio. Il target originario della Fed era il 6,5%. È atteso un ulteriore consolidamento di questo calo. La disoccupazione attesa (tasso medio dell'anno) per il 2015 è pari al 5,7%, in linea con la survey precedente.

L'impatto di questi dati sui mercati azionari USA mantiene in essere l'ipotesi di trend rialzista di medio-lungo termine. I listini americani continuano a rinnovare i loro massimi storici.

La ripresa inizia a vedersi anche in Eurozona, ma i livelli di crescita, di occupazione e di inflazione, rimangono lontani dal target e dal potenziale. Per fronteggiare questo scenario la BCE sta iniziando a mettere in campo le poderose misure annunciate il 5 giugno dal presidente Draghi. I risultati sono attesi dalla BCE in 3-6 mesi.

La crescita è stata dello 0,7% nel Q2 2014; era stata dello 0,9% nel Q1 2014, e dello 0,5% nel Q4 2013. Prima del Q4 2013 venivamo da 7 trimestri negativi.

La crescita attesa oggi per il 2014 è dell'1%, in linea con la survey precedente. La crescita attesa per il 2015 è dell'1,5%, in linea con la survey precedente.

L'inflazione è stata dello 0,4% in luglio. Era stata dello 0,5% in giugno e anche in maggio, 0,7% in aprile e 0,5% in marzo.

L'inflazione attesa oggi per il 2014 è dello 0,6%, rivista al ribasso dallo 0,7% della survey di luglio.

L'inflazione attesa per il 2015 è all'1,15%, rivista al ribasso dall'1,2% della survey di luglio.

La disoccupazione attesa per il 2014 (tasso medio dell'anno) è pari all'11,6%, rivista al ribasso dall'11,7% della survey di luglio; la disoccupazione attesa per il 2015 è pari all'11,3%, rivista al ribasso dall'11,4% della survey di luglio.

L'impatto di questi dati sui mercati azionari di Eurozona mantiene in essere l'ipotesi di trend rialzista di medio-lungo termine.



Laboratorio Economico

USA

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL REALE (A/A)	1,80	-0,30	-2,80	2,50	1,60	2,30	2,20	2,00	3,00	2,90
INFLAZIONE (A/A)	2,87	3,85	-0,35	1,63	3,17	2,08	1,48	2,00	2,20	2,20
DISOCCUPAZIONE (%)	4,60	5,80	9,30	9,60	8,90	8,10	7,40	6,20	5,70	5,40
TASSO BANCA CENTRALE	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	1,00	-

Eurozona

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL REALE (A/A)	2,90	0,40	-4,40	2,00	1,60	-0,70	-0,40	1,00	1,50	1,60
INFLAZIONE (A/A)	2,13	3,28	0,30	1,61	2,70	2,50	1,34	0,60	1,15	1,50
DISOCCUPAZIONE (%)	7,54	7,58	9,55	10,10	10,12	11,30	11,95	11,60	11,30	10,90
TASSO BANCA CENTRALE	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,13	0,13	-

Italia

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL REALE (A/A)	1,70	-1,20	-5,50	1,70	0,40	-2,40	-1,90	0,15	1,00	1,10
INFLAZIONE (A/A)	2,04	3,49	0,77	1,64	2,91	3,31	1,31	0,40	0,90	1,25
DISOCCUPAZIONE (%)	6,10	6,78	7,82	8,43	8,41	10,68	12,21	12,60	12,30	12,10
TASSO BANCA CENTRALE	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,15	0,15	-

Mondo

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL REALE (A/A)	3,93	1,55	-2,32	3,99	2,96	2,10	2,16	2,51	3,05	3,13
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,36	8,19	8,24	7,88	7,82	7,90	7,52	7,25	7,19

Ipotesi di scenario: note sulla politica monetaria

Continua la staffetta ideale tra le due banche centrali più importanti alla regia di una politica monetaria espansiva di portata globale. Mentre la BCE sta iniziando a dispiegare le poderose misure annunciate il 5 giugno, dalla parte di là dell'oceano la Fed si sta disimpegnando dall'orientamento espansivo (quantitative easing e tassi molto bassi) che aveva ispirato la sua politica monetaria negli ultimi due anni (il QE3 era stato annunciato dalla Fed il 12 settembre 2012). Continua infatti il tapering, cioè la rimozione dell'acquisto di asset, dagli iniziali 85 miliardi di dollari siamo arrivati agli attuali 25. La Federal Reserve terminerà il suo programma di acquisti di asset in ottobre (nella riunione di ottobre ci sarà una riduzione finale dell'allentamento quantitativo di 15 miliardi), ma solo se l'economia rimarrà su un percorso di crescita e se il mercato del lavoro sarà ulteriormente migliorato. La presidente Yellen ha infatti dichiarato in modo esplicito di subordinare le scelte future di politica monetaria (livello dei tassi) principalmente all'analisi del mercato del lavoro: i tassi ricominceranno a salire solo quando questo avrà dato ulteriori segni di miglioramento (disoccupazione ancora più bassa), e comunque il mercato non se li aspetta prima della seconda metà del 2015. Qualcuno nella sua view anticipa il primo rialzo al secondo quarter. Le congetture sull'effettiva data di inizio del rialzo dei tassi della Fed sono oggi l'attività più di moda tra gli economisti, e il fulcro di ogni analisi di lungo termine.

