

PUNTI DI VISTA

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA
ANALISI, RICERCHE E TESTI A CURA DI STEFANO BAGNOLI
ANNO 2, NUMERO 4 DEL 21 APRILE 2015.

EDITORIALE



*E un giorno arrivai lì.
Lo spettacolo dei colli mi si parò davanti
e rimasi fulminato.
Il mio unico merito fu quello
di non chiudere gli occhi.
Rimasi lì per sempre..*

IN QUESTO NUMERO:

Ipotesi principale di scenario:
pag.2

Considerazioni generali sulla fase storica attuale: pag.6

Mercati: pag.9

Schema dei mercati: pag.13

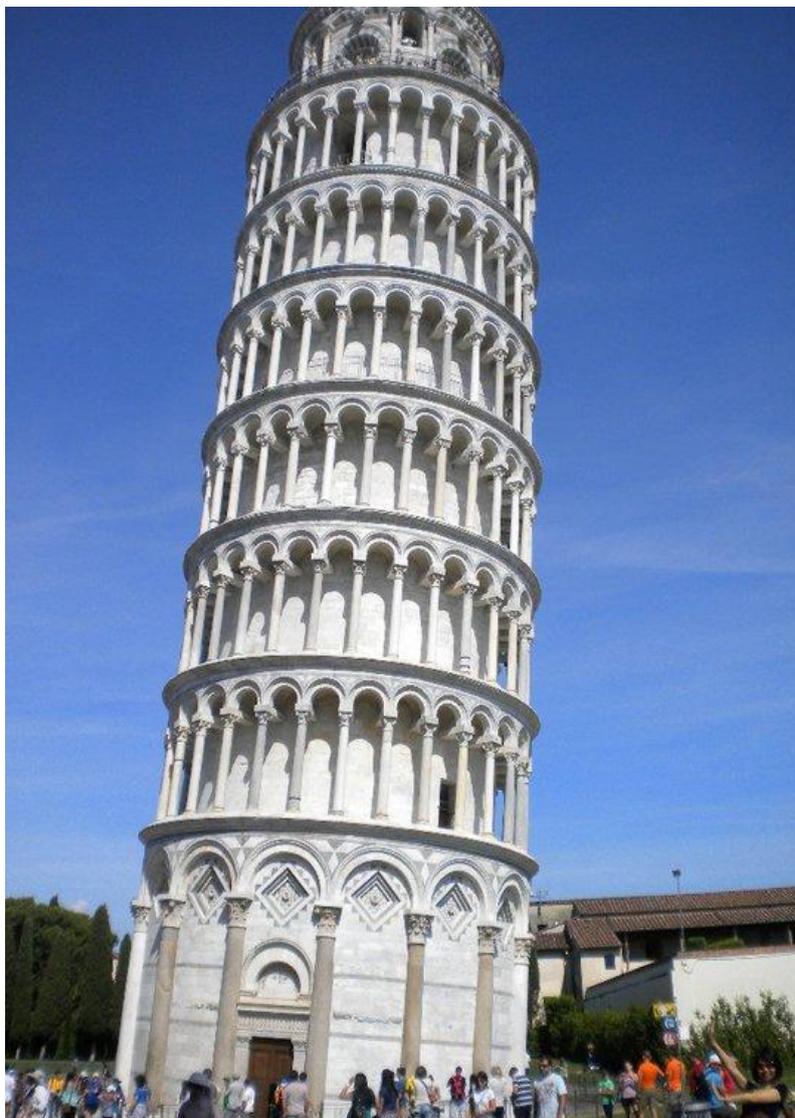
Laboratorio economico: ag.14

Il punto di vista della BCE:
pag.15

Global market overview:
pag.18

Il quadrilatero dell'analisi:
pag.19

Operatività: pag.22



IPOTESI PRINCIPALE DI SCENARIO

Analisi economica

La crescita economica americana rimane solida, sostenuta da una politica monetaria ancora espansiva relativamente al livello dei tassi, nonostante l'orientamento ormai dichiaratamente restrittivo della Fed. La crescita per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, al 2,90% dal 3,10 precedente, e al 2,85% per il 2016. L'inflazione attesa per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, allo 0,20%, in ribasso dallo 0,50 precedente e dallo 0,85 di febbraio, e al 2,20% per il 2016. Ricordiamo che la Fed auspica, come la BCE, un tasso vicino ma inferiore al 2%. La disoccupazione è attesa al 5,40% per l'intero 2015 e al 5% per il 2016, in linea con i dati di consenso precedenti. Questo lieve rallentamento delle stime su crescita e inflazione, unito ad un quadro di dati macro generalmente peggiore delle attese negli ultimi due mesi (da cui il rallentamento delle stime ha origine) diventa importante non per l'entità, ma per il suo impatto potenziale sul timing di inizio dei rialzi dei tassi da parte della Fed. La nostra view, così come il consenso degli analisti, si focalizzava sul terzo quarter del 2015, con preferenza per il mese di luglio. Ma tale contesto di moderata decelerazione della crescita attesa e soprattutto di marcata flessione dell'inflazione attesa (dovuta in gran parte al prezzo del petrolio che rimane su valori bassi) **orienta la nostra view e il consenso**

degli analisti per l'inizio dei rialzi sul mese di settembre. L'inizio del ciclo di rialzi dei tassi della Fed impatterà negativamente sui mercati azionari americani e globali, e dunque questo leggero peggioramento del quadro economico si trasforma in realtà sui mercati in una condizione favorevole alla prosecuzione del rialzo.

Peraltro nelle earning season le aziende USA in aggregato continuano a battere sistematicamente il consenso: ne deriva che **la crescita degli utili è costante e i prezzi ancora oggi non sopravvalutano le azioni. Permangono dunque le condizioni per una prosecuzione del rialzo dei listini azionari americani almeno fino al terzo quarter.**

In Eurozona la situazione è diversa tra i vari paesi componenti: nell'insieme la ripresa rimane incerta ma in miglioramento. La crescita per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, a +1,30%, e all'1,60% per il 2016, in leggero miglioramento rispetto ai dati di consenso precedenti. L'inflazione attesa per il 2015 è oggi a 0, con revisione al rialzo; l'inflazione attesa per il 2016 è all'1,20%. Le ultime rilevazioni sull'inflazione hanno mostrato un leggero aumento, e anche le stime per il 2015 e per i due anni successivi sono state invece riviste al rialzo, contestualmente a una view sul prezzo del petrolio in rialzo, oltre ovviamente all'ipotesi di una ripresa della domanda aggregata. La disoccupazione rimane alta: 11,20% il dato atteso per il 2015 e 10,90% per il 2016, in linea con le stime precedenti.

