

PUNTI DI VISTA

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA
ANALISI, RICERCHE E TESTI A CURA DI STEFANO BAGNOLI
ANNO 1, NUMERO 8 DEL 20 DICEMBRE 2014.

EDITORIALE



Milano

Colgo l'occasione di questo spazio per porgere a tutti i lettori della Newsletter un sincero augurio di buone feste e di un formidabile inizio del nuovo anno.

IN QUESTO NUMERO:

**Ipotesi principale di scenario:
pag.2**

**Crescita e inflazione USA:
pag.2**

**Crescita e inflazione
Eurozona: pag.3**

Politica monetaria: pag.3

**Ipotesi secondaria di
scenario: pag.4**

Mercati: pag.6

**Il punto di vista sugli altri:
Cina, Giappone, Russia e
India: pag.7**

**Il punto di vista della BCE.
Sintesi commentata dello
speech di Mario Draghi del
4 dicembre: pag.8**

**Domande dei giornalisti:
pag.10**

I numeri della BCE pag.12

**Laboratorio economico
pag.13**

**Ciclo economico, politica
monetaria e QE: pag.14**

BCE e mercati: pag.15

**La bassa inflazione è davvero
un problema? pag.16**

**Il punto di vista della Fed
pag.17**

**Global market overview
pag.18**

Operatività pag.19



IPOTESI PRINCIPALE DI SCENARIO

CRESCITA E INFLAZIONE USA

La crescita economica americana rimane solida, sostenuta da una politica monetaria ancora espansiva relativamente al livello dei tassi, nonostante la fine del QE della Fed. La crescita per il 2014 è attesa, nei dati di consenso attuali, al 2,30% dal 2,10 precedente. La crescita attesa per il 2015 è oggi al 3% e al 2,80% per il 2016. L'inflazione attesa per il 2014 è oggi all'1,70%, in linea con il target della Fed che vuole, come la BCE, un tasso vicino ma inferiore al 2%. L'inflazione attesa per il 2015 è oggi all'1,50% e al 2,20% per il 2016. La disoccupazione è attesa al 5,50% per l'intero 2015, in calo dal precedente 5,60%, e al 5,20% per il 2016. Da alcuni anni nelle earning season le aziende USA in aggregato battono sistematicamente il consenso: ne deriva che la crescita degli utili è costante e i prezzi oggi non sopravvalutano le azioni. Permangono dunque le condizioni per una prosecuzione del rialzo dei listini azionari americani. Il punto cruciale sarà l'inizio del ciclo di rialzi dei tassi della Fed, che impatterà negativamente sui mercati azionari americani e globali, e che il consenso "vede" compreso nella finestra temporale metà 2015 - inizio 2016. La nostra view si focalizza sul terzo quarter del 2015.

CRESCITA E INFLAZIONE EUROZONA

In Eurozona la situazione è diversa tra i vari paesi componenti, ma nell'insieme la ripresa rimane incerta. La crescita per il 2014 è attesa, nei dati di consenso attuali, a +0,80%, ben al di sotto del potenziale. La crescita attesa per il 2015 è all'1,20% e per il 2016 all'1,50%. L'inflazione attesa per il 2014 è oggi allo 0,50%, lontana dal target della BCE di un tasso vicino ma inferiore al 2%. L'inflazione attesa per il 2015 è oggi allo 0,60, in calo dal precedente 1%, e all'1,30% per il 2016. La disoccupazione rimane alta: 11,60% il dato atteso per il 2014, 11,40% per il 2015 e 11,10% per il 2016. All'attesa degli effetti per le misure di stimolo monetario annunciate in giugno dalla BCE si aggiunge quella ben più rilevante per un QE comprendente l'acquisto di *corporate* e *governative bond*. Questa misura, difficile da attuare, molto onerosa per la BCE sia in termini di esborso, sia di rischi assunti nel suo bilancio, e per questo fortemente osteggiata dalla componente tedesca del Consiglio, avrebbe però un impatto positivo fortissimo sui mercati, e garantirebbe una prosecuzione dei rialzi sui mercati azionari per altri 12-24 mesi. L'impatto sull'economia reale è tutto da verificare, e anzi, senza le riforme dei governi e il riassetto del settore bancario, diventerà facilmente l'ennesimo vano tentativo di comprare tempo che poi la politica sprecherà, e non porterà a una soluzione del problema. In ogni modo, considerando che il QE viene ormai dato quasi per certo, considerando il traino dei listini americani, il vigore dello stimolo monetario già posto in essere dalla BCE e le condizioni di oggettiva sottovalutazione prospettica delle aziende europee nel caso di uno scenario stabile, mai come ora è stato possibile formulare e riconfermare una view rialzista di medio-lungo termine sui mercati azionari di Eurozona con, a seguire, un impatto positivo su quelli globali.

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 espansiva, con bias espansivo.

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

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

IPOTESI SECONDARIA DI SCENARIO

Dopo l'ultimo meeting della BCE, l'8 dicembre è iniziata sui mercati azionari globali una correzione generalizzata, esito combinato di una pluralità di fattori: il consueto "buy the rumors, sell on news" che guida i listini in prossimità dei momenti topici, come sono i meeting della BCE, una quota di delusione per quella parte del consenso che attendeva l'annuncio del QE già in dicembre, la travagliata e contorta situazione greca, le numerose tensioni nel quadro geopolitico internazionale, ma soprattutto l'accelerazione nel crollo dei prezzi del petrolio, con impatto sulle valutazioni del settore oil e sulle stime di crescita dei paesi produttori, e l'altro crollo (non estraneo al primo) del mercato azionario russo e del rublo. E poi c'è l'abitudine sempre più diffusa nei mercati senza regole di oggi per cui ogni rialzo importante, su qualunque time frame, viene preceduto da un ribasso; i mercati, non è più un segreto, sono pilotati da mani forti che li fanno salire o scendere a proprio piacimento, per trarne il massimo profitto: alla vigilia di un rialzo è per loro molto vantaggioso far scendere decisamente i prezzi, determinando una correzione "intimidatoria" che induca il maggior numero possibile di trader e investitori a chiudere le posizioni al rialzo, e magari ad aprirne al ribasso; in ogni modo costoro, condizionati ad una visione ribassista indotta dal ribasso, affronteranno il rialzo successivo (che in genere parte in modo secco, per non dare il tempo di entrare) con molta paura, o quantomeno prudenza, e normalmente ne prenderanno solo una minima parte. Questa purtroppo ormai è una regola, ma di questo nessuno si indigna nemmeno più.

Esaurita la correzione, dalla seconda metà del mese i mercati globali dovrebbero ritrovare una direzione rialzista. L'attesa del QE della BCE, opportunamente alimentata dall'abile comunicazione del presidente Draghi, sosterrà i listini di Eurozona, e interagendo con la forza crescente dell'economia americana, vista anche la stagionalità favorevole, dovrebbe contribuire a rinnovare quel "rally di Natale" che manca in modo deciso già da qualche anno, e che molti osservatori hanno dichiarato improbabile anche quest'anno. Questa volta saranno i listini di Eurozona a sovraperformare; avremo anche una decisa sovraperformance dell'Italia, ma solo dopo l'annuncio del QE (perché l'Italia è il paese che più guadagnerà dal QE).

A far da contraltare al QE atteso della BCE c'è l'orientamento ormai restrittivo nella politica monetaria della Fed. Proprio la dinamica del consenso sul timing nell'inizio del ciclo di rialzi della Fed è l'altro driver (ribassista) dei mercati in questa fase. Dati macro USA leggermente peggiori delle attese, possono far spostare in avanti il consenso sull'inizio del rialzo dei tassi della Fed, e avranno un impatto rialzista sui mercati azionari. Viceversa, dati macro USA migliori delle attese possono far spostare indietro il consenso sull'inizio del rialzo dei tassi della Fed, e avranno un impatto ribassista. Questo è il consueto apparente paradosso che spesso disorienta gli investitori, ma al contrario di quanto detto poco sopra, ciò non è frutto di sola speculazione e manipolazione, ma deriva anche da una ragione economica ben precisa.

