

# PUNTI DI VISTA

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA  
ANALISI, RICERCHE E TESTI A CURA DI STEFANO BAGNOLI  
ANNO 2, NUMERO 2 DEL 5 FEBBRAIO 2015.

## EDITORIALE



*Il mondo sta cambiando velocemente. Ciò che è vero oggi potrebbe non esserlo dopodomani.*

## **IN QUESTO NUMERO:**

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

**Ipotesi di revisione della  
forward guidance di lungo  
termine** pag.4

**Mercati:** pag.7

**Laboratorio economico:**  
pag.9

**Il Quantitative Easing della  
BCE:** pag.10

**Il punto di vista della Fed**  
pag.12

**Syriza affaire** pag.13

**Il punto di vista della BCE**  
pag.14

**Global market overview**  
pag.17

**Il quadrilatero delle analisi**  
pag.18



*Si vive una volta sola. Tanto vale farlo bene.*

## **IPOTESI PRINCIPALE DI SCENARIO**

### **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 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, al 3,20% e al 2,80% per il 2016. L'inflazione attesa per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, allo 0,85%, e al 2,20% per il 2016, in linea con il target della Fed che vuole, come la BCE, un tasso vicino ma inferiore al 2%. La disoccupazione è attesa al 5,40% per l'intero 2015 e al 5,10% 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 almeno per il primo semestre. 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 tra la metà del 2015 e l'inizio del 2016. La nostra view si focalizza sul terzo quarter del 2015.

### **Eurozona**

In Eurozona la situazione è diversa tra i vari paesi componenti, ma nell'insieme la ripresa rimane incerta. La crescita attesa per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, a +1,10%, ben al di sotto del potenziale. La crescita attesa per il 2016 è all'1,60%. L'inflazione finale nel 2014 è stata dello 0,44%, lontana dal target della BCE di un tasso vicino ma inferiore al 2%. L'inflazione attesa per il

2015 è oggi allo 0,20 e all'1,20% per il 2016. La disoccupazione rimane alta: 11,30% il dato atteso 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 il QE annunciato finalmente il 22 gennaio, affiancando alle misure già in essere l'acquisto da marzo di *governative bond*. L'annuncio ha sorpreso per le dimensioni e la durata della misura, non solo maggiori delle attese, ma anzi da intendere come potenzialmente illimitate nel caso in cui non siano raggiunti gli obiettivi nel termine previsto (vedere articolo nelle pagine successive).

### **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 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**.

### **Il Quantitative Easing**

Il QE, così come presentato, avrà un impatto positivo forte sui mercati, e garantirà una prosecuzione del rialzo sui mercati azionari per almeno altri 6-12 mesi. Diversa e quantomeno incerta è la valutazione degli effetti del QE sul quadro economico di Eurozona, che necessita sempre più di interventi radicali e urgenti della politica dei singoli stati, e di riforme strutturali, come Draghi ripete da anni. E se queste dovessero continuare a mancare, o ad essere posticipate ancora, 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.

Considerando gli effetti del QE europeo, 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, è possibile riconfermare una view rialzista di medio termine (diciamo almeno sino all'estate) sui mercati azionari di Eurozona e globali. Diversa è invece la valutazione in un orizzonte di lungo termine.

## IPOTESI DI REVISIONE DELLA FORWARD GUIDANCE DI LUNGO TERMINE

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

Il mercato azionario è un modello di sconto degli utili attesi, scontati cioè riportati ad oggi ad un tasso corretto per il rischio. Ricordiamo la formula di base per la ricerca del fair value di un titolo azionario è quella nel riquadro a sinistra.

Ora ci troviamo nella fase sommitale del ciclo economico americano, al massimo della crescita dopo uno sforzo prolungato della Fed, ma anche nel pieno del massimo sforzo espansivo della BCE. In questa fase è normale che gli utili abbiano una dinamica positiva.

Le due economie occidentali di riferimento (quella Usa e quella di Eurozona) evidenziano in questa fase una condizione di *decoupling*, con differenze radicali di ciclo

economico e soprattutto di politica monetaria. 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.

Il rischio "R" è alto rispetto alla media storica, soprattutto nella versione "rischio geopolitico", e tenderà in un orizzonte di medio termine ad aumentare ulteriormente.