Il QE della BCE continua a produrre notevoli effetti positivi su tutti i piani economici caratterizzati da logiche quantitative, comparative e/o di flusso, oltre alle dinamiche di fiducia. Il forte deprezzamento dell'euro che ne è derivato favorisce le esportazioni e il turismo, ma soprattutto i rendimenti scesi in modo generalizzato su tutte le curve, hanno ridotto la spesa per il debito dei paesi, e il costo di finanziamento per famiglie e imprese, aumentando i livelli di fiducia e dunque rafforzando lentamente la domanda aggregata. Tutto ciò ha creato e sta creando condizioni sempre più favorevoli per la ripresa economica da un lato, e per un flusso strutturale dei capitali verso il rischio, cosa che garantirà una prosecuzione del rialzo sui mercati azionari per almeno altri 3-6 mesi. Tuttavia rimane diversa e quantomeno incerta la valutazione degli effetti del QE sul quadro economico di Eurozona nel lungo termine. L'analisi sistemica evidenzia ancora la necessità di interventi radicali e urgenti della politica dei singoli stati sul lato delle riforme strutturali, come Draghi ripete da anni. Qualche progresso si vede, ma non è sufficiente. E se queste dovessero continuare a mancare, o ad essere posticipate, il QE diventerà facilmente l'ennesimo vano tentativo di comprare tempo che poi la politica sprecherà, senza portare ad una soluzione del problema. In questo caso lo scenario di lungo termine (ovvero guardando oltre l'orizzonte temporale entro il quale si svilupperanno gli effetti positivi del QE) non sarebbe propriamente dei migliori.



In ogni modo, considerando gli effetti del QE europeo e delle altre misure di stimolo monetario già posto in essere dalla BCE, il perdurante ritmo di crescita dell'economia e dei listini americani, e le condizioni di oggettiva sottovalutazione prospettica delle aziende europee nel caso di uno scenario stabile, e a questo punto anche lo spostarsi in avanti del consenso sull'inizio dei rialzi della Fed, è possibile riconfermare una view rialzista di medio termine (diciamo almeno sino alla fine dell'estate) sui mercati azionari di Eurozona e globali. Diversa è invece la valutazione in un orizzonte di lungo termine.

La politica monetaria

Prosegue la staffetta tra Fed e BCE alla regia di una politica monetaria espansiva di portata globale. Mentre la Fed si disimpegna progressivamente da una politica monetaria espansiva durata anni, in Eurozona la BCE, sollecitata da un quadro generale lontano dagli obiettivi, ha iniziato e continua a metterne in campo gli strumenti convenzionali e non convenzionali.

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

La politica monetaria della BCE è fortemente espansiva, con bias espansivo.

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

La politica monetaria della BCE è **fortemente espansiva**,
con bias **espansivo**.

Valutazioni di lungo termine

Se nel secondo semestre del 2014 il tema più semplice per l'operatività era stato lo short su euro-dollaro, che abbiamo seguito fin da maggio e che peraltro continua, nel 2015 il driver e punto nodale della nostra forward guidance sui mercati e sull'intero quadro economico-finanziario sarà il prezzo del petrolio. I futures sul petrolio nelle scadenze più lontane rivelano con chiarezza la dinamica rialzista del prossimo futuro; senza contare che anche le stesse banche centrali l'hanno detto più o meno esplicitamente.

Le nostre stime sono per un rialzo del prezzo del WTI nella seconda metà dell'anno almeno fino a 65-70 dollari. Ciò impatterà in modo rialzista sull'inflazione americana, che salirà velocemente al di sopra del target del 2% fissato dalla Fed. A quel punto la Fed inizierà subito il suo ciclo di rialzo dei tassi. Un rialzo al mese di 25 bp, per vari mesi, alla ricerca dinamica dell'equilibrio voluto dalla Banca Centrale. Un rialzo che rimarrà su livelli molto più moderati rispetto agli ultimi cicli, e non dovrebbe spingersi al di sopra del 3% (contro il 5,25% tasso più alto nel 2006, o il 6,5% tasso più alto nel 2000). E che tuttavia sarà il detonatore di una serie di effetti a catena che partendo proprio dal rialzo dei tassi arriverà fino ai mercati azionari, determinandone probabilmente un'inversione di lungo termine, o quantomeno l'inizio di una lunga fase laterale. Nel primo caso, in assenza di particolari congiunture negative sul fronte geopolitico, che al momento non siamo in grado di prevedere, sebbene la probabilità sia tutt'altro che marginale, dovrebbe trattarsi di una discesa di due o tre anni, che permetteranno al ciclo economico di realizzare il suo percorso, fino a tornare ad un nuovo ciclo di ribasso dei tassi, che riporterà anche i mercati azionari alle condizioni ottimali per una nuova salita (approssimativamente nell'ultima parte del decennio).

Tabella del consenso degli analisti sull'inizio dei rialzi dei tassi da parte della Fed. Dati di marzo e dati attuali (aprile). I numeri indicano le percentuali fatto cento il totale degli analisti. (fonte Bloomberg)

	Dati di marzo	Dati di aprile
GIUGNO 2015	45,5	14
LUGLIO 2015	12,1	5,3
SETTEMBRE 2015	31,8	70,2
OTTOBRE 2015	4,5	5,3
DICEMBRE 2015	1,5	1,8
DA GENNAIO 2016	1,6	0
NESSUN RIALZO ALL'ORIZZONTE	3	3,4

CONSIDERAZIONI GENERALI SULLA FASE STORICA ATTUALE

Non ho mai avuto una stima immensa per l'analisi tecnica, ma c'è un concetto che apprezzo molto, con cui iniziano tutti i manuali di questa disciplina: "trend is your friend", il trend è tuo amico, bisogna sempre seguire il trend. Eppure, nonostante il trend rialzista sia evidentissimo, in questa fase molti operatori, privati ma anche istituzionali, sono fuori dal mercato. Sui social network o sui media in genere si sentono spesso frasi come "siamo sui massimi, i prezzi delle azioni sono troppo cari", "i rapporti tra prezzo e utile sono storicamente tirati", "per l'analisi tecnica siamo in ipercomprato", "noi facciamo considerazioni di investimento, non di scommessa". Tutti costoro il rialzo lo stanno guardando sui monitor, con un senso di frustrazione e di rabbia. Sono usciti troppo presto dal mercato, non sono più rientrati e non trovano il coraggio o il senso logico per farlo ora.

La spiegazione di questo errore operativo va ricercata nel fatto che oggi ogni struttura di analisi dovrebbe essere necessariamente dinamica, se vuole risultare efficace, perché dinamico è il contesto che si vuole studiare, e soprattutto completa, cioè non basata solo sui grafici ma anche sui reali motivi economici che determinano i movimenti dei mercati. Ne abbiamo già parlato ma torniamo sull'argomento con nuove riflessioni.