Già nota e assodata la fine degli acquisti, il discorso rimane dunque aperto solo per quanto riguarda la data in cui ricomincerà il rialzo dei tassi: a quel punto, sia l'economia, sia e soprattutto i mercati, ne risentiranno negativamente. Ma proprio quando la Fed si troverà in una condizione di politica monetaria restrittiva, ci sarà ancora una rete di protezione per i mercati azionari da parte di una politica monetaria espansiva: quella della BCE.

Dopo il taglio dei tassi, l'annuncio di un possibile inizio di acquisti nel mercato delle ABS e di altre misure non convenzionali, se sarà necessario, nella politica monetaria espansiva della BCE, già in settembre sarà posta in essere la prima asta TLTRO, struttura di operazioni di rifinanziamento a lungo termine rivolta alle banche e subordinata all'effettiva concessione di credito al settore privato (sono tutte misure decise e annunciate nel meeting del 4-5 giugno): e così come gli effetti attesi sono già stati fra le concause che hanno fatto da motore al rialzo di agosto, gli effetti reali non dovrebbero deludere le attese, quantomeno le più moderate e prudenti.

Economia e mercati globali continuano dunque a essere sostenuti da uno stimolo monetario che non sembra più di ordine ciclico, ma si è trasformato di fatto in strutturale.



Ipotesi secondaria di scenario (breve termine)

Nel breve termine il trend rimane rialzista. Sono possibili più o meno brevi correzioni, magari generate da un'improvvisa escalation in uno dei vari punti critici del rischio geopolitico. Continuano infatti a gravare sulla congiuntura elementi potenzialmente critici di ordine geopolitico: si tratta della crisi israelo-palestinese, irrisolta da sempre e irrisolvibile data la situazione in essere, e di quella ucraina, che in ogni istante potrebbero conoscere pericolose accelerazioni. Altri conflitti continuano in Siria, Iraq, Libia e altrove, ma questi, nelle condizioni attuali, non sono in grado di generare input significativamente condizionanti per i mercati azionari.

E' sempre possibile anche qualche sorpresa negativa sul fronte economico (dati macro, trimestrali delle aziende): aggregati di consenso ancora un po' troppo generosi potrebbero incontrare dati riportati meno brillanti, con relativi temporanei effetti negativi sui mercati. Instabilità geopolitica e sorprese negative sui dati potrebbero dunque essere le scintille per qualche discesa veloce, che sarà però solo una correzione, e dunque un'occasione per comprare.

E' consigliata per i prossimi mesi la ricerca di posizioni long per chi privilegia un approccio direzionale di breve termine. A chi invece usa un approccio Absolute Return, si consiglia di continuare l'accumulo di titoli non sopravvalutati, riducendo la copertura.

Mercati

Il mercato azionario americano fa ancora una volta nuovi massimi, e dopo 1.900 ha raggiunto anche il livello storico dei 2.000 punti. Nulla fa immaginare un'inversione seria di questo formidabile trend rialzista, se non per le necessarie e dovute correzioni; ma finora ogni correzione si è rivelata occasione per incrementare l'esposizione azionaria.

I mercati europei si accodano, ognuno come può. Mentre il Dax, così come l'S&P500 americano, è in prossimità dei massimi storici, l'indice Italiano, confrontando i valori di oggi con i minimi del 2012, non ha recuperato nemmeno un quarto di ciò che aveva perso dai massimi del 2000 fino a quei minimi.

Il trend di medio-lungo termine sui mercati azionari rimane rialzista, e i flussi vanno dal no risk verso il rischio, e quindi dai bond e dalle valute difensive (come JPY e CHF), verso l'azionario e valute growth sensitive (come AUD e GBP).

Nel breve i mercati azionari avrebbero oggi più di un motivo per effettuare una robusta correzione: il forte aumento del rischio geopolitico e la conformazione grafica un po' tirata dopo il prolungato rialzo, ma per il primo punto il mercato fa oggi un ripricing differente del rischio, e ha già scontato nei prezzi la negatività dello scenario, a patto però che non avvengano significative degenerazioni qualitative.

Anche il trend di breve termine rimane dunque rialzista. Superate le criticità stagionali estive, quando i mercati, con meno volumi, erano più vulnerabili a ondate di attacchi speculativi, anche qui i flussi vanno dal no risk verso il rischio, e quindi dai bond e valute difensive verso l'azionario, in particolare americano ed europeo, e verso valute growth sensitive. Una correzione è sempre possibile, e più avanza il rialzo più la correzione si fa probabile: ma sarà, appunto, solo una correzione, una pausa di questo forte rialzo, ovvero un'occasione per comprare.

Euro-dollaro

Continua il rafforzamento del dollaro contro euro, che ha raggiunto il primo target da noi previsto già vari mesi fa, ovvero l'area di fair value 1,28-1,32. Lo scenario più probabile è che ora, appena il prezzo si sarà stabilmente insediato al di sotto di quota 1,32, potrebbe formarsi un trading range tra 1,28 e 1,32 che durerà per vari mesi. Dopodiché dovrebbe riprendere il trend di rafforzamento del dollaro, guidato dall'azione di politica monetaria delle due banche centrali (un impegno sempre più espansivo della BCE, che indebolisce l'euro, e un impegno sempre meno espansivo della Fed, che rafforza il dollaro) e dalla maggiore crescita della corporate America.

Posizione suggerita su euro-dollaro per il breve termine: **cautela**.

Posizione suggerita su euro-dollaro per il medio-lungo termine: **short**.