Un forte contributo alla permanenza del valore e del fair value dei titoli azionari su livelli alti per la *corporate America* e storicamente accettabili per le aziende di Eurozona, è stato e continua ad essere quello dei tassi vicini a zero. Il tasso di sconto degli utili futuri deriva dai tassi delle curve che, a loro volta, sono fortemente influenzati dai tassi di riferimento decisi dalla Banca centrale. Quelli della BCE sono e rimarranno a lungo vicino allo zero, e anzi siamo in piena accelerazione della fase espansiva della politica monetaria con il recentissimo annuncio del QE. Quelli della Fed lo sono ancora, ma qui la situazione è diversa. Nella retorica convenzionale delle banche centrali, nella parte finale di una fase di politica monetaria espansiva, nei comunicati si usa una frase di rito: "i tassi sono e resteranno vicino allo zero (oppure "bassi") per un prolungato periodo di tempo". Fino a quando ciò accade significa che nell'orizzonte temporale di riferimento dei modelli di analisi economica, normalmente pari a sei mesi, i tassi sono assunti e modellizzati ai valori minimi. In questa condizione la politica monetaria ha formalmente un orientamento (bias) espansivo. E questo, anche solo per una semplice questione matematica, impatta positivamente sul fair value dei titoli azionari.



Ricordiamo che i tassi a questi livelli e per un periodo così prolungato sono una condizione assolutamente eccezionale, che è stata posta in essere per far fronte ad una crisi sistemica, economica, finanziaria, ma anche culturale, demografica e sociale, unica nel corso della storia moderna. Appena il sistema fornirà indicazioni di normalità, una volta definito ciò che si può intendere oggi per normalità, i tassi verranno riportati a livelli diversi da quelli attuali. Certamente la

normalità dei tassi del prossimo futuro stazionerà su livelli molto più bassi rispetto a 10-15 anni fa, ma sempre più in alto di oggi. Nel suo speech di mercoledì 28 gennaio, Janet Yellen si è prodigata a dire che non ha fretta di alzare i tassi. E in effetti non può averne, con il petrolio vicino ai minimi, crescita robusta e bassa inflazione (che a differenza di quanto ci raccontano è la condizione ottimale per il sistema). Bene. Ma c'è qualcosa che non ha detto: la frase rituale, "i tassi sono e resteranno vicino allo zero per un prolungato periodo di tempo". Ciò significa che l'inizio del ciclo di rialzi è già nel mirino, all'interno del FOMC ne stanno già parlando, entro 6-9 mesi ci sarà. Non si tratta propriamente di una sorpresa, più o meno il consenso degli analisti e anche la nostra view era questa. Ma ciò che prima era un'ipotesi ora è una quasi certezza, con tanto di tempistica probabile. I mercati devono ora prendere ufficialmente atto di questa spigolosa realtà, che prima non era modellizzata (i modelli calcolano la realtà secondo gradi differenti di probabilità), e andranno, entro un periodo non superiore a un anno, a cercare nuovi equilibri tra prezzi e valori su livelli diversi, probabilmente più bassi.

La politica monetaria espansiva, soprattutto della Fed, è stata il vero motore dei rialzi azionari degli ultimi sei anni, con un impatto positivo conseguente anche sull'economia. Ne deriva che la rimozione dello stimolo monetario della Fed potrebbe avere un impatto negativo decisivo sui mercati. Soprattutto se unita ai tanti fronti di tensione geopolitica (guerre e terrorismo aumenteranno in tempi brevi), e alla debolezza economica strutturale dell'Eurozona, che verosimilmente non riceverà nessun aiuto significativo dalla politica dei governi, in appoggio al coraggioso QE della BCE. In sintesi, nella contrapposizione tra le diverse forze che ininterrottamente agiscono nel mercato si potrebbero determinare i presupposti per un'inversione ribassista di lungo termine.

L'ipotesi di lavoro per il lungo termine è oggi che la poderosa crescita americana attuale verrà progressivamente scontata da prezzi azionari crescenti, fino al punto in cui il rialzo dei tassi ne arginerà la forza; la crescita degli utili diminuirà proprio nel momento in cui il rapporto tra prezzi e utili sarà molto alto e dunque penalizzante. Dalla parte di qua dell'oceano gli effetti positivi del QE andranno a interessare perlopiù i mercati, solo in minima parte l'economia, e per un periodo non superiore a un anno.