Il quadro economico generale continua a presentare una divaricazione sostanziale. La crisi percepita dalla gente è tutt'altro che finita, e la sensazione diffusa è che le cose stiano continuando a peggiorare. È un'evidenza. Il fatto però è che esistono piani diversi e bisogna prendere atto che ormai da anni essi sono talmente scollegati da avere spesso andamenti opposti. Esiste un'economia reale vissuta quotidianamente dalla gente, ed esiste un'economia dei numeri che interessa le grandi aziende quotate ed è collegata ai mercati finanziari. La prima è in crisi, e forse ancora per molto tempo ci resterà. La seconda da anni è sostenuta dall'azione forte delle banche centrali, e a differenza dell'altra è anzi quasi all'apice del suo ciclo. All'inizio della crisi il piano di intervento delle banche centrali ha messo in campo le misure convenzionali di politica monetaria espansiva: i tassi sono stati gradualmente portati vicino a zero sia in Eurozona che negli Stati Uniti, e si è perseguita la massima espansione della massa monetaria. Queste misure finora erano sempre state in grado di migliorare tutti segmenti dell'economia, comprese le famiglie, le piccole-medie imprese e i piani più bassi dell'economia reale. Ma le ferite inferte al sistema occidentale dall'ultima crisi, unite ad alcune modificazioni strutturali intervenute negli ultimi 150 anni (dalla tendenza al calo demografico, compensato in parte dai flussi migratori, alla modifica degli equilibri planetari con la comparsa di nuovi player, dall'inefficienza irreversibile del sistema in tutte le sue parti alla sempre maggiore disoccupazione che deriva come effetto collaterale di uno sviluppo di massa della tecnologia e della tecnica, e ancora dal timore di un prossimo esaurimento delle fonti di energia di origine fossile, soprattutto petrolio, fino al punto da solo più importante di tutti gli altri: la crisi del sistema dei valori e delle regole che avevano determinato il successo della civiltà occidentale, crisi che da vari decenni sta deteriorando la struttura del sistema in ogni sua parte componente) hanno creato danni così profondi da rendere ormai inadeguate le normali misure di politica monetaria che fino ad ora, nel consueto avvicinarsi dei cicli economici, erano sempre state sufficienti a ripristinare condizioni positive, anche nell'imperversare delle crisi peggiori. Quelle misure oggi non bastano più. I policy maker ne hanno da tempo preso atto, e hanno iniziato a pensare a nuove misure, non convenzionali. Sono nati così i software HFT, high frequency trading, che accompagnano i mercati nello sviluppo dei loro trend. È nata la politica monetaria verbale, che ha avuto in Mario Draghi il suo creatore e massimo esponente, e che ottiene risultati semplicemente delineando un obiettivo e descrivendo i modi (che saranno attuati dalla banca centrale) per raggiungerlo. È accresciuto il ricorso alla *moral suasion*, con cui la banca centrale ottiene l'appoggio e l'intervento occasionale di altri istituti o

banche d'affari su singole questioni. Ma soprattutto sono stati varati i QE, quantitative easing, misure strutturali con cui le banche centrali intervengono direttamente sui mercati comprando asset, sostenendo i prezzi, rafforzando la domanda e soprattutto, in un sistema basato sulle correlazioni, ottenendo effetti positivi anche su parti del sistema diverse da quelle in cui si opera: nel caso specifico, intervenendo in acquisto sul mercato dei bond si agisce indirettamente, per logiche di correlazione, ad esempio sulla misura del valore delle azioni, modificando la percezione del rischio e di conseguenza la stima degli utili aziendali futuri, con impatto immediato sul fair value e sul prezzo dei titoli azionari. E non solo. Non era mai successo niente del genere. È nato così il rialzo più artificiale della storia, ma non per questo meno reale. Basta chiedere a chi se lo è perso, o a chi lo ha preso in direzione contraria. Non importa se per molti tutto questo non è concretamente visibile. Da un punto di vista matematico e quantitativo il rapporto causa-effetto è ineccepibile. A questo punto i normali sistemi di analisi, come l'analisi tecnica, diventano insufficienti per misurare queste dinamiche del tutto nuove rispetto alla struttura economico-finanziaria finora conosciuta. È ovvio che se un giorno questo equilibrio artificiale dovesse rompersi e l'intero apparato iniziasse a non funzionare più, gli effetti prodotti e lo scenario posto in essere risulterebbero altrettanto nuovi e non necessariamente positivi. Ma per adesso si tratta solo di un'ipotesi di studio, remota e marginale. Non si vede nessuna nuvola nera all'orizzonte. Andiamo avanti, tranquillamente.





MERCATI

Considerazioni generali

Il quadro economico continua a migliorare e con esso i fondamentali delle aziende: i prezzi delle azioni sono saliti e salgono per questo motivo. Anzi si può dire che tale rialzo riproduce solo in parte i miglioramenti economici già avvenuti e soprattutto attesi. Anche perché il punto di partenza, se consideriamo l'inizio di questo ciclo negli anni 2008-2009, era di una forte sottovalutazione storica. Ecco perché se il quadro economico continuerà a migliorare il prezzo delle azioni dei mercati, conservando ancora ampi spazi di crescita, potrà continuare a stupire. I prezzi delle azioni dunque non sovrastimano il valore. **I mercati azionari rimangono sottovalutati e a questi prezzi sono ancora da comprare.**

Inoltre la costante e generalizzata discesa dei rendimenti obbligazionari, con molti asset risk free e soluzioni di parcheggio dei capitali, come il deposito presso la BCE, che hanno oggi un rendimento negativo, elimina ogni alternativa all'investimento azionario per le masse rilevanti delle grandi gestioni. Questa tendenza peraltro continuerà con la prosecuzione in Eurozona del QE. Per il medio termine continua dunque a dominare la condizione risk on. Non solo per motivi di crescita del valore o di sottovalutazione, ma anche per motivi di flusso e di convenienza relativa.

I mercati azionari continueranno a salire almeno fino all'estate, poi rivaluteremo il quadro complessivo. S&P e Dax all'attacco dei massimi storici, Ftse Mib meglio di tutti. I settori da preferire sono il settore bancario italiano e la tecnologia USA, con un occhio di riguardo per quest'anno anche al settore oil, che avevamo eliminato alcuni mesi fa.

Gli spread continueranno a comprimersi, e dunque c'è valore anche nei bond periferici, ma anche corporate bond e high yield bond opportunamente scelti sembrano interessanti nel breve. Tuttavia, data la condizione fortemente risk on di questa fase, l'investimento azionario dovrebbe essere considerato più di quello obbligazionario, nel rispetto degli equilibri personali di ogni portafoglio.

Italia

In un'ipotesi (oggi prevalente) di prosecuzione del miglioramento del quadro economico-finanziario di Eurozona derivante dagli effetti positivi del QE e delle altre misure di politica monetaria espansiva della BCE, di cui l'Italia è di fatto la principale beneficiaria, il mercato azionario italiano è ancora sottovalutato. Molti titoli bancari italiani prezzavano e ancora prezzano poco più dei mezzi propri, scontando, in termini di premio al rischio R, uno scenario di default del sistema Italia, che è stata l'opinione prevalente degli analisti di tutto il mondo fino a pochi mesi fa.

Esiste un nuovo allarme sulla situazione greca, rientrato il quale l'indice italiano riprenderà la sua (per ora) inarrestabile salita. **I target di medio termine sono in sequenza le aree 24.500 prima e 26.000-26.100**, che rappresentano i massimi ipotizzabili per l'anno in corso.