Nelle prossime settimane sarà utile monitorare anche altri temi in grado di sviluppare i movimenti di breve, inseriti nel trend principale rialzista. Revisioni al rialzo o al ribasso nelle stime di crescita e inflazione, dati migliori o peggiori nelle prime trimestrali dell'anno, miglioramenti o peggioramenti nel quadro geopolitico avranno come sempre un forte rilievo. Tra gli altri elementi eventuali potenzialmente positivi ci saranno nuovi dettagli (opportunamente comunicati) sul QE e sulle altre misure di stimolo della BCE. Per contro, dati macro negativi in Eurozona potranno segnalare il non miglioramento soprattutto in Italia, Francia, e un deterioramento persino dell'economia tedesca, nel momento in cui la BCE mette in campo il suo sforzo massimo; si noti che Italia e Germania sono i due paesi più penalizzati dalle sanzioni economiche alla Russia.

A proposito di Russia, i rapporti tra Russia e Occidente rimangono appesi a un filo, così come è possibile un nuovo riacutizzarsi del conflitto ucraino: la Russia si trova alle soglie della recessione, soprattutto a motivo delle sanzioni imposte dall'Occidente, con un PIL 2014 atteso a zero, e un PIL per il 2015, con un'ipotesi di petrolio a 60 dollari, in contrazione del 4%. Il mercato azionario russo, attaccato dalla speculazione, ha perso il 55% in 5 mesi (l'indice RTS era a 1.404 punti il 10 luglio, mentre il 16 dicembre ha fatto un minimo provvisorio a 630). Per il 2014 è stimato un deflusso netto di 120 miliardi di euro, che ha messo in seria difficoltà il sistema economico-finanziario russo e la sua valuta (il rublo). Il cambio euro-rublo era a 45,88 il 24 giugno, per arrivare a 84,96 il 16 dicembre: per sostenere la valuta, nella stessa data, la Banca Centrale Russa ha alzato il tasso di riferimento dal 10,50% al 17%: questa misura, unita ad altre che verranno annunciate a breve, dovrebbero allentare la presa della speculazione contro i punti nevralgici del sistema Russia.

In questa fase ciclica di svolta si sono verificati e restano possibili attacchi terroristici di piccola e media entità soprattutto nei Paesi interessati dalle attuali tensioni (Ucraina, Cecenia, Russia, Iraq, Afghanistan, Siria, Israele e Libia), oltre a tutto il continente africano. Rimane possibile una nuova recrudescenza dei timori di un'epidemia globale di ebola, con conseguente attacco speculativo ai mercati, a cominciare da quello dei bond governativi dei paesi africani più interessati (Nigeria, Congo, Ghana, Kenya e Senegal), come era successo in ottobre.

Sono possibili nuove degenerazioni del caos politico italiano con le probabili dimissioni del capo di stato Napolitano: giova ricordare quanto fu travagliata, con effetti negativi anche sui mercati, la nomina per il secondo mandato, tuttora in corso. Tutto questo rischia di accadere quando ancora gli schieramenti politici sono lontani da un accordo anche solo sulla legge elettorale, con il piano di riforme strutturali chieste dell'Europa ancora ben lontano dall'essere intrapreso con decisione. Ben più preoccupante, e con un impatto sui mercati potenzialmente ben più grave, è la situazione della Grecia, che brancola nell'incertezza, alla ricerca di un accordo (sotto forti pressioni della Trojka) per la nomina di un nuovo presidente, senza passare per nuove rischiose lezioni dove le liste anti-euro potrebbero facilmente avere la meglio. Se l'accordo non fosse trovato, il rischio sarebbe alto, e l'impatto sui mercati, enfatizzato dalla speculazione, sarebbe molto forte.

Tutto questo può causare temporanee, a volte repentine, e nel caso della Grecia profonde discese dei listini, pur senza intaccare il trend principale rialzista.

Continua la discesa del prezzo del petrolio: l'attuale esuberanza di offerta, in un contesto di domanda rallentata dalla congiuntura economica, ha portato i prezzi del WTI crude oil da 107,26 del 20 giugno a 55,93 del 16 dicembre e quelli del Brent da 115,06 del 19 giugno a 59,86 del 16 dicembre. E' possibile una nuova accelerazione al ribasso del prezzo, perchè oggi vi è una convergenza di interessi su un prezzo calante, e non c'è accordo nell'OPEC per intervenire a sostegno dei prezzi. Ciò determinerebbe difficoltà per i paesi produttori ed esportatori sia in ambito OPEC, sia per la Russia (e in questo caso si tratta di un'ulteriore misura di pressione collegata al contesto della crisi ucraina), oltre a mettere sotto pressione la marginalità delle società petrolifere, e il movimento dei relativi prezzi. Per inciso, abbiamo tagliato questo settore dai nostri portafoglio oltre un anno fa, e riteniamo che questi titoli siano da vendere su ogni rimbalzo. Bisogna comunque dire che la discesa del prezzo del petrolio è destabilizzante per il sistema, per cui se esso continuerà a scendere è probabile che entro pochi mesi l'OPEC cercherà di mettere un *floor* al ribasso con un taglio della produzione, anche se per ora non c'è nessun accordo in questo senso. Inoltre, anche la ripresa dei mercati azionari potrebbe aiutare il prezzo del petrolio a rimbalzare, e a rimanere per un certo tempo in un trading range prossimo a questi livelli.

Continua e continuerà il rafforzamento del dollaro su tutte le valute, soprattutto sull'euro, per i motivi già detti nelle precedenti Newsletter. Mentre la Fed si disimpegna progressivamente da una politica monetaria espansiva durata anni (cosa che rafforza il dollaro), 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 (cosa che indebolisce l'euro). Ciò si riflette già in rendimenti maggiori della curva USA rispetto a quella di Eurozona, attirando capitali nell'area del dollaro e sui bond americani. Inoltre anche la maggiore crescita del sistema USA e degli utili delle società americane rispetto a quelle di Eurozona, è un secondo motivo che contribuisce fortemente al rafforzamento del dollaro. L'euro perderà anche contro la sterlina.



MERCATI

Rimane immutata la tendenza rialzista principale di medio-lungo termine sui mercati azionari globali. Siamo in condizione risk on: i flussi vanno dal no risk verso il rischio, e quindi dai bond risk free verso l'azionario, privilegiando i settori più growth sensitive come bancario, finanziario, tecnologia, auto e industriale in genere. I flussi vanno anche dalle valute difensive (JPY e CHF) verso le valute growth sensitive, o comunque dalle valute meno growth sensitive verso le più growth sensitive.

Continua il ribasso del petrolio. Il crude oil WTI potrebbe rimbalzare da questi livelli, sostenuto dalla ripresa dei mercati azionari, ma al ritorno della negatività il target potrebbe essere 45 dollari.

Continua il rafforzamento del dollaro contro euro, cross che ha raggiunto nelle ultime sedute un minimo a 1,2250. Il forte differenziale tra gli scenari posti in essere dalle politiche monetarie opposte delle due banche centrali (il disimpegno della politica monetaria espansiva della Fed rafforza il dollaro, la politica monetaria espansiva della BCE indebolisce l'euro), aggiunto al netto differenziale di crescita tra le due economie, continua a porre in essere motivi di rafforzamento del dollaro contro euro. Anche il maggiore ritmo di espansione della massa monetaria nell'Eurozona e le tensioni politiche in Grecia contribuiscono a spostare l'inerzia in questa direzione. Un allineamento da manuale e quasi perfetto delle cause (ovvero dei motivi che muovono il cambio) produce come effetto un movimento lineare, che vedrà il dollaro continuare a rafforzarsi sull'euro nel medio-lungo termine.