Per questi motivi **la nostra forward guidance per il lungo termine viene formalmente messa in revisione**. La nostra view di una direzione rialzista dei mercati oltre l'orizzonte temporale di un anno potrebbe, alla fine del 2015, non avere più il sostegno dei motivi fondamentali che l'avevano originata. Ciò non significa che i mercati debbano iniziare a scendere immediatamente. Anzi è probabile che la discesa delle prime sedute dopo la terna di eventi tra il 22 e il 28 gennaio (il meeting della BCE, quello della Fed e le elezioni in Grecia), contenesse una componente emotiva e rappresentasse una fase di overshooting, ovvero di eccesso. Lo scenario più probabile ora è un periodo di alcuni mesi di trading range distributivo in prossimità dei massimi. Il fatto nuovo è che per la prima volta dopo molti anni, in ottica di lungo termine, non ci sono motivi rilevanti e significativamente nuovi (dunque non scontati dai prezzi) per pensare ad ulteriori rialzi. Rimangono invece in attesa di vedersi materializzare, in un tempo compreso tra uno e due anni, i motivi che determineranno o potrebbero determinare l'inizio di una prolungata fase di ribassi.



## MERCATI

### La campanella dell'ultimo giro

Dopo il "mese facile" di gennaio, in cui la nostra forward guidance si è realizzata perfettamente in ogni suo aspetto, dalla nostra analisi periodica prende forma un tracciato previsionale tutto sommato chiaro anche per i prossimi mesi.

Per il medio termine continua a dominare la condizione risk on. I flussi vanno dal no risk verso il rischio, e quindi dai bond risk free verso l'azionario, e dalle valute meno growth sensitive verso le più growth sensitive. I mercati azionari continueranno a salire almeno fino a giugno. 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 il breve termine anche al settore oil, che avevamo eliminato alcuni mesi fa e che continua a non piacerci per il medio-lungo termine.

L'indice S&P500 potrebbe tornare a puntare i 2.100 punti, e poi target ancora più ambiziosi, difficili da quantificare, dato che siamo nel territorio dei massimi storici. 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 dalla realizzazione del QE. Il FTSE MIB, dopo aver raggiunto in breve tempo i target che avevamo pensato per fine anno, potrebbe tornare a breve verso l'area 22.000, e poi target più ambiziosi entro la fine dell'anno.

Gli spread continueranno a comprimersi, e dunque c'è valore anche nei bond periferici, più nelle parti medio-lunghe delle curve, 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 strutturalmente più di quello obbligazionario, pur senza snaturare gli equilibri personali di ogni portafoglio.

Se nel secondo semestre del 2014 il driver principale e il tema più semplice per l'operatività era stato lo short su euro-dollaro, che abbiamo seguito fin da maggio, nel primo semestre 2015 i temi interessanti saranno il rialzo del petrolio, che tornerà in questi mesi in area 70 dollari, e il rublo.

L'euro-dollaro conoscerà nel breve una fase di assestamento, necessaria dopo la forte accelerazione ribassista degli ultimi mesi, ma presto (ipotizziamo entro marzo) riprenderà la sua discesa verso il target 1:1 e anche altri obiettivi più ambiziosi. 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 QE appena annunciato, il maggiore ritmo di espansione della massa monetaria nell'Eurozona e le tensioni politiche in Grecia contribuiscono a spostare l'inerzia in questa direzione.

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

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



Bisognerà fare attenzione ai deliri di Syriza e del governo greco, che pur mettendo in luce aspetti certamente non limpidi nelle relazioni tra mondo finanziario e Grecia degli ultimi anni, sembra aver perso di vista completamente la logica e la realtà. Il "fronte greco" è in grado di creare instabilità al sistema e dunque anche all'ipotesi di rialzo di medio termine che abbiamo formulato.