S&P500

Il principale indice americano può proseguire nella sua salita e incontrare in tempi brevi i precedenti massimi storici di febbraio. **Il target naturale di questa ennesima accelerazione del rialzo è l'area 2.180-2.200.**

Euro-dollaro

Il cross euro-dollaro continua la sua prevista accelerazione ribassista verso il target 1:1 e successivamente altri obiettivi più ambiziosi. Giova ricordare che subito dopo la nascita della moneta unica il cambio contro dollaro arrivò e rimase per qualche tempo nelle prossimità di 0,90 con minimo a 0,8490 nel giugno 2001. Ebbene, in quell'epoca le condizioni sistemiche erano meno favorevoli al dollaro, e meno sfavorevoli all'euro, di quanto non siano oggi. Il differenziale di crescita non era forte come oggi, e non c'era l'attuale enorme divaricazione nell'orientamento delle politiche monetarie delle banche centrali di riferimento: la Fed sta rimuovendo il suo stimolo monetario, prossima ad alzare i tassi, mentre la BCE mantiene e manterrà i tassi vicini a zero per un periodo prolungato di tempo, e ha appena iniziato il suo QE, risultando dunque impegnata nel suo sforzo di massima accelerazione delle politiche monetarie espansive. Ciò si evidenzia concretamente anche nelle diverse traiettorie delle curve del T-Note e del Bund. Questa banale considerazione contribuisce a confortare le aspettative di un rapporto euro-dollaro sotto la parità entro la fine del 2015.

Petrolio

Il prezzo del petrolio è destinato a risalire, e probabilmente ha già iniziato. Negli ultimi mesi le previsioni sono state molto diversificate. La Us Energy Information Administration aveva sostenuto che a suo avviso i prezzi resteranno bassi perché le forniture continuano a superare la domanda, e in effetti per molti analisti il calo delle quotazioni sembra il riflesso di un aumento delle scorte globali più che di una domanda mondiale più debole. Molti paesi Opec (tra cui l'Arabia Saudita) e la Russia stanno producendo più di prima e questo impatta in modo ribassista sul prezzo. Ma a nostro avviso si è verificato sui prezzi un fenomeno di overshooting, cioè di prezzi che scontando reali motivi a favore di un ribasso sono andati velocemente ben al di là di un effettivo e ragionevole fair value del barile. Di recente c'è stata una riduzione del numero di pozzi in funzione negli Stati Uniti, e la cancellazione di alcuni grandi progetti di estrazione che avrebbero dovuto entrare in produzione nei prossimi anni. Senza contare che l'OPEC entro pochi mesi interverrà con un calo della produzione a sostegno dei prezzi. **Le nostre stime sono per un rialzo del prezzo del barile WTI nella seconda metà dell'anno fino a 65-70 dollari.**

Paesi emergenti

Il 2015 sarà anche l'anno dei paesi emergenti. Molti di essi hanno economie basate sulla produzione ed esportazione di petrolio o di materie prime in genere, e stanno uscendo da una fase, per ovvi motivi, di difficoltà. Ai prezzi attuali tutti appaiono buone opportunità di investimento. La discriminante decisiva per una buona scelta, soprattutto per evitare cattive sorprese, è la valutazione del debito. E' bene infatti orientarsi verso paesi con conti pubblici in ordine e ben integrati nel sistema globale, che proprio in virtù del basso debito non subiranno contraccolpi importanti dall'inizio del ciclo di rialzi della Fed. Utilizzando questi parametri sono da segnalare **Russia, Brasile, Sudafrica, India, Indonesia e Messico. La Russia potrebbe essere la vera sorpresa dell'anno:** il rublo ha già recuperato gran parte di quanto perduto durante gli attacchi speculativi dell'anno scorso, e il debito russo è molto contenuto. **Il Messico invece, con le sue enormi potenzialità inesprese dai prezzi, ancora poco considerato dai grandi investitori istituzionali, potrebbe risultare la scommessa migliore per un orizzonte di lungo termine.**



Cina

Qualcuno parla di rallentamento della Cina perché il tasso di crescita è sceso dal 10,40% del 2010 al 7,40% del 2014, e vede oggi un consenso per il 2015 a "solo" il 7%. In verità **l'economia cinese desta meraviglia proprio per l'imponenza ma anche la stabilità nel tempo dei suoi numeri**, che fanno di essa un perdurante miracolo. L'elevato tasso di crescita mantenuto stabilmente per tempi lunghi, in condizioni di bassa inflazione (1,50% l'inflazione attesa nel 2015) e con un tasso di disoccupazione che dal 2008 al 2017 è rimasto e rimarrà tra il 4,05% e il 4,30% rappresentano una realtà nemmeno pensabile in altre parti del mondo. Inoltre, nello specifico del rallentamento segnalato, l'analisi dei dati dimostra che le vendite al dettaglio sono aumentate, mentre si sono indebolite le esportazioni, e dunque il rallentamento di cui sopra è dovuto principalmente a condizioni esterne.

Rischio

Di nuovo sui media si parla di crisi di liquidità per lo stato greco, con risorse sufficienti per non più di due mesi. Non è la prima volta che si addita la Grecia come prossima al baratro, innescando una fase correttiva sui mercati. E non sarà l'ultima. Verosimilmente anche stavolta la situazione in apparenza disperata troverà una soluzione in extremis, e in breve tempo verrà dimenticata, fino alla prossima volta. "Atene partecipa alle riunioni comunitarie chiedendo nuovo denaro pressoché ignorando le necessità dei suoi creditori. Non si capisce se da parte del nuovo governo ci sia un pericoloso calcolo politico o conoscenze insufficienti", commenta un funzionario dell'Unione Europea. Certo è che la Grecia non potrà mai ripagare interamente il suo debito. Il "fronte greco" rimane dunque in grado di creare instabilità al sistema e di apportare nuovi elementi negativi.

Lo stesso discorso può essere adattato al contesto geopolitico, dove numerose criticità e aree di rischio prospettano scenari inquietanti, dall'Ucraina alla presenza sempre più invadente dell'integralismo islamico nella contesa per il controllo delle aree ricche di giacimenti di petrolio e/o territori di interesse strategico.



SCHEMA DEI MERCATI

In ottica di medio termine



Il **trend di medio termine** sui mercati azionari rimane rialzista, e i flussi vanno dal no risk verso il rischio, e quindi dai bond, dalle aree no risk e valute difensive, verso l'azionario, aree e valute growth sensitive.

In ottica di breve termine



Il **trend di breve** è ritornato rialzista. I flussi vanno dal no-risk verso il rischio, e quindi dai bond risk free verso l'azionario, e dalle valute difensive verso quelle growth sensitive.

Il trend di lungo termine è sotto revisione,
con implicazione ribassista.