Spazio ai mercati

Il punto di vista sui mercati

In ottica di medio-lungo termine



Il trend di medio-lungo termine sui mercati azionari rimane rialzista, e i flussi vanno dal no risk verso il rischio, e quindi dai bond e dalle valute difensive (come JPY e CHF), verso l'azionario e valute growth sensitive (come AUD e GBP).

In ottica di breve termine



Il trend di breve termine sui mercati azionari rimane rialzista, e i flussi vanno dal no risk verso il rischio, e quindi dai bond e dalle valute difensive (come JPY e CHF), verso l'azionario e valute growth sensitive (come AUD e GBP). Una correzione è sempre possibile, e più avanza il rialzo più la correzione si fa probabile. Ma sarà, appunto, solo una correzione, un'occasione per comprare.

Il punto di vista della BCE

SINTESI COMMENTATA DEL DISCORSO DI MARIO DRAGHI DEL 7 AGOSTO 2014

Introduzione

Sulla base delle nostre analisi periodiche abbiamo deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento. Le ultime informazioni indicano che la ripresa è continua e moderata in Eurozona, con un' inflazione che rimane bassa. Le politiche monetarie accomodanti hanno favorito la ripresa. Le aspettative di inflazione per il medio-lungo termine continuano a essere saldamente in linea con il nostro obiettivo di mantenere il tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2%.

Forward guidance

Il tasso di riferimento rimarrà basso per un prolungato periodo di tempo, grazie anche alle attese sull'inflazione. Il consiglio direttivo è d'accordo all'unanimità sull'utilizzo eventuale di strumenti non convenzionali di politica monetaria per contrastare l'eventuale protrarsi oltre le attese di questa fase di bassa inflazione.

A tal proposito, la BCE si è sempre mossa all'interno del proprio mandato: ci sono dei pilastri fondamentali che sono il riferimento del nostro operato. La BCE ha usato strumenti non convenzionali per rispondere a esigenze non convenzionali, rispettando e adempiendo sempre al mandato di difendere la stabilità dei prezzi. L'utilizzo passato e futuro di strumenti non convenzionali si giustifica dunque con la situazione non normale in cui ci troviamo.

Crescita

Nel primo trimestre il PIL dell'Eurozona è cresciuto dello 0,3%; nel secondo trimestre ci sono state fasi di volatilità, ma l'outlook rimane in linea con le attese. La domanda interna sarà sostenuta da vari elementi, comprese le misure di politica monetaria accomodante. Anche la domanda estera contribuirà su questo punto: tuttavia l'elevato rischio geopolitico e gli sviluppi negativi in alcune economie emergenti potrebbero comportare un rischio al ribasso nell'apporto di questa voce alla crescita.

Italia (risposta a una domanda)

Il PIL italiano ha sofferto per il basso livello degli investimenti, oltre che dei consumi: ciò non è dovuto al costo del denaro, oggi molto basso: le ragioni sono invece una domanda molto debole e una generale incertezza sul programma di riforme strutturali in Italia, che scoraggia gli investimenti (riforme del mercato del lavoro e della fiscalità). Queste riforme hanno bisogno di tempo per essere attuate e per produrre i loro effetti, ma in Italia ora servono con urgenza anche misure che abbiano un effetto immediato.

Inflazione

L'inflazione in Eurozona è stata nel mese di luglio dello 0,2%. Il tasso di inflazione resterà a livelli bassi nel 2014, per poi salire nel 2015 e nel 2016. Nel medio-lungo termine le stime di inflazione rimangono saldamente ancorate al nostro obiettivo del 2%. Negli ultimi due mesi sull'inflazione hanno inciso al ribasso anche i prezzi in calo dell'energia e il tasso di cambio dell'euro.

Credito

Sul fronte del credito è ravvisabile, anche in seguito agli interventi correttivi della BCE, un forte miglioramento dal 2012, ma è necessario continuare a rafforzare la fiducia nel settore finanziario, a migliorare il bilancio delle banche e il meccanismo di erogazione dei crediti. Il pacchetto di misure di politica monetaria decise a giugno fornirà al sistema una liquidità diffusa nel tempo: questo dovrebbe contribuire a mantenere stabili le condizioni del credito, e a riportare e mantenere il tasso di inflazione vicino al target. Stiamo inoltre lavorando per realizzare le misure annunciate in giugno.

Riforme

L'unione monetaria non è ancora completata: sono stati fatti notevoli progressi dal punto di vista monetario, nel condividere norme comuni e nel creare una unione bancaria: ma bisogna raggiungere una maggiore integrazione. I progressi fatti da alcuni paesi nel consolidamento fiscale hanno aiutato la crescita in quei paesi, ma è necessario proseguire nello sforzo per migliorare su questo punto anche negli altri paesi di Eurozona. E' il momento di condividere anche la sovranità nazionale per alcuni paesi: le riforme del mercato del lavoro devono essere regolarizzate all'interno di una disciplina unica.

Rischio geopolitico

Il rischio geopolitico è aumentato: ciò potrebbe avere un impatto pesante sull'Eurozona, ma abbiamo motivo di pensare che i rischi siano moderati, poiché ci sono interconnessioni complessivamente limitate tra le aziende europee e i paesi interessati, a partire dall'est europeo. E' comunque difficile stimare questo impatto e valutare quali sono le misure più adeguate per fronteggiarlo. In ogni modo resteremo accomodanti negli orientamenti di politica monetaria e siamo pronti a intervenire in ogni momento, se necessario, con strumenti non convenzionali.