Nei prossimi mesi ci saranno anche ulteriori accelerazioni del rischio geopolitico in Ucraina e in Israele, forse Iran (non probabile in questa fase) oltre ai tanti fronti di guerra dimenticati come Siria, Libia e Isis. Purtroppo anche gli attacchi terroristici saranno più frequenti, come è normale in questa fase ciclica. Il mondo sta cambiando velocemente e ciò che vediamo oggi non lo vedremo dopodomani. Degli scenari elencati, solo la crisi russo-ucraina potrebbe avere un forte impatto sui mercati. L'aumento del rischio geopolitico determinerà occasionali fasi di volatilità, che però non dovrebbero per ora intaccare il trend rialzista di fondo dei mercati azionari nel periodo considerato (medio termine). Per il lungo termine, invece, le cose si sono un po' complicate..

## 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. Il 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.**



## LABORATORIO ECONOMICO

### USA

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>PIL REALE (A/A)</b>	1,80	-0,30	-2,80	2,50	1,60	2,30	2,20	2,30	3,00	2,80
<b>INFLAZIONE (A/A)</b>	2,87	3,85	-0,35	1,63	3,17	2,08	1,48	1,70	1,50	2,20
<b>DISOCCUPAZIONE (%)</b>	4,62	5,80	9,28	9,63	8,93	8,08	7,35	6,15	5,50	5,20
<b>FED FUND RATE</b>	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
<b>PIL REALE (A/A)</b>	2,90	0,40	-4,40	2,00	1,60	-0,70	-0,40	0,80	1,10	1,50
<b>INFLAZIONE (A/A)</b>	2,13	3,28	0,30	1,61	2,70	2,50	1,34	0,44	0,60	1,30
<b>DISOCCUPAZIONE (%)</b>	7,53	7,58	9,55	10,10	10,12	11,30	11,95	11,60	11,30	11,10
<b>TASSO BANCA CENTRALE EUROPEA</b>	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
<b>PIL REALE (A/A)</b>	1,70	-1,20	-5,50	1,70	0,40	-2,40	-1,90	-0,40	0,40	0,95
<b>INFLAZIONE (A/A)</b>	2,04	3,49	0,77	1,64	2,91	3,31	1,31	0,20	0,30	1,00
<b>DISOCCUPAZIONE (%)</b>	6,11	6,78	7,82	8,42	8,41	10,68	12,21	12,70	12,80	12,55
<b>TASSO BANCA CENTRALE EUROPEA</b>	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
<b>PIL REALE (A/A)</b>	3,94	1,55	-2,32	3,99	2,96	2,08	2,16	2,43	2,77	3,03
<b>DISOCCUPAZIONE (%)</b>	6,11	6,36	8,18	8,24	7,88	7,82	7,88	7,41	7,16	7,00

## IL QUANTITATIVE EASING DELLA BCE

### Introduzione

Si erano create attese molto forti per il QE in versione europea, e la BCE ancora una volta non ha deluso. Nello speech a margine del meeting del 22 gennaio, nel quale peraltro i tassi sono stati lasciati invariati, il presidente Draghi ha annunciato il primo vero *Quantitative Easing* nell'Eurozona. Le modalità tecniche di realizzazione del QE, con dimensioni e durata superiori alle attese, hanno già avuto e avranno un impatto positivo, almeno sui mercati. Ma ciò che ha trasformato il 22 gennaio in un'altra data storica per la BCE, per l'euro e per l'Eurozona, così come lo fu il 26 luglio 2012, è stato il fatto che la BCE ha avviato per la prima volta, dopo anni di dibattito, un massiccio programma di acquisto di titoli di stato, cosa finora fortemente osteggiata dalle componenti forti del Board, Germania in primis. Questo dimostra che l'Europa è in grado di fare significativi passi avanti, quando le sue politiche sono affidate ad una istituzione sovranazionale, le cui decisioni sono sottratte alla contrattazione tra i governi, che perseguono l'interesse nazionale (un interesse di parte, dunque, non l'interesse del sistema).

### Dimensioni e tempi

La dimensione del piano di acquisti è l'aspetto più positivo. Non solo perché la cifra complessiva (1.140 miliardi, distribuiti sul periodo marzo 2015 – settembre 2016) è superiore alle attese del mercato, ma soprattutto perché la BCE ha dichiarato che proseguirà il piano di acquisti fino a quando il tasso di inflazione nell'Eurozona non sarà tornato su una traiettoria coerente con il raggiungimento dell'obiettivo del 2%. Il fatto che la dimensione e i tempi del piano siano potenzialmente illimitati è un elemento importante per condizionare i mercati e le dinamiche di fiducia e dunque, in seconda battuta, di formazione della domanda aggregata.