Euro-dollaro

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

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

LABORATORIO ECONOMICO

USA

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	1,80	-0,30	-2,80	2,50	1,60	2,30	2,20	2,40	2,90	2,80	2,70
INFLAZIONE (A/A)	2,87	3,85	-0,35	1,63	3,17	2,08	1,48	1,63	0,20	2,20	2,30
DISOCCUPAZIONE (%)	4,62	5,80	9,28	9,63	8,93	8,08	7,35	6,15	5,35	5,00	4,95
FED FUND RATE	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,82	-	-

Eurozona

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	2,90	0,40	-4,40	2,00	1,60	-0,70	-0,40	0,90	1,40	1,70	1,55
INFLAZIONE (A/A)	2,13	3,28	0,30	1,61	2,70	2,50	1,34	0,44	0,10	1,20	1,60
DISOCCUPAZIONE (%)	7,53	7,58	9,55	10,10	10,12	11,30	11,95	11,58	11,10	10,70	10,35
TASSO BANCA CENTRALE EUROPEA	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	-	-

Italia

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	1,70	-1,20	-5,50	1,70	0,40	-2,40	-1,90	-0,40	0,50	1,10	0,90
INFLAZIONE (A/A)	2,04	3,49	0,77	1,64	2,91	3,31	1,31	0,21	0,05	0,90	1,00
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,78	7,82	8,42	8,41	10,68	12,21	12,69	12,69	12,25	11,90
TASSO BANCA CENTRALE EUROPEA	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	-	-

Mondo

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	3,94	1,55	-2,32	3,99	2,96	2,08	2,16	2,52	2,88	3,15	3,14
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,36	8,18	8,24	7,88	7,82	7,88	7,34	6,95	6,67	6,43

IL PUNTO DI VISTA DELLA BCE

COMMENTO ALLO SPEECH DI MARIO DRAGHI A MARGINE DEL MEETING DELLA BCE DEL 15 APRILE 2015

Introduzione

In linea con le attese, e come era ovvio, nel meeting del 5 marzo la BCE ha lasciato invariati i tassi: il tasso di riferimento principale (REFI) rimane allo 0,05%, il tasso di rifinanziamento marginale (MRI) allo 0,30% e il tasso di deposito overnight a -0,20%.

Nella più movimentata conference call nella storia della BCE (all'inizio dello speech c'è stato l'intervento rocambolesco di una attivista anti BCE, ma anche dubbi e contrasti all'interno del board e nell'opinione pubblica sono stati oggetto di approfondimenti del presidente) Draghi ha delineato i progressi del quadro economico-finanziario, che beneficia degli effetti positivi del QE e delle altre misure di politica monetaria messe in campo dalla BCE: esse si stanno dimostrando efficaci in vista del raggiungimento degli obiettivi fissati. Quanto al QE, l'attuazione del piano procede in linea con i programmi, e come da programmi proseguirà almeno fino a settembre 2016, o comunque fino a quando il tasso di inflazione nell'Eurozona non avrà raggiunto il target del 2%.

Analisi economica: stime

Le misure di politica monetaria espansiva convenzionale e non convenzionale messe in campo dalla BCE stanno dimostrando tutta la loro efficacia e la BCE si aspetta un graduale rafforzamento della fiducia, quindi della domanda aggregata e della crescita nei prossimi mesi. Il PIL nell'ultimo quarter del 2014 ha registrato un +0,3% su base trimestrale, e ha visto la spesa per consumi tornare ad essere un driver della crescita. La quale crescita è ancora lenta ma i rischi nell'outlook economico ora sono bilanciati (prima erano al ribasso). Le esportazioni stanno migliorando, guidate dalla maggior competitività di un euro meno forte.

Anche le aspettative di inflazione sono migliorate. L'inflazione core è aumentata in marzo a -0,1%, da -0,3% di febbraio e -0,7% di gennaio. Ciò riflette il movimento dei prezzi del petrolio, che è uno dei driver del tasso di inflazione. In funzione di ciò l'inflazione attesa è ancora debole o negativa per i prossimi mesi, ma è atteso un rialzo (dei prezzi del petrolio - n.d.r. - e dunque) dell'inflazione nell'ultima parte del 2015 e nel 2016. Il consiglio della BCE continuerà a monitorare gli sviluppi di queste grandezze, così come dell'andamento del cambio euro-dollaro.

La massa monetaria M3 rimane in crescita sostenuta anche negli ultimi mesi: +0,9% in febbraio 2015. Si rileva anche un miglioramento sul fronte del credito, sebbene molto rimanga da fare in questo campo. Le misure di politica monetaria adottate continueranno a dare il necessario sostegno alla fiducia delle famiglie, delle imprese, all'occupazione, alla domanda aggregata e alla ripresa. In tal senso è già visibile un miglioramento su tutti i fronti del quadro economico-finanziario. Solo il tasso di disoccupazione (dato di Eurozona in aggregato e in molti paesi periferici) rimane ancora molto alto. Rimane dunque necessario, ed è sempre più urgente, un ulteriore impegno di riforme strutturali da parte degli Stati membri che ancora non lo hanno portato a termine, per migliorare il quadro generale in cui operano le imprese, soprattutto con riferimento al mercato del lavoro, e dunque per massimizzare gli effetti positivi della politica monetaria.

RISPOSTE ALLE DOMANDE

Grecia

L'uscita della Grecia dall'Eurozona non è una possibilità contemplata allo stato attuale dalla BCE, e nemmeno un suo default. Gli aiuti della BCE continueranno fino a quando ci sarà un impegno serio del governo greco ad approntare riforme tendenti a migliorare il contesto finanziario del paese. La BCE ha già una esposizione di 110 miliardi di euro, ben oltre i limiti previsti dagli statuti. Bisogna che il governo greco faccia la sua parte e la faccia al più presto.

Tassi negativi

Nelle norme attuative del QE è previsto che non verranno acquistati titoli di stato con un rendimento effettivo inferiore al tasso di deposito, che attualmente è pari al -0,20%. Ma proprio il QE sta portando il rendimento di molte emissioni in territorio negativo, e una quota crescente di titoli sta diventando non idonea agli acquisti, e dunque esclusa dalla base di intervento del QE; secondo alcuni ciò rischia di creare una potenziale scarsità di bond sovrani a disposizione della Banca Centrale per proseguire il QE, per cui è stato chiesto al presidente se la BCE intende modificare il suo piano.

Draghi ha risposto che il programma di QE è flessibile e può essere aggiustato a seconda delle circostanze, quindi anche il fatto che nei Bond di certi paesi si stiano determinando tassi negativi non costituisce un problema. "Le evidenze, dirette o indirette, e i dati di mercato ci mostrano che non ci sono problemi"; inoltre "il nostro programma è flessibile e può essere adeguato se le circostanze dovessero cambiare". Non esiste pertanto nessun problema di scarsità di Bond su cui la BCE interviene.