Divaricazione delle politiche monetarie

Le politiche monetarie in Eurozona, USA, Giappone, Gran Bretagna e altri paesi, hanno intrapreso direzioni diverse, e si sono create delle divergenze di condizioni e di obiettivi. Questo è un punto fondamentale per capire in questa fase i movimenti dei mercati e in particolar modo dei cambi.

Commento

In questo meeting "estivo" della BCE, come nelle attese il presidente Draghi si è limitato a fare il punto della situazione, creando come al solito un raccordo e una rete di trasmissione degli input tra il discorso del 5 giugno e i prossimi 12 mesi.

La BCE ha mantenuto invariati i principali tassi d'interesse - rifinanziamento, depositi e Marginal lending facility - e ha rimarcato che per contrastare un eventuale protrarsi dell'inflazione ai bassi livelli attuali, o emergenze imprevedute sul fronte geopolitico, è pronta ad adottare "misure non convenzionali". L'opzione di un Quantitative easing (QE) in stile Federal Reserve rimane sul tavolo. Il periodo di bassa inflazione attuale dovrebbe durare ancora per un periodo non esteso, dopo il quale i valori di inflazione sono attesi in rialzo, e dovrebbero tornare vicini al target della Bce del 2%.

Se così non fosse, la BCE ha ancora due carte da giocare: la prima riguarda le ABS, misura già peraltro annunciata il 5 giugno. "Stiamo continuando a studiare il mercato delle Asset-backed security (ABS)". Con un intervento strutturale in acquisto della BCE nel mercato delle

cartolarizzazioni, banche e imprese potrebbero rivitalizzare i propri bilanci e aumentare la capacità di fornire liquidità all'economia reale. Inoltre, tutto ciò potrebbe spingere altri soggetti a investire nello stesso settore, alimentando un circolo virtuoso. La posta in gioco è alta: l'intero segmento delle cartolarizzazioni in Eurozona vale più di mille miliardi di euro. Il problema è che in Spagna e Italia questo mercato ha subito un rallentamento negli ultimi due anni. Colpa della scarsa fiducia degli investitori internazionali. Su questo fronte la BCE ha due opzioni: agire subito o aspettare e studiare gli sviluppi. Nel primo caso l'impatto sarebbe più diretto, ma anche più modesto. Nel secondo, gli effetti sarebbero maggiori, ma si rischia nel frattempo di innervosire il mercato. Per ora Draghi pare aver scelto la seconda strada, ma ogni opzione rimane possibile.

Per l'istituzione monetaria di Francoforte si tratterebbe di una nuova mossa estrema, dopo il lancio in giugno delle "Targeted longer-term refinancing operation (Tltro)". In realtà, le misure adottate non sono ancora riuscite a spingere le banche a dare credito alle imprese.

L'altra strada possibile è quella, politicamente più complicata, di un acquisto massiccio di bond governativi (una sorta di QE). Un'ipotesi però osteggiata dalla Germania, che la considera una violazione dello statuto della BCE - che vieta il finanziamento monetario e gli aiuti diretti ai Paesi - e con un azzardo morale elevato. Ecco perché ancora una volta Draghi ha ribadito, seppur con parole diverse dal solito, un concetto ben noto, cioè che la politica monetaria della Bce non può sostituire i governi: se non si introducono precise riforme strutturali nei Paesi meno virtuosi, le azioni della BCE non saranno sufficienti a generare crescita e ad arginare la contrazione della credibilità internazionale degli Stati in questione. Un messaggio, nemmeno troppo velato, a Francia e Italia, due economie che stanno faticando più delle altre ad agganciare la ripresa economica dell'Eurozona.



Approfondimenti. Mappa del rischio geopolitico

INTRODUZIONE

In questa fase storica i mercati convivono con un quadro geopolitico molto teso e complesso, e il rischio geopolitico è ormai una componente basilare dei modelli di valutazione. Tuttavia, già da qualche mese, i modelli di valutazione del rischio - ricompresi all'interno dei modelli di valutazione del fair value dei titoli azionari, basati sulla consueta struttura

$$FV = U / (i+R)$$

hanno iniziato a prezzare il rischio in modo diverso, più centrato sulle condizioni attuali dei fatti, e sul reale e concreto impatto delle condizioni attuali sui meccanismi di generazione degli utili aziendali, ovvero sugli utili attesi presi in aggregato, e non più sul rischio potenziale, come invece è sempre stato, e come sarebbe codificato dalle teorie classiche di valutazione fondamentale.

Questo permette ai mercati di salire anche in presenza, come ora, di forti tensioni geopolitiche.

Per 'Rischio geopolitico dell'area' si intende il rischio potenziale di una certa area, quindi il potenziale di impatto massimo sul quadro economico-finanziario di quell'evento in ipotetiche condizioni estreme.

Per 'Possibilità di recrudescenza' si intende la misura della probabilità che ciò avvenga.

Per 'Impatto sui mercati nelle condizioni attuali' si intende una valutazione dell'impatto che si sta concretamente sviluppando nella fase e alle condizioni attuali.

La valutazione ha 7 gradi: nullo, basso, medio-basso, medio, medio-alto, alto e molto alto.