Un possibile target di breve termine è 1,20, mentre il target di lungo termine ora diventa la parità 1:1.

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

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

L'indice S&P500 potrebbe in breve tempo raggiungere e superare i 2.100 punti, per puntare poi al target successivo dei 2.200. L'indice italiano Ftse Mib seguirà la direzione dettata dall'S&P500, amplificandone gli input per via dell'elevato beta e del massimo beneficio che l'Italia trarrà dall'attesa (prima) e dalla realizzazione (poi) del QE. Il Ftse Mib potrebbe tornare a breve verso l'area 20.000 (20.060-20.200 la prima area target), e in estensione fino a 21.500.

SCHEMA DEI 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, dalle aree no risk e valute difensive (come JPY e CHF), verso l'azionario, aree e valute growth sensitive (come AUD e GBP).

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 PUNTO DI VISTA SUGLI ALTRI

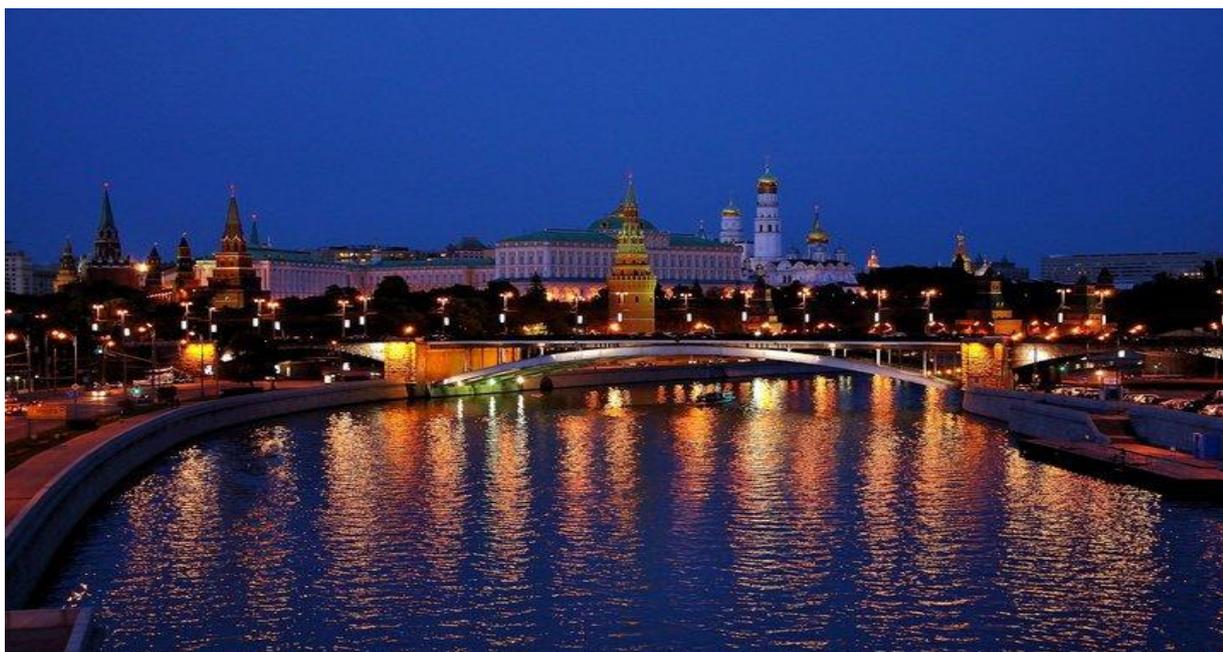
CINA, GIAPPONE, RUSSIA E INDIA

La Cina cresce al 7,40% annuo (dato atteso per il 2014), e in breve diventerà l'economia maggiore al mondo. Questo tasso di crescita non è sostenibile nel medio-lungo termine ed entro 1-2 anni tenderà al 5%, che è comunque un dato in grado di impattare positivamente sulla crescita globale. Considerati questi numeri e considerata la dimensione numerica del PIL, il *renminbi* cinese si propone a medio termine come *reserve currency* in affiancamento o sostituzione del dollaro, visto con sempre meno favore in molte parti del mondo. La politica monetaria della Bank of China è restrittiva con orientamento espansivo.

Il Giappone cresce allo 0,40% (dato atteso per il 2014). Ricordiamo che la Bank of Japan, a inizio novembre, ha reso ancora più espansiva la propria politica monetaria, ampliando la base del proprio piano di QE. L'obiettivo è quello di continuare a stimolare la domanda interna per aumentare crescita e inflazione, mettendo nel sistema una quantità sempre maggiore di moneta. La politica monetaria della Bank of Japan è espansiva con orientamento espansivo.

La Russia si trova alle soglie della recessione, soprattutto a motivo delle sanzioni imposte dall'Occidente, con un PIL 2014 atteso a zero, e un PIL per il 2015, con un'ipotesi di petrolio a 60 dollari, in contrazione del 4%. Il mercato azionario russo, attaccato dalla speculazione, ha perso il 55% in 5 mesi (l'indice RTS era a 1.404 punti il 10 luglio, mentre il 16 dicembre ha fatto un minimo provvisorio a 630). Per il 2014 è stimato un deflusso netto di 120 miliardi di euro, che ha messo in seria difficoltà il sistema economico-finanziario russo e la sua valuta (il rublo). Il cambio euro-rublo era a 45,88 il 24 giugno, per arrivare a 84,96 il 16 dicembre: per sostenere la valuta, nella stessa data, la Banca Centrale Russa ha alzato il tasso di riferimento dal 10,50% al 17%: questa misura, unita ad altre che verranno annunciate a breve, dovrebbero allentare la presa della speculazione contro i punti nevralgici del sistema Russia.

L'unica grossa locomotiva della crescita mondiale che non rallenta, e non mostra di farlo nemmeno nei prossimi anni, è l'India, che è cresciuta nel 2012 e 2013 a poco meno del 5%, ma con un consenso superiore al 5,50% per i prossimi tre anni. Il tutto con un'inflazione attesa in forte calo dall'11% dell'ultimo anno a valori inferiori al 7%, anche per via di una politica monetaria restrittiva con orientamento restrittivo (è l'unica banca centrale al mondo, fra i paesi più rilevanti, con questa posizione). Crescita in aumento e inflazione in calo: un nuovo caso di miracolo economico..



Mosca, ponte sul fiume Moscova, in prossimità della piazza Rossa

IL PUNTO DI VISTA DELLA BCE

COMMENTO ALLO SPEECH DI MARIO DRAGHI A MARGINE DEL MEETING DELLA BCE DEL 4 DICEMBRE 2014

In linea con le attese, e come era ovvio, nel meeting del 4 dicembre 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%.

Testo integrale e commentato del discorso

Introduzione

Sulla base delle nostre regolari analisi economica e monetaria, e in linea con la nostra *forward guidance*, abbiamo deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE. Dando seguito alle decisioni del 2 ottobre 2014, il mese scorso abbiamo iniziato l'acquisto di *covered bonds* in base al nuovo programma. Presto inizieremo anche ad acquistare ABS. I programmi avranno una durata di almeno due anni. Insieme con la serie delle TLTROs (*targeted longer-term refinancing operations*) che si svolgeranno fino al giugno 2016, questi acquisti di asset avranno un impatto considerevole sul nostro bilancio, che dovrebbe muoversi verso le dimensioni che aveva all'inizio del 2012. Le nostre misure miglioreranno il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, aiuteranno le condizioni di finanziamento nell'Eurozona, faciliteranno la concessione di crediti all'economia reale e genereranno ricadute positive verso altri mercati. In tal modo renderanno più accomodante la politica monetaria, sosterranno la *forward guidance* sui tassi di riferimento della BCE e rafforzeranno le significative e crescenti differenze nel ciclo di politica monetaria tra le principali economie avanzate.