Non performing loans

I non performing loans costituiscono un fattore di rischio ormai strutturale per il sistema bancario di Eurozona (e non solo). La situazione è continuamente monitorata, e sono allo studio ipotesi di Bad Bank sistemiche (europee), o comunque di modi per eliminare dai bilanci bancari il carico dei crediti in sofferenza. Peraltro l'insieme delle misure di politica monetaria espansiva messe in campo tende ad un miglioramento generale del quadro economico-finanziario e dunque, impattando sul tasso di disoccupazione, migliorerà la situazione finanziaria dei debitori e a seguire la qualità degli attivi bancari.

Durata del QE

Non hanno alcun fondamento le voci di tapering, cioè di riduzione del ritmo di acquisti degli asset nell'ambito del QE, che al momento sono pari a 60 miliardi di euro al mese. **Il QE continuerà almeno fino a settembre 2016, e comunque fino a quando il tasso di inflazione in Eurozona avrà raggiunto il target del 2%** auspicato dalla BCE, con tutta la serie di ricadute positive sulle varie parti del sistema che ciò implica. I tassi non verranno ulteriormente abbassati, così come non verrà diminuita la quantità dei titoli acquistati, che resterà ferma a 60 miliardi di euro al mese.

Riforme strutturali

Ci sono dei significativi miglioramenti sul lato delle riforme strutturali. Non è vero che il QE toglie stimolo ai paesi per effettuare le riforme. In realtà i paesi che vogliono essere virtuosi possono trarne un'occasione importante: infatti la politica monetaria accomodante, e in particolare il QE, sono strumenti che, permettono il miglioramento dei conti pubblici, consentendo ai paesi un'accelerazione delle riforme strutturali, "finanziata" dai risparmi sul costo del debito: ad esempio, un paese come l'Italia dovrebbe sfruttare in questi mesi il dividendo monetario del QE, che si concretizza per lei in oltre due punti percentuali di risparmio annuo nella spesa per il debito, e investirlo per razionalizzare la sua struttura.

In conclusione gli strumenti messi di politica monetaria messi in campo negli ultimi mesi dalla BCE hanno dimostrato di essere in grado di stabilizzare la ripresa, orientando la forward guidance attuale verso l'ipotesi di un miglioramento strutturale del quadro economico-finanziario che proseguirà per tutto l'anno in corso e per il successivo.

Approfondimento sul problema dei tassi negativi

C'è una cosa che Draghi non ha mai detto, forse perché la difficile trattativa tra i paesi dell'Eurozona in sede di accordi preliminari all'implementazione del QE presupponeva che questo aspetto non fosse enfatizzato, onde non trasformarlo in un incentivo alla cattiva e populista gestione finanziaria dei conti pubblici. Da un punto di vista formale il QE è rivolto indistintamente a tutti i paesi dell'Eurozona. Viceversa, nella sostanza la strategia del piano di acquisti non è fine a se stessa, con acquisti generalizzati dei titoli di tutti i paesi, ma è appunto mirata a sostenere quei paesi che hanno maggiori problemi di emissione, sostenibilità e finanziamento del debito, pagando la maggiore somma di interessi proprio perché i loro bond offrono i rendimenti più alti, a causa del maggiore premio al rischio R. Aldilà delle dichiarazioni, in sostanza il QE non è riferito ai paesi virtuosi, che non ne avrebbero bisogno, avendo un premio al rischio più basso, cosa per cui pagano meno interessi: con l'inizio generalizzato del QE questi ultimi hanno visto i rendimenti dei loro titoli scendere velocemente in territorio negativo. Tale meccanismo di fatto penalizza il merito dei paesi più virtuosi, e ciò spiega l'ostilità fin dall'inizio, oggi ancora più forte, nei confronti del QE, ricevuta da parte dei paesi virtuosi come la Germania. A compensare ciò ogni discorso di Draghi si conclude con l'oramai consueto monito sull'urgenza delle riforme strutturali richieste ai paesi periferici, e al richiamo, per ora appena sussurrato, perché molto impopolare, sulla necessità urgente di una progressiva sottrazione di sovranità agli stati meno virtuosi, per evitare che una loro perdurante inefficienza possa continuare a pesare sull'Unione. L'idea di un vero progetto efficiente e vincente di Eurozona e di Europa unita passa necessariamente per questi meccanismi di stabilizzazione e di aggiustamento forzato, che per ora, nell'aspetto operativo degli acquisti del QE, avvantaggia i paesi non virtuosi, suscitando l'insoddisfazione degli altri.

Per altri approfondimenti si rimanda alla Newsletter precedente.

GLOBAL MARKET OVERVIEW

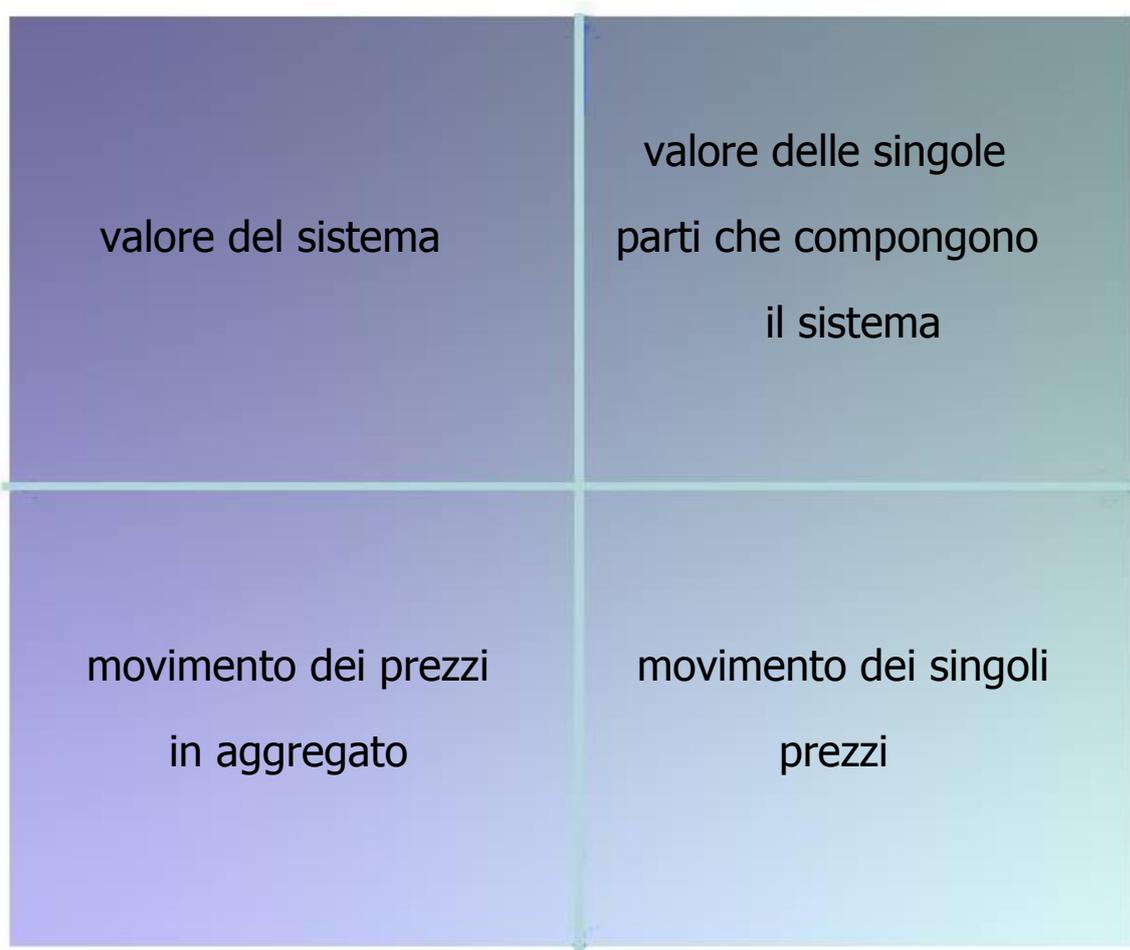
	Prezzo 20/04/15	Variazione ultimo mese	Year to Date
Indici Azionari			
FTSE Mib	23332,98	4,64%	21,97%
DAX	11891,91	4,22%	21,78%
S&P 500	2100,40	-0,80%	2,05%
Nasdaq 100	4417,40	-1,46%	4,42%
Eurostoxx 50	3718,04	3,54%	18,43%
Nikkei	19634,49	4,29%	12,79%
MSCI Emerging Markets	1033,77	4,61%	8,39%
MSCI World Index	1779,12	0,14%	4,36%
Global Hedge Fund Index	1252,54	0,87%	2,79%
Titoli Azionari Benchmark			
Microsoft Corp.	42,91	-2,22%	-8,24%
Apple Inc.	127,60	-1,15%	16,71%
Facebook	83,09	4,19%	5,91%
Google	544,53	-5,30%	2,83%
Alibaba	82,20	-2,14%	-20,66%
Intesa San Paolo	3,06	3,80%	24,61%
Fiat Chrysler	15,01	6,45%	55,14%
Forex e Commodities			
€/£	0,72	-0,92%	-7,91%
€/¥	1,07	-3,84%	-10,44%
CRB Index	222,72	0,33%	-2,49%
Gold	1194,54	-1,11%	0,52%
WTI	56,38	13,69%	7,00%
Curve rendimenti			
T-Bond 10 anni	1,89	-	-
Bund 10 anni	0,07	-	-
BTP 10 anni	1,48	-	-
Spread Btp BUND	140,80	-	-