UCRAINA

Gli ultimi anni in Ucraina sono stati scanditi da un confronto serrato tra le ipotesi di un rafforzamento dei rapporti con la Russia, voluto da una parte degli ucraini, oppure con l'Europa e l'Occidente, voluto dall'altra parte. Tra questi il *Pravy Sektor*, un collettivo paramilitare ultranazionalista e di estrema destra. E' stato questo il maggiore protagonista della protesta del *Maidan* (la piazza) di Kiev che iniziarono la notte del 21 novembre 2013, dopo che il governo ucraino filo-russo aveva sospeso i preparativi per la firma di un accordo di associazione e di libero scambio con l'Unione Europea, a favore della ripresa di relazioni economiche più strette con la Russia. Dopo una serie di scontri, manifestazioni da una parte e dall'altra, e dopo la fuga dell'ex presidente filo-russo Janukovyc, si è insediato a Kiev un nuovo governo filo-occidentale. Era ormai chiaro il successo politico della compagine filo-occidentale. Gli aggregati di popolazione più favorevoli a contatti privilegiati con la Russia sono perlopiù concentrati nel sud e nell'est dell'Ucraina. E così, nell'escalation degli eventi, in un clima sempre più teso, tra maggio e giugno la Crimea e le regioni (*oblast*) facenti capo ai territori delle città di Donetsk e Luhansk hanno proclamato l'indipendenza dall'Ucraina con più o meno frettolosi referendum. Subito dopo il referendum in Crimea, che a differenza degli altri due era stato



programmato da tempo, l'esercito russo ne ha occupato il territorio, suscitando le proteste dell'Occidente, e mandando un messaggio molto chiaro a Washington. Qualche tempo dopo l'esercito ucraino ha iniziato ad attaccare i territori secessionisti del Donbas, con esclusione della Crimea, già annessa alla Russia, cingendo d'assedio e bombardando le città, con un enorme numero di morti, soprattutto civili. Gli sviluppi successivi della guerra e l'evidente appoggio russo ai separatisti dell'est (armi e finanziamenti, ma anche volontari civili, ex militari, consiglieri militari, e - non confermato - alcune centinaia di *specnaz*, unità scelte dei corpi speciali russi) hanno portato gli Usa e la comunità internazionale ad imporre alla Russia pesanti sanzioni economiche, che in realtà hanno pesato molto anche sui suoi partner commerciali europei, come la Germania e l'Italia. Per inciso, è ugualmente certa anche una analoga presenza americana, in termini di *contractor*, cioè mercenari; inoltre, fonti russe e filo-russe dichiarano che sono stati feriti e catturati anche ufficiali dell'esercito americano. Anche la Russia, a sua volta, ha reagito con sanzioni economiche analoghe a quelle subite.

Dovrebbe ora essere chiaro che in Ucraina non si tratta di una tensione regionale temporanea, destinata a risolversi velocemente. Il problema non è solo un attrito tra diverse componenti della popolazione ucraina; in questo caso la faccenda si risolverebbe in fretta per via diplomatica, con la creazione di uno stato federale, o con un veloce conflitto interno che dividerebbe l'Ucraina in due parti, una filo-russa e una filo-occidentale. Qui la partita è molto più complessa, e sottende il malcelato rinnovarsi di uno scontro storico tra le due maggiori superpotenze, in un nuovo clima di Guerra Fredda, laddove la Russia (e anche la Cina) coltivano mire espansionistiche rilevanti, e sempre meno segrete. Senza entrare nel merito, bisogna avere ben chiaro che in Ucraina la posta in gioco è molto alta. E la soluzione non è vicina.

Rischio geopolitico dell'area: molto alto

Impatto sui mercati nelle condizioni attuali: medio

Possibilità di recrudescenza nel breve termine: media



MEDIO ORIENTE. CONSIDERAZIONI GENERALI

Siria e Iraq sono entrambi attanagliati da guerre civili cruente, in cui la durata, il numero dei morti, la ferocia degli scontri e la caotica complessità degli schieramenti aprono scenari molto incerti sul futuro dell'intera zona.

Per capire l'essenza di questi conflitti è necessario chiarire alcuni elementi di base:

L'Islam si divide in due principali correnti: quella sunnita, maggioritaria in quasi tutto il mondo arabo, e quella sciita, dominante in Iran, Iraq, Oman, Libano e Bahrein.

Per le frange più integraliste sull'interpretazione del Corano, l'appartenenza religiosa, per chi nasce all'interno del mondo islamico, è un obbligo la cui mancata osservanza comporta la pena di morte.

Sia l'ex leader iracheno Saddam Hussein, sia l'attuale presidente siriano Bashar al-Assad, sono rimasti estranei all'ortodossia religiosa, provenendo entrambi dalla corrente degli Alawiti, che ispira il partito Ba'ath, di cui entrambi fanno parte. Per inciso anche l'ex leader libico Gheddafi era un laico. Non è stato dunque difficile per chi voleva attaccarli creare contro di loro un fronte integralista.



I due conflitti sono fortemente collegati sia dalla vicinanza geografica, sia dalla contiguità politica, religiosa, ideologica o di interesse degli schieramenti contrapposti (anche se nelle questioni relative a quest'area la logica dell'appartenenza ideologica o religiosa passa in secondo piano, e le alleanze si formano e si disfano molto velocemente), sia dalla religiosità moderata dei loro leader storici. Un ulteriore comune denominatore che di fatto ha unito i due scenari, se non altro militarmente, è la presenza su entrambi i fronti di uno dei gruppi islamici sunniti più estremisti: un'organizzazione molto particolare che si autodefinisce come "stato" e non come gruppo, lo Stato Islamico dell'Iraq e del Levante, o ISIS.