Continua infatti il disallineamento tra le politiche monetarie della Fed (da un lato) che sta rimuovendo le misure di stimolo monetario, e della BCE, BOJ e Banca Centrale cinese che si stanno invece muovendo verso una politica monetaria espansiva che di fatto sostituisce quella della Fed nel fornire al sistema pianeta e ai mercati una rete di protezione globale.

Con le misure messe in atto, la politica monetaria ha risposto alle prospettive di bassa inflazione, a un indebolimento della dinamica di crescita e a dinamiche monetarie e creditizie sottotono. La nostra politica monetaria accomodante sosterrà il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine, in linea con il nostro obiettivo di avere tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2%. Penetrando nell'economia, le nostre misure di politica monetaria contribuiranno ad un ritorno dei tassi di inflazione su livelli più vicini al nostro obiettivo. Tuttavia, in prospettiva, tenendo conto delle nuove informazioni e analisi, il Consiglio direttivo seguirà da vicino e valuterà continuamente l'adeguatezza della sua politica monetaria. Nel caso in cui si renda necessario far fronte a ulteriori rischi di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione, il Consiglio direttivo è unanime nel suo impegno a utilizzare ulteriori strumenti non convenzionali, nell'ambito del suo mandato. Il Consiglio direttivo ha incaricato lo staff della BCE e i competenti comitati dell'Eurosistema di assicurare la tempestiva preparazione di ulteriori misure da attuare, se necessario.



Nel discorso di QE non si parla ancora esplicitamente, si lascia alla creatività di giornalisti e operatori il compito di crearne un consenso efficiente nel sostenere stime economiche e tendenze rialziste sui mercati. La forza della politica monetaria verbale, di cui Draghi è il riformatore massimo, sta nel dire e non dire, dosando parole, mezze parole e reticenze con equilibri ed alchimie perfette dal punto di vista della comunicazione. Il QE non c'è. Anzi sì.

Analisi economica

Il PIL reale dell'Eurozona nel secondo trimestre di quest'anno è aumentato dello 0,1% rispetto al trimestre precedente, con revisione al rialzo rispetto alla stima precedente. Dai mesi estivi, i nuovi dati e sondaggi hanno complessivamente indicato un indebolimento nella dinamica di crescita dell'Eurozona. Queste informazioni sono state ora integrate nelle più recenti previsioni delle istituzioni pubbliche e private, che hanno rivisto al ribasso la crescita del PIL reale fino al 2016, mantenendo ancora una prospettiva di ripresa economica, ma modesta. Questo quadro è sostanzialmente in linea con l'attuale valutazione del Consiglio direttivo. Da un lato, la domanda interna dovrebbe essere sostenuta dalle nostre misure di politica monetaria, dai miglioramenti in atto delle condizioni finanziarie, dai progressi compiuti nel risanamento dei conti pubblici e nelle riforme strutturali e dalla riduzione dei prezzi dell'energia a sostegno del reddito disponibile reale. Inoltre, la domanda per le esportazioni dovrebbe beneficiare della ripresa globale. D'altro lato, è probabile che la ripresa continui ad essere frenata da un alto tasso di disoccupazione, da una consistente capacità inutilizzata, e dai necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato. I rischi per le prospettive economiche dell'Eurozona sono ancora orientati al ribasso. In particolare, l'indebolimento nella dinamica di crescita dell'Eurozona, insieme agli intensificati rischi geopolitici, potrebbero smorzare la fiducia e, in particolare, gli investimenti privati. Inoltre, gli insufficienti progressi nelle riforme strutturali nei paesi dell'area costituiscono un fattore di rischio al ribasso per le prospettive economiche. Secondo la *stima flash* dell'Eurostat, l'inflazione HICP nell'Eurozona è stata dello 0,4% nel mese di ottobre 2014, dopo lo 0,3% nel mese di settembre. Rispetto al mese precedente ciò riflette principalmente un contributo un po' meno negativo dei prezzi dell'energia e aumenti annuali leggermente più forti dei prezzi degli alimentari. Un calo dei prezzi dei beni industriali è stato in parte compensato da un aumento dei prezzi dei servizi. Sulla base delle attuali informazioni e dei *future* per l'energia, l'inflazione dovrebbe rimanere sugli attuali bassi livelli anche nei prossimi mesi, per poi aumentare gradualmente durante il 2015 e il 2016. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione i rischi per le prospettive di andamento dei prezzi nel medio termine. In questo contesto, ci concentreremo in particolare sulle eventuali ripercussioni della bassa dinamica di crescita, degli sviluppi geopolitici, del tasso di cambio e dei prezzi dell'energia, e sulla propagazione delle nostre misure di politica monetaria.

Analisi monetaria

Passando all'analisi monetaria, i dati di settembre 2014 continuano a indicare una crescita contenuta dell'aggregato monetario ampio (M3), con il tasso di crescita che tuttavia sale moderatamente al 2,5% nel mese di settembre, dopo il 2,1% nel mese di agosto. La crescita annua di M3 continua ad essere sostenuta dalle sue componenti più liquide, con l'aggregato monetario ristretto (M1) in crescita a un tasso annuo del 6,2% nel mese di settembre. Il tasso di variazione dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto negativo a -1,8% in settembre, dopo il -2,0% di agosto e il -2,2% di luglio. In media negli ultimi mesi, i riscatti netti sono scesi dai livelli storicamente elevati registrati un anno fa. I prestiti alle società non finanziarie continuano a riflettere il rapporto ritardato con il ciclo economico, il rischio di credito, i fattori di offerta del credito e l'aggiustamento in corso dei bilanci del settore finanziario e non finanziario. Il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è stato dello 0,6% in settembre, dopo lo 0,5% di agosto. In linea con una certa stabilizzazione dei flussi di credito,



l'indagine sul credito bancario per l'Eurozona di ottobre ha registrato un allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie. Allo stesso tempo, si deve tener presente che il livello degli standard di credito è molto rigido se guardato in prospettiva storica. A seguito del completamento della Valutazione Globale della BCE, ci si può aspettare che un ulteriore rafforzamento dei bilanci delle banche contribuisca alla riduzione dei vincoli nell'offerta di credito e ne faciliti una maggiore concessione.

Conclusioni

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con i segnali provenienti dall'analisi monetaria conferma le recenti decisioni prese dal Consiglio direttivo di fornire ulteriore accomodamento alla politica monetaria e sostenere l'erogazione di prestiti all'economia reale.