La cifra complessiva di 1.140 miliardi comprende non solo gli acquisti di titoli di stato (che comunque saranno la parte più consistente del programma), ma anche di istituzioni sovranazionali europee (quali BEI ed ESM), di Covered bonds bancari e di Asset Backed Securities (ABS). La ripartizione degli acquisti per paese rifletterà le quote detenute da ciascun paese di Eurozona nel capitale della BCE (per l'Italia è il 17,5%).

### Attribuzione del rischio

Il rischio di un'eventuale insolvenza degli emittenti dei titoli che verranno acquistati sarà in larga parte sopportato dalle singole banche centrali nazionali (per l'80% della dimensione complessiva del piano). Questo è il prezzo "politico" che Draghi ha dovuto pagare per raggiungere il consenso nel Consiglio direttivo della BCE. Peraltro la mancanza di una condivisione del rischio non è necessariamente un problema per l'efficacia del piano. Tuttavia, in una prospettiva più ampia, essa rappresenta un segnale negativo, dando forma ad un'implicita ufficializzazione del fatto che l'Eurozona non ha ancora quella compattezza e quell'unità di intenti che dovrà raggiungere prima possibile, se l'obiettivo di lungo termine è la nascita degli Stati Uniti d'Europa sul modello americano. Va detto anche che forse questa non era la strada giusta: la condivisione dei rischi non può essere altro che il punto d'arrivo di un processo di progressivo accentramento nella gestione della politica fiscale, e non può essere surrettiziamente introdotta con una misura di politica monetaria. In altre parole, la scelta del 22 gennaio mette ancora una volta in evidenza la contraddizione di fondo dell'Eurozona: politica monetaria unica e politiche fiscali separate.

## Riflessioni generali

Il QE è una misura concepita per contrastare le prospettive di deflazione o di un'inflazione troppo bassa in Eurozona, fornendo un sostegno alla domanda aggregata di beni e servizi attraverso un aumento della massa monetaria e l'aumento dei livelli di fiducia. Gli effetti reali determinati dal QE sono vari e su diversi fronti. Il primo effetto visibile sul mercato è la discesa dei tassi e degli spread periferici, passando per un rafforzamento della domanda nei book obbligazionari: ciò facilita il collocamento futuro di bond governativi e *corporate*, e di fatto si traduce anche in un minore costo del debito (elemento di importanza basilare per paesi come l'Italia con un elevato carico di debito) e in una diminuzione del rischio emittenti. Un generale *repricing* migliorativo del rischio emittenti governativi, e dunque del rischio sistemico, porta ad un aumento del fair value degli asset quotati, soprattutto azionari, e dunque ad un rialzo sui mercati relativi. Il secondo è la discesa ulteriore dell'euro contro dollaro, che porta un vantaggio competitivo per le imprese europee, agevolando le esportazioni e il turismo.

Tutto ciò determina un generale aumento dei livelli di fiducia per consumatori, imprese e investitori, con effetti a cascata sulla domanda aggregata, sugli investimenti produttivi, sul mercato del lavoro (determinando nuove assunzioni) e sui prezzi nei mercati azionari.

Solo con il passare del tempo potremo valutare se questo passaggio cruciale della politica monetaria europea sarà veramente efficace. Draghi è riuscito a far passare la sua linea: si farà tutto il necessario (il "*whatever it takes*" del famoso discorso di Londra) per preservare l'Eurozona dalla deflazione o addirittura da scenari che potrebbero portare, secondo qualcuno, ad un break-up. A nostro avviso nulla potrà mai mettere in crisi l'euro o il progetto di Eurozona, ma dal punto di vista strettamente economico non è detto che il QE e le altre misure annunciate possano essere sufficienti per avviare e consolidare una ripresa strutturale. Nessuno però potrà dire che la BCE non ha provato a fare la sua parte.