Tutti i conflitti dell'area vicino o medio-orientale sono caratterizzati da un complesso e dinamico intreccio di unioni e contrapposizioni tra differenti etnie e/o correnti religiose. Per capire appieno ciò bisogna considerare che tutto il "Medio Oriente", escluse le aree urbane, risulta un magmatico agglomerato di tribù che si uniscono o combattono fra loro per motivi confessionali e/o territoriali. Nomadismo e sedentarietà accentrata nelle oasi sono all'origine di questo tipo di distribuzione della popolazione, e della sua suddivisione in tribù. Governi esterni a quest'area tentano da decenni di ottenere vantaggi economici o strategico-militari sfruttando e accentuando questa mancanza strutturale di coesione, costituendo e modificando alleanze con logiche di breve o di medio termine.

Da almeno un decennio, però, anche sullo sfondo di questo frastagliato scenario di guerra, si rivela sempre più il vero contrapporsi di quest'epoca tra il blocco occidentale USA-Europa da una parte e quello russo-cinese dall'altra.

SIRIA

La guerra civile siriana è un conflitto in corso dal 2012 che vede contrapposte militarmente le forze governative a quelle dell'opposizione, e che viene inserito nel contesto più ampio della Primavera araba.



A causa della posizione strategica della Siria, della strutturale instabilità dell'area, dei suoi legami internazionali e del perdurare della guerra, la crisi ha coinvolto i paesi confinanti e l'intera comunità internazionale.

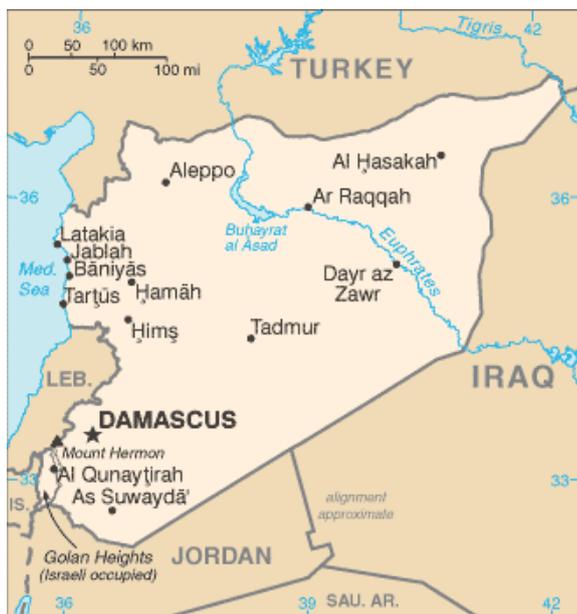
Come tutte le tensioni all'interno della Primavera araba, anche qui il fine del fronte oppositore era di smembrare la leadership politica, in questo caso far dimettere il presidente Bashar al-Assad e la struttura istituzionale monopartitica del Partito Ba'ath: da notare che sia Assad sia i vertici del partito appartengono alla comunità religiosa alawita, una branca dello sciismo. Ecco perchè le nazioni a maggioranza sciita, come Iran e Iraq, sono intervenute a fianco del governo siriano. Sia combattenti iracheni che iraniani sono presenti a fianco dell'esercito regolare siriano. Il fronte dei ribelli è invece stato sostenuto dalla Turchia e soprattutto dai Paesi sunniti del Golfo, in particolare Arabia Saudita e Qatar che mirano a contrastare la presenza sciita in Medio Oriente. In ambito ONU si è verificata una profonda spaccatura tra Stati Uniti, Francia e Regno Unito che hanno espresso sostegno ai ribelli e Cina e Russia che invece sostengono il governo siriano, sia in ambito diplomatico che militare.

In questa fase lo scontro prosegue senza che nessuno dei contendenti ottenga un vantaggio significativo. L'unica cosa stabile è che le alleanze in questa guerra si modificano velocemente, e ora tutti si rendono conto della pericolosità dell'ISIS, non solo i nemici siriani, ma anche gli americani che li hanno supportati e armati (e la cosa non è un segreto, ma è pacificamente visibile su wikipedia).

Rischio geopolitico dell'area: medio

Impatto sui mercati nelle condizioni attuali: basso

Possibilità di recrudescenza nel breve termine: medio-bassa



IRAQ



Dopo il quasi totale disimpegno militare americano, completato nel 2011, e privato da ormai 11 anni della leadership di Saddam Hussein, l'Iraq è caduto in una guerra civile complessa e dagli sviluppi imprevedibili. Tra i contendenti interni la maggioranza sciita, ora al potere, con l'appoggio americano, i curdi, abitanti del nord, anch'essi occasionali alleati degli americani, e i sunniti, la minoranza che guidata da Saddam Hussein ha mantenuto il potere fino al 2003.

In questa fase continua l'avanzata dell'ISIS, gruppo integralista sunnita, che sta ottenendo vittorie militari e strategiche sull'esercito iracheno e sul governo di Baghdad. Il controllo ormai di una vasta superficie del territorio iracheno e la posizione di forza anche in Siria, oltre a fornire all'ISIS una migliore organizzazione logistica, nuovi armamenti e riserve valutarie, ha posto gli estremisti sunniti in una posizione di vantaggio a prescindere dall'evoluzione futura degli eventi nel nord dell'Iraq. Anche le forze di sicurezza curde, i *Peshmerga*, hanno ottenuto una sostanziale vittoria strategica espandendosi a sud, conquistando senza colpo ferire Kirkuk e proponendosi come la vera forza d'interposizione contro l'ISIS. Chi invece è uscito sconfitto dagli eventi delle ultime settimane è il governo di Baghdad con il suo esercito.