La politica monetaria è focalizzata sul mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo e la sua posizione accomodante contribuisce a sostenere l'attività economica. Tuttavia, al fine di rafforzare l'attività di investimento, promuovere la creazione di posti di lavoro e aumentare la crescita della produttività, altre politiche devono dare il loro decisivo contributo. In particolare, l'approvazione legislativa e l'attuazione di riforme dei mercati dei prodotti e del lavoro, nonché le azioni volte a migliorare il contesto in cui operano le imprese, devono ricevere più slancio in diversi paesi. L'effettiva attuazione delle riforme strutturali aumenterà le aspettative di redditi più elevati e incoraggerà le imprese ad aumentare gli investimenti e ad anticipare la ripresa economica. Per quanto riguarda le politiche di bilancio, i paesi con squilibri di bilancio residui non devono disfare i progressi già compiuti e devono procedere in linea con le regole del Patto di stabilità e crescita. Nel corso delle procedure del quadro concordato, il Patto dovrebbe rimanere l'ancora per la fiducia in finanze pubbliche sostenibili. La flessibilità esistente nel rispetto delle regole dovrebbe consentire ai governi di affrontare i costi di bilancio delle principali riforme strutturali, di sostenere la domanda e di ottenere una composizione delle politiche di bilancio più favorevole alla crescita. Un'attuazione piena e coerente dell'attuale quadro di sorveglianza fiscale e macroeconomica dell'Eurozona è fondamentale per abbattere gli elevati rapporti del debito pubblico sul PIL, per aumentare la crescita potenziale e la capacità di resilienza dell'economia agli shock.



Fin qui il discorso rituale. Come annotato, non c'è nessun esplicito riferimento al QE. Ma è vero che l'orientamento dei dati più recenti e del consenso sulle stime di crescita e inflazione, che rimangono deboli nella congiuntura attuale, riproduce le condizioni in cui la BCE, secondo le linee programmatiche esposte da Draghi nel precedente meeting e in altri interventi seguiti dai media, dovrebbe intervenire con nuove misure non convenzionali aggiuntive, come sarebbe un QE composto da acquisti di bond anche governativi. Sarà importante ora seguire il movimento delle stime su crescita e inflazione. Un ulteriore rallentamento su questi due fronti creerà le condizioni in cui le probabilità che la BCE utilizzi questa estrema e decisiva carta aumenteranno fortemente. Draghi ha comunque dovuto essere più preciso sull'argomento nello spazio riservato alle domande dei giornalisti. Riportiamo a seguire solo una sintesi delle domande e risposte relative a questo punto.

DOMANDE DEI GIORNALISTI

1 – ([Johanna Treeck](#), MNI) È stata modificata la dichiarazione introduttiva, che è firmata da tutto il Consiglio direttivo, per includere un riferimento alla dimensione del bilancio. Questo significa che ora avete un obiettivo ufficiale di bilancio?

Draghi – Risponderò [...] leggendo la dichiarazione perché la risposta è contenuta là. Leggo: "Insieme con la serie delle TLTROs che si svolgeranno fino al giugno 2016, questi acquisti di asset avranno un impatto considerevole sul nostro bilancio, che dovrebbe muoversi verso le dimensioni che aveva all'inizio del 2012." E giustamente lei ha osservato che questa dichiarazione introduttiva è stata firmata dall'intero Consiglio direttivo all'unanimità.

2 – ([Claire Jones](#), FT) La scorsa settimana o giù di lì, abbiamo visto la Fed terminare il suo quantitative easing, e abbiamo anche visto la Banca del Giappone ingigantire i suoi acquisti di asset. Sarebbe interessante avere una indicazione da lei su come questo influenzi il suo pensiero sul QE, su come agire o se ci sono delle lezioni da trarre dalle esperienze di queste due banche centrali.

Draghi - Certo tutte le lezioni sono importanti da tutto il mondo, ma quando si guarda alle altre banche centrali, in altre giurisdizioni, si deve tener conto della profonda diversità delle situazioni, delle condizioni iniziali. Tra l'altro, oggi abbiamo discusso abbastanza ampiamente l'esperienza di altre banche centrali, come abbiamo discusso ampiamente la dimensione del bilancio insieme con la debolezza delle prospettive attuali, sia per PIL che per l'inflazione. Dobbiamo essere consapevoli del fatto che gli effetti del QE sono diversi a seconda delle condizioni iniziali. Nel caso, ad esempio, degli Stati Uniti e del Regno Unito, si possono osservare molte differenze. Una differenza è nella dimensione: hanno triplicato o quadruplicato il loro bilancio. In secondo luogo, la struttura dei loro mercati dei capitali. In terzo luogo, si tende a dimenticare che tutti e tre i paesi, Stati Uniti, Regno Unito e Giappone, avevano deficit di bilancio che erano più volte quello dell'eurozona. In quarto luogo, la composizione di questi interventi è stata diversa tra le diverse giurisdizioni e, per quanto riguarda Stati Uniti e Regno Unito, il momento in cui questi interventi hanno avuto luogo era diverso, gli spread e i tassi di interesse erano molto più alti. Quindi c'è materia per i comitati e per lo staff della BCE per riflettere su tutto questo, su quali siano le condizioni ed i canali di trasmissione in cui le misure supplementari, se necessarie, sarebbero efficaci. Quindi le lezioni di altri paesi e altre giurisdizioni sono molto importanti nel senso che ci fanno pensare a come sfruttare al meglio le misure che potremmo prendere, se necessario.

3- ([Alessandro Speciale](#), *Bloomberg News*) *Vorrei tornare al problema dell'espansione del bilancio che avete citato. Se poteste darci qualche dettaglio su come si prevede di realizzare questa espansione, intendo nel mix delle politiche attuali che la BCE ha approvato e sta attuando.*

Draghi – Come sapete, si tratta di una combinazione di tre misure. Le cosiddette TLTROs, gli acquisti di covered bond, e il programma di acquisto di ABS. Siamo abbastanza sicuri che l'impatto sulla dimensione del nostro bilancio sarà sufficiente e significativa. Vorrei qui sottolineare il messaggio principale: il nostro bilancio continuerà ad espandersi nei prossimi mesi, mentre i bilanci di altre banche centrali sono destinati a contrarsi a causa delle diverse politiche e dei cicli economici. Questo è il messaggio più importante che posso dare per quanto riguarda le prospettive future. Ho detto in passato che siamo su percorsi di politica monetaria divergenti e questo è solo uno degli elementi di questo scenario di base. E poi, naturalmente, ci siamo chiesti, siamo sicuri? Ebbene, ci possono essere due eventualità che possono spingerci a fare di più, ed è quanto il paragrafo che ho appena letto implica. Le due eventualità sono: [1] che le misure adottate non producano sufficienti effetti. Noi crediamo di sì. Siamo assolutamente fiduciosi che bastino. E [2] le prospettive potrebbero peggiorare. Quindi questo è il messaggio principale. Il nostro bilancio continuerà ad espandersi in tutte le direzioni, sia tramite le misure che abbiamo già preso, e/o tramite le misure che potremmo dover prendere, se necessario.

4 - ([Annette Weisbach](#), *CNBC*) *Ben Bernanke ha detto, ad un evento, che la zona euro si troverebbe ad affrontare ostacoli o problemi giuridici e politici in caso di attuazione del QE. Condividi la sua visione, almeno fino a quando la Corte di giustizia europea non darà una sentenza definitiva sull'OMT?*

Draghi – No. Noi pensiamo che, se agiamo all'interno del nostro mandato, siamo in grado di utilizzare una varietà di strumenti. E la cosa importante è rimanere sempre all'interno del nostro mandato. Noi crediamo che se non è finanziamento monetario, è nel nostro mandato.



5 – ([Jean-Philippe Lacour](#), *Les Echos*) Signor Presidente, c'è una lunga discussione sulla dimensione del bilancio. La mia domanda è: il QE può innescare davvero l'inflazione? O piuttosto impedisce un calo ulteriore della bassa inflazione che abbiamo in quel momento?