E' ovvio che l'efficacia sarà maggiore se questa manovra sarà accompagnata da una serie di altre misure esterne al perimetro della politica monetaria ma ugualmente finalizzate all'efficienza del sistema e/o di orientamento espansivo. Il piano BCE per un rilancio dell'economia di Eurozona è basato su tre pilastri: una politica monetaria espansiva, l'inizio e/o la prosecuzione delle necessarie e urgenti riforme strutturali nei paesi non virtuosi e la ristrutturazione del sistema bancario. La politica monetaria è di pertinenza della Banca centrale, che sta facendo egregiamente la sua parte. Servono poi riforme strutturali dei paesi non virtuosi, finalizzate a creare condizioni di maggiore efficienza nel mercato del lavoro, nella burocrazia, nella fiscalità e nel contesto in cui operano le imprese, salvo altro. Qui dovrebbero agire i governi, che però non sembrano in grado di farlo continuativamente. E poi serve una riforma organica del sistema bancario, al fine di mettere le banche nella condizione ottimale per ricominciare a finanziare l'economia reale, al di là dei limiti sul lato della domanda dei capitali (basso merito creditizio, assenza di progetti concreti da finanziare, ecc). Siamo di nuovo nella sfera di competenza della BCE, che da qualche tempo si è assunta l'incarico della vigilanza unica sulle banche.

Se queste riforme dovessero continuare a mancare, o ad essere posticipate ancora, il QE diventerà probabilmente l'ennesimo vano tentativo di comprare tempo che poi la politica sprecherà, senza portare ad una soluzione della crisi. In questo caso lo scenario di lunghissimo termine (ovvero guardando ben oltre l'orizzonte temporale entro il quale si svilupperanno gli effetti positivi del QE) potrebbe farsi sempre più inquietante.

## IL PUNTO DI VISTA DELLA FED

### SINTESI DELLO SPEECH DI JANET YELLEN A MARGINE DEL MEETING DEL 28 GENNAIO 2015

Come da attese e come era ovvio che fosse, nella sua prima riunione del 2015 il Federal Open Market Committee - il braccio di politica monetaria della Federal Reserve - ha lasciato i tassi di interesse nel range 0-0,25%, livello a cui si trovano dal dicembre del 2008. La Fed avrà un atteggiamento "paziente", in merito ai tassi di riferimento poiché il contesto generale dell'economia americana sta continuando a migliorare: "L'economia Usa si sta espandendo a un ritmo solido, con forti incrementi dell'occupazione e un tasso di disoccupazione più basso", si legge nel comunicato. Il tasso di inflazione headline scenderà nel breve termine per effetto del calo dei prezzi energetici, ma la forward guidance della Fed prevede una ripresa dei prezzi in tempi brevi. Secondo la Fed, "l'inflazione è scesa e potrebbe scendere ancora ma dovrebbe crescere nel medio termine per via del miglioramento del mercato del lavoro e dell'affievolirsi degli effetti temporanei del calo dei prezzi dell'energia". "I rischi per il mercato del lavoro e per l'economia rimangano bilanciati", sottolinea la banca centrale Usa che comunque "continua a monitorare con attenzione gli sviluppi dell'inflazione".

La Fed ci manda un messaggio nemmeno troppo implicito: il ribasso del prezzo del petrolio è temporaneo. Ne deriva un calo atteso dell'inflazione che però andrà di pari passo con il prezzo del barile, e appena il petrolio ricomincerà a salire l'inflazione sarà lo stesso: in quel momento la Fed inizierà il suo ciclo di rialzo dei tassi. Il lungo periodo di crescita dei mercati azionari avrà un suo primo momento critico.

Una semplice analisi dialettica sottolinea questa view. Dal discorso della Yellen è stata eliminata la frase di rito "i tassi resteranno ai bassi livelli attuali per un considerevole periodo di tempo", sostituita dalla formula secondo la quale la Fed sarà "paziente" nel rialzo del costo del denaro. Dato che i comunicati delle banche centrali sono frutto di una lunga elaborazione da parte dei membri del Board e dei loro staff, e ogni frase detta o non detta ha un significato ben preciso, andando a comporre una retorica convenzionale. La rimozione della frase in oggetto può significare che la Fed intravede già il configurarsi degli elementi che la indurranno, in tempi a questo punto brevi, a ricominciare il rialzo dei tassi. E questa potrebbe essere una svolta per i mercati azionari (cfr. articolo "Ipotesi di revisione della forward guidance di lungo termine", pag.4).