ati aggiornati a venerdì 6 marzo 2015 (salvo errori).

IL QUADRILATERO DELL'ANALISI

DI STEFANO BAGNOLI

La struttura del mio metodo di analisi tenta di guardare l'intero sistema economico-finanziario da ogni punto di vista. Vengono studiate le dinamiche di valore, le dinamiche di prezzo e di interazione tra valore e prezzo. Le dinamiche di valore vengono studiate sia con riferimento all'intero sistema, sia con riferimento alle singole parti che lo compongono. Ciò che compriamo è il valore, ciò che paghiamo è il prezzo. Il valore è dinamico e può cambiare anche velocemente. Il prezzo tende ininterrottamente al valore. Ma non tutti conoscono il valore, quindi il prezzo cambia in modo meno logico, a volte temporaneamente scorrelato dal valore.



L'analisi economica si occupa di capire se il sistema cresce o decresce, con implicazione a cascata su tutte le singole parti componenti (ad esempio le aziende). Tra le tante variabili monitorate ci sono i dati macroeconomici nella continua modificazione del consenso, e nel confronto tra i dati usciti e il consenso in quel momento. Il consenso sui dati cambia continuamente per cui cambia continuamente l'idea generale di valore dell'intero sistema, e dunque a cascata delle singole parti, e dunque i prezzi.

L'analisi fondamentale si occupa delle dinamiche di valore principalmente delle aziende ma anche delle singole economie. Per quanto riguarda le aziende si analizza la dinamica degli utili riportati (passato) e soprattutto degli utili attesi (futuro), nella loro continua modificazione, e tutto ciò che può contribuire a modificarli, sia all'interno dell'azienda, sia relativamente alle dinamiche di sistema, da cui ogni azienda è condizionata e rispetto al quale ogni azienda ha un diverso grado di sensibilità a seconda del settore, della dimensione e altro. Per quanto riguarda l'analisi delle singole economie, si tratta di uno studio relativamente complesso, finalizzato a comparare due diverse economie, a monte delle scelte geografiche per una asset allocation, oppure per individuare le ragioni fondamentali che muovono l'incrocio tra le due valute sottostanti. L'ambito di applicazione più importante dell'analisi fondamentale dinamica è la correlazione tra le dinamiche di valore e le dinamiche di prezzo, per verificare se il prezzo è inferiore al valore, generando un'indicazione di acquisto, o superiore al valore, generando un'indicazione di vendita. Altro ambito molto importante è la comparazione tra i rapporti valore/prezzo di aziende operanti nello stesso settore, in modo da individuare quelle più interessanti. Questo tipo di analisi viene svolta a monte della costruzione di un portafoglio efficiente. Ricordo che l'analisi fondamentale dinamica è uno studio di mia costruzione. Il punto di partenza è che il valore individuato dall'analisi non è fisso ma continuamente dinamico. Ne deriva che anche i prezzi, a maggior ragione, sono continuamente alla ricerca di nuovi equilibri rispetto al valore, che continuamente cambia.

Anche le dinamiche di prezzo vengono studiate sia con riferimento all'intero sistema, sia con riferimento alle singole parti che lo compongono.

L'analisi della distribuzione dei flussi è lo studio dei movimenti dei capitali rilevanti, ovvero quelli delle mani forti, che muovono realmente il mercato. Anche essi, come tutti gli altri, vanno ininterrottamente alla ricerca del maggiore rendimento in condizioni di miglioramento percepito del quadro economico (risk on: bond ---> azioni), o del minore rischio in condizioni di peggioramento percepito del quadro economico (risk off: azioni ---> bond). Le regole di applicazione di questa teoria sono identiche in ogni orizzonte temporale, dal brevissimo al lungo termine. Nel breve e brevissimo termine, dunque con utilità riferita al trading, la sua efficacia è rilevante.

L'analisi tecnica è lo studio del grafico di un prezzo con lo scopo di desumere determinati livelli o momenti in cui è opportuno intervenire sul mercato in acquisto o in vendita. Ha un'importanza enorme nella mia struttura di analisi operativa poiché determina il timing delle operazioni. L'analisi tecnica normalmente serve anche ad evidenziare un trend e la sua permanenza: io utilizzo anche questa possibilità ma solo come conferma di elementi già delineati o ipotizzati con gli altri tre pilastri dell'analisi. Quando parlo di analisi tecnica, intendo associata ad essa anche il money management.

L'analisi tecnica è uno dei quattro pilastri del mio metodo. Essa tuttavia non è sufficiente, da sola, ad offrire tutti gli elementi necessari, ovvero per svolgere tutte le analisi che nel mio metodo sono svolte con studi nell'ambito dei primi tre pilastri. Io credo che usando solo l'analisi tecnica le probabilità di guadagno siano molto basse, e comunque associate esclusivamente ad un buon money management. La sola analisi tecnica senza money management è certezza quasi assoluta di perdere denaro.