Draghi – Siamo convinti che le misure che abbiamo preso avranno un impatto sulle aspettative di inflazione a medio termine. Questo di certo, sia perché sono misure di *credit easing* e mirano a ridurre la frammentazione, e perché migliorano le condizioni di finanziamento, e perché ci saranno ricadute su tutti gli altri mercati, e perché introducono una struttura di finanziamento più equilibrata per le banche, e così via. E anche perché, francamente, ci aspettiamo un ampliamento dei mercati che in questo momento sono bloccati, come il mercato degli ABS. E ci aspettiamo anche un'espansione del mercato dei *covered bonds*. Ho già detto in passato che l'entità complessiva investibile di tali titoli è di circa 1 trilione di euro. Ma questo non va preso come dato di riferimento, per due motivi. Prima di tutto, perché parte di questo è *retained*, cioè non messo in vendita, ma anche per il motivo opposto, perché questi mercati sono destinati a rispondere positivamente in termini di dimensioni alle nostre azioni. In altre parole, vedremo più emissione di *covered bonds* e ABS. Per inciso, per quelle persone che dicono che l'acquisto in ABS ridurrà la BCE a diventare una *bad-bank* sottolineo ancora una volta alcuni punti. Prima di tutto (sono numeri che posso avervi dato anche in passato): il tasso di default di tutti gli strumenti di finanza strutturata in Europa tra il 2007 e il 2013 è stato dell'1,5%, rispetto al 18,4% degli Stati Uniti, perché gli Stati Uniti hanno avuto il caso dei *sub-prime*, mentre i *sub-prime* non esistevano in Europa, quindi è come paragonare mele e pere. Ma guardiamo non all'universo intero della finanza strutturata, ma solo agli ABS che acquistiamo noi: per gli RMBS, il tasso di default è 0,1%, per gli ABS del credito al consumo, è 0,04%. Inoltre è con grande soddisfazione che oggi posso leggere a queste persone che c'è un documento di rating di Fitch il cui titolo dice "La BCE prende un rischio di credito minimo con gli ABS", e considera i nostri criteri conservativi. Come esempio ipotetico — soprattutto per quelli che dicono che la BCE è una *bad bank* — se fossero stati utilizzati gli stessi criteri per selezionare le obbligazioni ammissibili tra quelle presenti prima dell'inizio della crisi, le perdite sulla restante vita dei crediti sarebbero state meno dello 0,001%. Queste cifre faranno cambiare idea a queste persone? La risposta è no. Perché, come ha detto qualcuno, quando la prova incontra la fede, non ha possibilità.

I NUMERI DELLA BCE

Tassi	Tasso di riferimento principale (REFI) 0,05% Tasso di rifinanziamento marginale (MRI) 0,30% Tasso di deposito overnight -0,20%.
Stime	La BCE ha tagliato le stime sul PIL dell'Eurozona, portandole a +0,8% per quest'anno (da +0,9% di settembre), a +1% per il 2015 (da +1,6%) e a +1,5% nel 2016 (da +1,9%). Sono state anche ridotte le stime sul tasso di inflazione allo 0,5% nel 2014 (da 0,6%), allo 0,7% nel 2015 (da 1,1%) e all'1,3% nel 2016 (da 1,4%).
Bilancio BCE	Le misure adottate dalla BCE avranno un "impatto notevole" sul suo bilancio, che la BCE intende riportare verso i livelli d'inizio 2012 (3.000 miliardi contro i 2.052 dell'ultimo dato conosciuto), aumentandolo quindi di circa 1.000 miliardi.

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	2,30	3,00	2,80
INFLAZIONE (A/A)	2,87	3,85	-0,35	1,63	3,17	2,08	1,48	1,70	1,50	2,20
DISOCCUPAZIONE (%)	4,62	5,80	9,28	9,63	8,93	8,08	7,35	6,20	5,50	5,20
FED FUND RATE	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,95	-

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	0,80	1,10	1,50
INFLAZIONE (A/A)	2,13	3,28	0,30	1,61	2,70	2,50	1,34	0,50	0,60	1,30
DISOCCUPAZIONE (%)	7,53	7,58	9,55	10,10	10,12	11,30	11,95	11,60	11,30	11,10
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
PIL REALE (A/A)	1,70	-1,20	-5,50	1,70	0,40	-2,40	-1,90	-0,40	0,40	0,95
INFLAZIONE (A/A)	2,04	3,49	0,77	1,64	2,91	3,31	1,31	0,20	0,30	1,00
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,78	7,82	8,42	8,41	10,68	12,21	12,60	12,50	12,40
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
PIL REALE (A/A)	3,94	1,55	-2,32	3,99	2,96	2,08	2,16	2,42	2,82	3,04
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,36	8,18	8,24	7,88	7,82	7,88	7,42	7,13	7,03

CICLO ECONOMICO, POLITICA MONETARIA E QE

Un ciclo economico, dicono i manuali di economia, si sviluppa secondo diverse componenti: crescita, inflazione, fiducia, e vari altri. L'equilibrata interazione tra ognuno di essi, posto il ciclico temporaneo prevalere di ciascuno, determina appunto gli sviluppi del ciclo. Il ciclo economico tuttora in corso ha avuto e mantiene un protagonista indiscusso e decisivo, che più di ogni altro fattore ha influenzato l'andamento dei mercati: la politica monetaria. E quando la realtà economica assumeva tonalità truci, a tratti drammatiche e apparentemente irreversibili, le banche centrali, lavorando sempre più di concerto (e anche questo è un fatto nuovo) hanno iniziato a costruire una rete solidissima di misure convenzionali (prima) e non convenzionali a protezione dei mercati e del clima generale dell'economia, che ha impedito, finora, il peggio. Il clima economico è cambiato in modi diversi a seconda delle diverse zone, mentre i mercati, dal 9 marzo 2009, hanno sempre avuto un trend primario rialzista. In tale contesto strutturale di guida del sistema da parte delle banche centrali, la BCE è certamente quella che ha messo in campo gli sforzi maggiori, operando nelle condizioni più difficili, senza essere appoggiata dalla politica economica di un governo unico. In ogni modo, ora più che mai il focus è sulla BCE, e i mercati si muovono sulle attese delle sue scelte.

All'attesa degli effetti per le misure di stimolo monetario annunciate in giugno dalla BCE si aggiunge quella ben più rilevante creata dagli speech di Draghi a margine degli ultimi due meeting, relativa all'opzione di un QE strutturato con l'acquisto di corporate e governative bond. Questa misura sarebbe molto onerosa per la BCE, e inserirebbe nel suo bilancio una quota di rischio forse più alta dei parametri che secondo logica dovrebbero essere applicati. La verità è che questi parametri non sono mai stati definiti con esattezza, e si è sempre lasciato che le decisioni venissero assunte a seguito dei serrati dibattiti all'interno del Board. Una piccola bugia Draghi ce l'ha raccontata nello speech di ottobre quando disse che non ci sono attriti all'interno del Board, al di là della normale dialettica. Gli attriti ci sono eccome, e sono forti, com'è inevitabile che sia. Una parte dell'Eurozona ha necessità urgente del QE: parliamo di Italia, Spagna, Francia oltre a Portogallo e Irlanda (la Grecia è commissariata dalla Troika e il suo potere contrattuale è quasi nullo). Un'altra parte, composta dai paesi più forti (guidati dalla Germania), non ha bisogno del QE e lo ritiene anzi dannoso.