Rischio geopolitico dell'area: medio

Impatto sui mercati nelle condizioni attuali: basso

Possibilità di recrudescenza nel breve termine: medio-bassa



PALESTINA

Nessuna zona mondo è più travagliata di questa, dove un intreccio complesso di ragioni storiche, economiche, culturali, etniche e soprattutto religiose crea uno strutturale scenario di conflitto, per il quale una soluzione definitiva diversa dalla guerra appare pressoché impossibile. Israele e la Palestina sono due popoli divisi da molti aspetti, entrambi vittime della storia di grandi ingiustizie. La ripartizione dei territori è stata fatta a tavolino dai vincitori della Seconda Guerra Mondiale, senza alcuna attenzione agli elementi critici che si andavano ad innescare. La stessa terra è oggi passaggio obbligato delle condotte di petrolio che raggiungono il mare, e in Palestina sono stati scoperti giacimenti di petrolio e di gas. Ma soprattutto, e da sempre questa è l'origine dei problemi, Gerusalemme è un luogo di culto fondamentale per ben tre religioni, i tre monoteismi mediterranei: cristianesimo, ebraismo e islam. Ne è derivato un contesto di guerra pressoché senza interruzioni per tutto il corso della storia (si pensi alle invasioni ottomane o alle crociate). Il conflitto arabo-israeliano moderno è un conflitto politico-militare che dall'inizio del



un'unica terra per
nel corso della



Novecento, a fasi alterne, abbraccia circa un secolo di tensioni politiche e ostilità e che vede contrapposti Israele da una parte e gli stati arabi circostanti dall'altra. Israele rivendica il proprio diritto a esistere, e con la sua maggiore efficienza, tecnologia, organizzazione economica in ogni ambito, oltre a una notevole superiorità militare, impone il suo ruolo egemone in tutta l'area. Il mondo arabo non ha mai riconosciuto lo stato di Israele, e sia per motivi politici, sia per motivi religiosi, tenta da sempre di organizzare un fronte comune per eliminarlo militarmente. Con questi presupposti è facile capire che, a meno di clamorosi eventi, la pace in questa zona sarà sempre solo un intermezzo aleatorio tra un conflitto e l'altro.

In questa fase, nella zona di interferenza israelo-palestinese si inasprisce il conflitto. La nuova escalation degli scontri e delle prese di posizione dei contendenti il continuo incremento del numero dei morti, in un sempre più insormontabile "muro contro muro", rende sempre più complicata la strada negoziale, dove comunque è febbrile l'impegno delle diplomazie arabe ed europee. Le possibilità di soluzione anche a breve termine sono basse.

Rischio geopolitico dell'area: alto

Impatto sui mercati nelle condizioni attuali: basso

Possibilità di recrudescenza nel breve termine: media

LIBIA

Dopo l'eliminazione del dittatore leader Gheddafi, anche la Libia è nel caos. La guerra civile imperversa anche qui, con scontri fra islamici e non islamici, e tra fazioni, clan e famiglie all'interno degli stessi schieramenti.



Rischio geopolitico dell'area: basso

Impatto sui mercati nelle condizioni attuali: nullo

Possibilità di recrudescenza: bassa

CONFLITTI DIMENTICATI

Stando ai dati che emergono dall'indagine effettuata dall'istituto di Heildeberg, riguardo ai conflitti internazionali, il 2013 sarebbe stato quello che ha fatto registrare il maggior numero di guerre nel mondo, dalla fine della seconda guerra mondiale. I conflitti a livello mondiale sono stati 414, quarantacinque dei quali classificati come molto violenti e venti di questi catalogati come guerre, con un incremento di circa il 10% rispetto all'anno precedente.

In Africa nella sola regione sub sahariana si annoverano la metà di tutti i conflitti classificati come guerre. Almeno cinque situazioni di conflitto armato del genere più violento hanno coinvolto il Sudan, mentre nella Repubblica Democratica del Congo, in Mali, nella Repubblica Centrafricana, in Nigeria ed in Somalia, sono state combattute delle vere e proprie guerre.

Nel Medio Oriente, oltre a Siria e Iraq si è combattuto in Egitto, nello Yemen e in Afghanistan (dove continua la convivenza armata tra il governo e i talebani); il conflitto palestinese si è riaperto quest'anno; in Asia situazioni di guerra si sono verificate in Pakistan e nelle Filippine. Altri paesi con forti tensioni o scenari di instabilità sono Indonesia, Thailandia e Birmania.

In America solo Messico e Colombia sono stati sede di combattimenti, in genere legati alla lotta fra i cartelli che si disputano il narcotraffico.

Ma la lista di tutte le guerre o scenari di tensione è molto più lunga. L'impatto sui mercati finanziari di questi scenari è pressoché nullo; tuttavia essi rappresentano forti condizionamenti negli scambi commerciali, e spesso sono terreni di confronto militare tra il blocco USA-Europa e quello Russia-Cina, e dunque esercitano comunque qualche influenza sul quadro economico e nello scacchiere delle alleanze e degli equilibri internazionali.