OPERATIVITÀ

Premessa

Cinque sono i punti basilari per un portafoglio vincente: scelta dei titoli più solidi e più performanti, costruzione equilibrata del portafoglio, implementazione della copertura, modificazioni del portafoglio e modificazioni della copertura.

Ciò premesso e ripetuto, continuiamo a seguire il portafoglio tipo costruito nella Newsletter di luglio. Si tratta di un portafoglio strutturato in modo da pesare in modo equilibrato i settori, la ricerca di performance e il rischio.

Indicazione generale

A medio termine i mercati azionari restano orientati al rialzo. Sono ciclicamente da preferire titoli azionari dei settori: tecnologia USA e bancario italiano.

Struttura del portafoglio

Abbiamo diviso il portafoglio in due parti, una composta da titoli USA, denominati in dollari, con copertura costituita da MINISP, ovvero per semplicità di calcolo dall'indice S&P500, e una composta da titoli italiani, denominati in euro, con copertura costituita da FIB, ovvero per semplicità di calcolo dall'indice FTSEMIB.

Copertura

La copertura della parte americana è fatta con 0,60 MINISP.

La copertura della parte italiana è fatta con 0,56 FIB.

Come punto di inizio della nuova contabilità della copertura è assunta la data del 9 gennaio.

Per evitare i problemi di rollaggio dei futures alle scadenze, usiamo i valori dei due indici.

La differenza è marginale, e a svantaggio della strategia (perché l'indice italiano quota 365 punti sopra al future), quindi i guadagni sono nella realtà più alti di quanto segnalato nel computo finale, ma per comodità scegliamo questa strada.



Portafoglio USA (in dollari)	Prezzo 17 luglio 2014	Prezzo 20 aprile 2015	Variaz. %	Valore 17 luglio 2014	Valore 20 aprile 2015	Risultato
Microsoft	44,53	42,90	-3,66	10.000	9.634	-366
Apple	93,09	127,60	+37,07	10.000	13.707	3.707
Facebook	66,41	83,09	+25,12	10.000	12.512	2.512
Jazz Pharmaceutical	141,65	186,74	+31,83	10.000	13.183	3.183
Alibaba	68*	82,20	+20,88	10.000	12.088	2.088
				50.000 \$	61.124 \$	11.124 \$
Copertura al 90% fatta con 0,60 MINISP ***	2.045**	2.100				
Portafoglio Italia (in euro)	Prezzo 17 luglio 2014	Prezzo 20 aprile 2015	Variaz. %	Valore 17 luglio 2014	Valore 20 aprile 2015	Risultato
Intesa San Paolo	2,228	3,058	+37,25	10.000	13.725	3.348
Banca Popolare Emilia	6,51	7,425	+14,06	10.000	11.406	1.406
FCA (ex Fiat)	7,70	15,01	+94,93	10.000	19.493	9.493
Luxottica	46,52*	60,25	+29,51	10.000	12.951	2.951
Finmeccanica	7,25	11,37	+56,82	10.000	15.682	5.682
				50.000 €	72.880 €	22.880 €
Copertura al 90% fatta con 0,56 FIB ***	18.177**	23.333				

* prezzi di acquisto per entrate successive al 17 luglio

** prezzi al 9 gennaio 2015

*** per evitare il problema del rollaggio usiamo i valori dell'indice.

Alibaba è entrata al collocamento.

Luxottica è entrata il 9 gennaio.

Performance del passato

Titoli, passato. Totale perdite titoli tagliati dal portafoglio nei mesi scorsi: 513 euro in ottobre + 2.517 euro in novembre = totale 3.030 euro. Titoli eliminati in gennaio: perdita finale di 1.015 dollari, pari a 1.201 euro. Totale = **-4.231 euro**.

Copertura, passato. Alla data del 17 luglio il FIB ha chiuso a 20.650. Alla data del 19 dicembre il FIB ha chiuso a 19.059. Il guadagno ottenuto con la copertura fino al 19 dicembre è stato pari a 1.591 punti x 5 euro di valore per ogni punto di FIB x 1,32 contratti di FIB = **10.500 euro**.

Risultato della parte azionaria

Il portafoglio azionario USA ha generato nel periodo considerato un guadagno di 11.124 \$, pari a 10.362 €; il portafoglio Italia ha generato un guadagno di 22.880 € per un totale di **33.242 euro**.

Risultato della copertura

La copertura sul portafoglio USA ha prodotto un risultato negativo pari a **384 euro**: 2.100 prezzo finale - 2.045 prezzo iniziale, ovvero del 9 gennaio 2015 (per evitare i problemi di rollaggio usiamo i valori dell'indice), moltiplicato per 12,5 \$ per ogni punto di MINISP, diviso per 0,60 unità di future.

La copertura sul portafoglio Italia ha prodotto una perdita di **14.437 euro**. (23.333 prezzo finale - 18.177 prezzo iniziale, ovvero del 9 gennaio 2015, moltiplicato per 5 euro

per ogni punto di FIB, diviso per 0,56 unità di future.

Plusvalenza sul cambio

Il portafoglio titoli denominato in dollari, ha avuto mediamente, dalla costruzione del portafoglio ad oggi una consistenza di 65.000 dollari, mai coperti sul cambio con future sull'euro.

Ciò ha generato anche una plusvalenza sul cambio, dovuta al rafforzamento del dollaro contro euro (da 1,3524 del 17 luglio a 1,0725 di oggi 20 aprile. La plusvalenza è stata di 18.193 euro.

Il guadagno totale della strategia è stato nel periodo 17 luglio 2014 / 11 marzo 2015 pari a 42.883 euro sui 120.000 euro che oggi rappresentano l'investimento iniziale (dai 140.000 precedenti, ma abbiamo eliminato due titoli nei mesi scorsi, computando la relativa perdita), con una performance lorda del 35,73% in nove mesi, e dunque pari al 47,64% su base annua.

Si tratta di un guadagno ottenuto con strategia absolute return, dunque fortemente votata al controllo del rischio. I conteggi sono al lordo di commissioni e tasse. Il guadagno in realtà è di circa 1.000 euro in più per la scelta di comodità di usare gli indici come copertura anziché i futures (365 punti di future sull'indice italiano *5 \ 0,56 = 1.022 euro).

Sono numeri che forse qualcuno farà fatica a credere, ma che sono stati generati in modo estremamente trasparente con il portafoglio costruito nella Newsletter del 21 luglio 2014, che molte centinaia di utenti hanno ricevuto, e possono confermare. Numeri non uguali, ma certamente notevoli, sono stati da me ottenuti anche nella mia attività di Advisor Istituzionale, nella costruzione di portafogli azionari coperti, e dunque con soldi veri anche se, per la severa e giusta normativa vigente, ovviamente qui non posso aggiungere altro.

=====

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