Nel frattempo, per inciso, si sono realizzate le condizioni che il Board aveva originariamente definito come presupposti per la realizzazione del QE (ulteriore calo delle stime di inflazione e di crescita, spostamento in avanti del punto di inversione del trend, poca visibilità sui motivi attesi in grado di generare crescita). Ci sono dunque sia la necessità, sia le condizioni "trigger", sia l'urgenza del QE. Le ragioni per cui i paesi più forti, come la Germania, mostrano ostilità verso il QE si possono sintetizzare come segue: in caso (remoto ma non impossibile) di default di un paese la BCE si ritroverebbe posizioni incagliate (cosa non proprio auspicabile per una banca centrale); i tassi bassi non garantiscono una remunerazione sufficiente del rischio assunto; c'è il rischio di creare bolle speculative sui mercati azionari e obbligazionari, ed eventualmente a cascata su altri settori. Inoltre il governatore della Banca Centrale tedesca Jens Widmann ha aggiunto che un intervento così massiccio della BCE rallenterebbe le riforme in alcuni paesi e fornirebbe loro un pretesto per posticiparle. Il QE infatti, oltre ai "corporate bond" prevedrebbe l'acquisto di titoli di Stato in proporzione al peso di ciascun paese sul PIL globale dell'Eurozona. Nel dettaglio, uno dei paesi che desta maggiore preoccupazione nei tedeschi è proprio l'Italia. Il PIL italiano è il terzo in ordine di grandezza nell'economia di Eurozona, per cui la quantità di titoli di Stato italiani da comprare per arrivare al famoso trilione di euro di espansione del bilancio sarebbe imponente.

Tutto ciò premesso, in ogni modo a questo punto il QE è molto probabile, anzi pressoché sicuro. Il suo impatto rialzista sui mercati sarà notevole. Anche questo è certo. Sui tempi, invece, le certezze sono meno. Prima di annunciare il QE la BCE vorrà monitorare gli effetti delle misure già poste in essere, valutare gli sviluppi del quadro economico, dalle stime su inflazione e crescita a quelle sulla disoccupazione, fino al prezzo del petrolio, e certamente deciderà di agire in una fase stagionalmente debole per il mercato azionario. La nostra guidance identifica il meeting di gennaio con una probabilità del 40% e quello di febbraio con una probabilità del 50% come finestra temporale interessata per l'annuncio del QE.

BCE E MERCATI

Dopo l'ultimo meeting della BCE i mercati hanno cercato e trovato un equilibrio su livelli diversi, sensibilmente più bassi, modellizzando il nuovo scenario di consenso generato dalle parole al solito mirate del presidente. In realtà i prezzi erano saliti prima del meeting. Come sempre avviene sui mercati, l'attesa aveva guidato il rialzo, mentre la notizia di una sempre maggiore probabilità del QE, unita alla parziale delusione di una parte del consenso, che vedeva il QE già in questo meeting, ha generato una discesa profonda durata tutta la settimana successiva. Il QE ci sarà, anche se manca certezza sui tempi. Come abbiamo scritto nell'articolo "Ciclo economico, politica monetaria e QE" la nostra guidance "vede" l'annuncio del QE nel primo o nel secondo meeting del 2015. Fino ad allora sarà sufficiente lo scenario di consenso creato sulla fattibilità del QE ad alimentare e confermare la forza rialzista dei mercati azionari globali e soprattutto di Eurozona, e ad arginare le correzioni. Nel frattempo ogni evento, ogni notizia, ogni dato economico e/o aziendale svilupperà nel breve termine i suoi effetti positivi o negativi sui mercati: gli effetti positivi saranno amplificati e sostenuti dal clima generale positivo; viceversa quelli negativi svilupperanno veloci e frequenti ribassi speculativi che tenderanno ad essere riassorbiti dalla forza costante dei compratori. La immensa liquidità presente nel sistema continuerà ad entrare nei mercati azionari, ora anche perché l'idea di questo sostegno forte che verrà offerto ai mercati, soprattutto nei loro segmenti più deboli, comprime fortemente le dinamiche di percezione del rischio ["R" nelle formule per la ricerca del fair value: $FV = U / (i + R)$] aumentando, con il calo del denominatore, il valore degli asset quotati, soprattutto azionari.

E fin qui stiamo parlando solo delle attese. In prossimità dei meeting BCE di gennaio e febbraio la speculazione potrà scatenare la sua volatilità giocando sul fatto che l'annuncio (del QE) ci sarà o non ci sarà. Ma è ormai ovvio che il QE entro breve ci sarà. Dopo l'annuncio, nel breve il rialzo di tutti i listini sarà veemente e tenderà a continuare per alcune settimane. Nel contempo, la volatilità salirà e ci saranno frequenti veloci correzioni a margine dei rialzi. Esaurita la fase iniziale, i mercati azionari riprenderanno nel loro movimento rialzista, che va avanti ormai dal 2009. Infine, finita l'euforia per l'annuncio, fra qualche mese verrà anche il momento delle valutazioni economiche, e a quel punto i toni entusiastici potrebbero ridimensionarsi. Ma quella è un'altra storia. Per adesso godiamoci la favola bella del QE. E ricordiamoci, come dice Leopardi, che il sabato è più bello della domenica.

Mai come ora si può riconfermare un'ipotesi rialzista di medio-lungo termine. Per la grande inversione che prima o poi tutti si aspettano c'è ancora tempo. Molto tempo.



Brasov, Transilvania

LA BASSA INFLAZIONE È DAVVERO UN PROBLEMA?

Quando Draghi il 4 dicembre ha detto: "La politica monetaria è focalizzata sul mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo", parole di un'ovvietà esemplare e perfettamente in linea con l'ortodossia economica, ho ripensato a tante altre affermazioni precedenti di senso contrario ripetute spesso negli ultimi mesi, e secondo cui la bassa inflazione è un problema, anzi, è IL problema. Diciamoci la verità. La bassa inflazione è la condizione migliore che un sistema economico-finanziario possa perseguire. Che poi essa sia effetto, come oggi in Eurozona, di una debolezza strutturale della domanda aggregata e per consumi, è la conseguenza logica e inevitabile di una congiuntura negativa, che va (essa sì) contrastata con gli strumenti di politica monetaria a disposizione di una banca centrale e, in teoria, con quelli di politica fiscale a disposizione di ogni governo. La bassa inflazione è la condizione (favorevole) necessaria per poter mantenere e/o implementare una politica monetaria espansiva (come sta succedendo anche in Eurozona), che dovrebbe diventare, in un certo periodo di tempo, presupposto per un rafforzamento della domanda aggregata, con la ripresa dei consumi e dunque della crescita.

Essa è la condizione principale da perseguire, posto che il mandato della Banca Centrale Europea, così come (soprattutto) le più basilari regole per il funzionamento di un sistema economico-finanziario, hanno come primo obiettivo la stabilità dei prezzi. Questo è necessario affinché la moneta possa svolgere le sue funzioni di intermediaria negli scambi e misura del valore, in grado di trasferire il valore nello spazio (grazie al riconoscimento universale e indiscusso del suo ruolo) e nel tempo (grazie al mantenimento di un moderato tasso di inflazione).

Se vogliamo essere concreti e maliziosi, un tasso di inflazione vicino al 2% serve oggi come strumento di svalutazione implicita del debito pubblico di alcuni stati dell'Eurozona, come l'Italia, che si sono dimostrati assolutamente incapaci non dico di ridurre il loro debito, come sarebbe negli impegni sottoscritti, ma persino di moderarne il ritmo di crescita. L'inflazione bassa dunque non è un problema ma una condizione molto positiva. Il problema è, semmai, la causa che determina questa congiuntura.



IL PUNTO DI VISTA DELLA FED

SINTESI DELLO SPEECH DI JANET YELLEN A MARGINE DEL MEETING DEL 17 DICEMBRE 2014.

Con un discorso incisivo e rassicurante, a margine del meeting della Fed del 17 dicembre, Janet Yellen ha saputo comunicare notizie negative (la conferma che il rialzo dei tassi è imminente) non solo senza creare allarme, ma anzi ricreando ottimismo e ridando slancio ai mercati.

La notizia cattiva è che il FOMC (Federal Open Market Committee) ha cambiato la sua *forward guidance* cancellando il passaggio "i tassi d'interesse rimarranno vicino allo zero per un periodo di tempo considerevole". E' la certificazione ufficiale dell'inizio di un orientamento restrittivo della politica monetaria della Fed. Tuttavia i modi della comunicazione sono stati "market friendly", anche perchè associati a considerazioni molto positive sullo stato dell'economia USA.