Rischio geopolitico di queste aree in aggregato: basso

Impatto sui mercati nelle condizioni attuali: nullo

Possibilità di recrudescenza: medio-bassa

SFIDE NEI CIELI

Sono significativi e inquietanti due episodi, a distanza di pochi giorni, di interferenza tra mezzi aerei militari o di sconfinamento aereo con fini dimostrativi.

1) A inizio agosto un bombardiere nucleare russo armato ha sorvolato i cieli dell'Alaska, ovvero il territorio americano (fonte: Class CNBC).

2) "Un caccia cinese ha sfiorato per tre volte un aereo militare americano sopra le acque internazionali a Est della Cina, martedì scorso (il 19 agosto, n.d.r.). Lo ha reso noto il Pentagono. Il caccia cinese, armato, si è avvicinato a meno di dieci metri dall'aereo americano, un P8 Poseidon di sorveglianza marittima, che svolgeva una missione di routine. Per il vice il consigliere della sicurezza nazionale della Casa Bianca è stata 'una grave provocazione'. (da il Sole 24Ore di sabato 23 agosto 2014, pagina 7, articolo dal titolo: "Scontro sfiorato tra caccia cinese e jet americano").

Rischio geopolitico del fattore: molto alto

Impatto sui mercati nelle condizioni attuali: nullo

Possibilità di recrudescenza: bassa



Operatività

Premessa. Per essere vincenti sui mercati la **scelta dei titoli migliori** è solo uno dei fattori necessari. Serve anche la **comprensione della congiuntura economico-finanziaria**, per elaborare un'ipotesi sul movimento più probabile del mercato, che inevitabilmente influenza (più o meno a seconda del beta) tutti i titoli. Serve un'idea del **timing giusto per entrare sui titoli**. Su questo (e solo su questo) punto è utile l'analisi tecnica. Operando con grossi capitali è opportuno avere un approccio Absolute Return, e predisporre una **copertura**.

(Regola generale; già scritto nelle precedente Newsletter).

Vediamo come è andato il portafoglio esposto nella Newsletter di Luglio. Si tratta, ripetiamo, di un portafoglio tipo, composto da titoli che nei prossimi 12 mesi faranno meglio dei competitor e in aggregato meglio dell'indice S&P 500, assunto come benchmark di rendimento. Il portafoglio è strutturato in modo da pesare in modo equilibrato i settori, la ricerca di performance e il rischio.

TITOLO	PREZZO 17 LUGLIO	PREZZO 29 AGOSTO	VARIAZIONE %	VALORE 17 LUGLIO (1)	VALORE OGGI (1)	RISULTATO
MICROSOFT	44,53	48,88	+8,9%	10.000	10.890	
APPLE	93,09	102,25	+8,95%	10.000	10.895	
FACEBOOK	66,41	73,86	+10,09%	10.000	11.009	
GOOGLE	580,82	582,36	+0,26%	10.000	10.026	
BANK OF NEW YORK MELLON	38,00	39,18	+3,01%	10.000	10.301	
JAZZ PHARMACEUTICAL	141,65	162,92	+13,05	10.000	11.305	
PRICELINE	1201,37	1250,71	+3,94	10.000	10.394	
INTESA SANPAOLO	2,228	2,262	+1,50%	10.000	10.150	
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA	6,51	6,42	-1,40%	10.000	9.860	
ENI	19,48	18,75	-3,89%	10.000	9.611	
ENEL GREEN POWER	2,038	2,10	2,95%	10.000	10.295	
FIAT	7,705	7,44	-3,56%	10.000	9.644	
ATLANTIA	19,88	19,32	-2,90%	10.000	9.710	
FINMECCANICA	7,246	7,12	-1,77%	10.000	9.823	
Totale al 29 agosto				140.000	143.913	+3.913

(1) immaginando di avere investito 10.000 euro su ognuno dei titoli

Era suggerita una copertura al 70% che andava fatta (a dire il vero non era indicato), con il future sul mercato più debole, dei due interessati dagli acquisti, ovvero il FIB italiano.

Alla data del 17 luglio il FIB ha chiuso a 20.650.

Alla data del 29 agosto il FIB ha chiuso a 20.437.

Per coprire un valore nominale di 140.000 euro al 70% (come è nell'esempio della tabella), occorre 1,36 FIB. Il raggiungimento della copertura indicata poteva essere ottenuto con 1 FIB contratto intero, 1 MINIFIB contratto intero (e siamo a 1,20 FIB), più 0,15 FIB ottenuto con i CFD.

Il guadagno ottenuto con la copertura sarebbe stato pari a 213 punti x 5 euro di valore per ogni punto di FIB x 1,36 contratti di FIB = 1.448,5 euro.

Il guadagno totale della strategia sarebbe stato nel periodo 17 luglio / 29 agosto pari a 3.913 (parte azionaria) + 1.448,50 euro (copertura), per un totale di 5.361,50 euro su 140.000 euro investiti, con una performance lorda del 3,82% in un mese e 12 giorni, ottenuto con strategia absolute return, dunque fortemente votata al controllo del rischio.

I conteggi sono al lordo di commissioni e tasse.

Per il trading su futures su indici azionari vedere pagina 7.

Per il trading su euro-dollaro vedere pagina 8.

=====

**STEFANO BAGNOLI
ECONOMISTA, ADVISOR,
TRADER E FORMATORE
TELEFONO 0587.350946
EMAIL: ESSEBIFINANZA@TIN.IT
SKYPE: STEFANO.BAGNOLI.TOPTRADER**