Il rialzo dei tassi ci sarà dunque, ovviamente, ma sarà graduale, e non inizierà a breve (non dovrebbe essere comunicato nei prossimi due meeting, ma solo quando i dati dell'economia USA raggiungeranno stabilmente gli obiettivi della Fed. La Yellen ha aggiunto che la Fed "può essere paziente" nella decisione di "normalizzare" la sua politica monetaria, e che i componenti del FOMC ritengono che i tassi saliranno meno velocemente di quanto previsto tre mesi fa. Guardando i futures, i Fed Funds sono attesi ora alla fine del 2015 all'1,125%, dall'1,375% di settembre.

La Federal Reserve ha alzato le stime di crescita per il PIL degli Stati Uniti nel 2014 dal 2,0-2,2% al 2,3-2,4%, si attende una crescita del 2,6-3,0% per il 2015, e ha modificato le stime di crescita per il 2016 dal 2,6-2,9% al 2,5%-3,0%.

Le stime d'inflazione sono state riviste dall'1,5-1,7% all'1,2-1,3% per l'anno in corso, dall'1,6-1,9% all'1,0-1,6% per il 2015, mentre per il 2016 sono state confermate all'1,7-2,0%. Su queste revisioni al ribasso dell'inflazione ha pesato il forte calo del prezzo del petrolio, che è in realtà un elemento molto positivo per il sistema, specie dal punto di vista dell'inflazione.

Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere quest'anno al 5,8% dal 5,9-6,0% stimato in precedenza, attestarsi per il 2015 al 5,2-5,3% dal 5,4-5,6% precedente, e al 5,0-5,2% dal 5,1-5,4% stimato in precedenza per il 2016.

Tutto procede secondo i piani della Fed. I mercati globali prendono atto di ciò e salutano con nuovi rialzi, mentre i listini americani si riportano in prossimità dei massimi storici, che molto a breve saranno nuovamente aggiornati. Oggi, se non lo si era già fatto, si può affermare con certezza che dalla parte di là dell'oceano la crisi è veramente finita.



GLOBAL MARKET OVERVIEW

	Ultimo prezzo	Variazione da inizio mese	Variazione da inizio anno
Indici Azionari			
FTSE Mib	19.014	-3,61%	-1,37%
DAX	9.787	4,34%	1,74%
S&P 500	2.071	-1,96%	7,68%
Nasdaq 100	4.282	-1,60%	14,76%
Eurostoxx 50	3.137	0,52%	-0,32%
Nikkei	17.621	-0,64%	2,85%
MSCI Emerging Markets	935	-9,64%	-8,16%
MSCI World Index	1.706	-2,51%	0,63%
Global Hedge Fund Index	1.197	2,61%	2,16%
Titoli Azionari Benchmark			
Microsoft Corp.	47,66	-5,07%	21,53%
Apple Inc.	112,65	-1,71%	35,09%
Facebook	79,88	-1,41%	36,52%
Google	520,04	-11,70%	-10,58%
Alibaba	110,65	-0,28%	-
Intesa San Paolo	2,436	11,28%	37,18%
Fiat Chrysler	9,335	5,41%	57,02%
Forex e Commodities			
€/£	0,7825	1,22%	-4,52%
€/€	1,2229	-0,29%	-8,53%
CRB Index	439,75	-3,32%	-3,77%
Gold	1195,74	2,45%	-2,18%
Brent	61,38	-2,77%	5,70%
WTI	57,13	-27,54%	-41,40%
Curve rendimenti			
T-Bond 10 anni	2,1627	2,19	3,03
Bund 10 anni	0,5915	0,86	1,92
BTP 10 anni	1,948	2,49	4,04
Spread Btp BUND	135,84	163	212

dati a venerdì 19 dicembre 2014

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 al rialzo o al ribasso (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.

Quattro sono dunque i punti basilari per un portafoglio vincente: scelta dei titoli più solidi e più performanti, costruzione equilibrata del portafoglio, implementazione della copertura e modificazione 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-lungo termine i mercati azionari restano orientati al rialzo. Sono ciclicamente da preferire titoli azionari dei settori: tecnologia USA, industriale e bancario italiano.

Si può continuare ad accumulare posizioni sui titoli americani Microsoft, Apple, Facebook, Alibaba, Priceline, Bank of New York Mellon, Jazz Pharmaceutical, e sui titoli italiani Intesa San Paolo, Banca Popolare Emilia, FCA (ex Fiat), Finmeccanica.

Modifiche al portafoglio

Fino ad ora la copertura è stata fatta con il future sull'indice italiano (Fib), nella misura del 100%.

Da questo momento la copertura sarà fatta con il future sull'indice americano MINISP, nella misura del 90%. Il prezzo di chiusura del MINISP scadenza marzo, nostro prezzo di partenza, è 2.067.

Al raggiungimento del prezzo di 540 dollari o alla data del 12 gennaio (alla prima delle due condizioni che si verifica) eliminiamo dal portafoglio il titolo Google class A. Al raggiungimento del prezzo di 1.175 dollari o alla data del 12 gennaio (alla prima delle due condizioni che si verifica) eliminiamo dal portafoglio il titolo Priceline Group.

	Prezzo 17 luglio 2014	Prezzo 20 novembre 2014	Variaz. %	Valore 17 luglio	Valore 20 novembre	Risultato
Microsoft	44,53	47,66	7,02	10.000	10.702	702
Apple	93,09	111,78	10,11	10.000	11.011	1.011
Google (class A)	580,82	520,04	- 10,46	10.000	8.954	-1.046
Facebook	66,41	79,88	20,28	10.000	12.028	2.028
Priceline Group	1201,37	1.109,45	- 7,64	10.000	9.236	-764
Bank of New York Mellon	38	40,85	7,5	10.000	10.750	750
Jazz Pharmaceutical	141,65	169,03	19,35	10.000	11.935	1.935
Alibaba	68	110,65	62,72	10.000	16.272	6.272
Intesa San Paolo	2,228	2,436	9,33	10.000	10.933	933
Banca Popolare Emilia	6,51	5,17	- 20,58	10.000	7.942	-2.058
FCA (ex Fiat)	7,705	9,335	21,24	10.000	12.124	2.124
Finmeccanica	7,246	7,915	9,23	10.000	10.923	923
				120.000	132.810	12.810

dati a venerdì 19 dicembre 2014

Era suggerita una copertura al 100% costruita con posizioni sul FIB.
Per coprire un valore nominale di 127.227 euro al 100% (valore del portafoglio azionario nella precedente rilevazione - Newsletter di Novembre),
occorrevano 1,32 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 0,12 FIB ottenuto con i CFD (12 microlotti di ITA40).

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

Alla data del 20 novembre (precedente rilevazione) il FIB ha chiuso a 19.207.

Alla data del 19 dicembre (ultima rilevazione) il FIB ha chiuso a 19.059.

Il portafoglio azionario ha generato nel periodo considerato un guadagno di 12.810 euro
(ultima riga colonna risultato).

Il guadagno ottenuto con la copertura 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.

**Il guadagno totale della strategia è stato nel periodo 17 luglio / 19 dicembre 2014
pari a 23.310 euro** su 120.000 euro che oggi rappresentano l'investimento iniziale
(dai 140.000 precedenti, ma abbiamo eliminato due titoli il mese scorso, computando la relativa
perdita), con una **performance lorda dell' 19,42% in cinque mesi (e dunque pari al 46,61%
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.

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 normativa vigente,
ovviamente qui non posso aggiungere altro.

=====

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