## SYRIZA AFFAIRE

In Grecia alle elezioni del 25 gennaio ha vinto Syriza, il partito meno *market friendly*. La borsa di Atene inizialmente è crollata di varie decine di punti percentuali, e anche i mercati azionari di Eurozona hanno prezzato l'evento aumentando la misura del rischio "R" nei modelli di valutazione degli asset quotati. Le prime dichiarazioni del nuovo governo sono contraddittorie, come è normale che sia essendo stata questa vittoria prevalentemente basata su roboanti promesse populiste ed antieuropee. Tutto ciò però va ricondotto a logica, parola in verità dimenticata dalla politica (e non solo) del nostro tempo. Non dimentichiamo che pendono sulla Grecia le accuse di aver falsificato i dati di bilancio per poter essere ammessa all'Eurozona. Abbiamo nella realtà greca un rapporto tra debito e PIL completamente fuori controllo così come l'evasione fiscale. Tutto ciò che dovrebbe far pensare all'organizzatore efficiente di un paese in Grecia manca.

Nel programma e nelle prime dichiarazioni del governo, bontà loro, non sembra esserci l'uscita della Grecia dall'euro, ipotesi tecnicamente ben più complicata di quanto si creda. C'è invece l'opzione di una trattativa serrata per una nuova rinegoziazione del debito. E sarebbe il terzo haircut in cinque anni. In pratica sta passando il principio che si possono fare debiti, poi basta dire che non ci sono soldi per pagarli, e il debito magicamente si cancella. Dopo i fasti della New Economy siamo arrivati ai deliri della Haircut Economy. Davvero degli ottimi presupposti per avere un sistema economico finanziaria sempre più solido ed efficiente. Avanti così, che va tutto bene..



## IL PUNTO DI VISTA DELLA BCE

### TESTO COMPLETO DELLO SPEECH DI MARIO DRAGHI A MARGINE DEL MEETING BCE DEL 22 GENNAIO 2015

Signore, Signori,

è con grande piacere che insieme al Vicepresidente vi porgo il benvenuto alla conferenza stampa e vi auguro un felice anno nuovo. Colgo inoltre l'occasione per dare il benvenuto nell'area dell'euro alla Lituania, diciannovesimo paese che ha adottato la moneta unica. Il Presidente del Consiglio di amministrazione della Lietuvos bankas, Vitas Vasiliauskas, è quindi membro del Consiglio direttivo con effetto dal 1° gennaio 2015. L'ingresso della Lituania nell'area dell'euro il 1° gennaio ha comportato l'adozione di un sistema in base al quale i governatori delle banche centrali nazionali (BCN) si alternano nell'esercizio dei diritti di voto in seno al Consiglio direttivo. Maggiori informazioni sul sistema di rotazione sono disponibili sul sito Internet della BCE. Vi esponiamo ora gli esiti della riunione odierna del Consiglio direttivo, alla quale ha assistito anche il Vicepresidente della Commissione Valdis Dombrovskis.

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, abbiamo condotto un attento riesame delle prospettive per l'andamento dei prezzi e dello stimolo monetario conseguito. Il Consiglio direttivo ha pertanto assunto le seguenti decisioni.

Innanzitutto, ha deciso di avviare un **programma ampliato di acquisto di attività**, comprendente i programmi già in essere per l'acquisto di obbligazioni garantite e titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione. Con tale programma gli acquisti mensili di titoli dei settori pubblico e privato ammontano nell'insieme a 60 miliardi di euro. Secondo le intenzioni, saranno effettuati sino alla fine di settembre 2016 e in ogni caso finché non riscontreremo un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con il nostro obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine. Nel marzo 2015 l'Eurosistema inizierà ad acquistare nel mercato secondario titoli di qualità elevata (investment grade) denominati in euro emessi da amministrazioni dei paesi dell'area dell'euro, agenzie situate nell'area e istituzioni europee. Per le prime due categorie di emittenti gli acquisti si baseranno sulle quote di capitale della BCE sottoscritte dalle BCN dell'Eurosistema. Nel caso dei paesi soggetti ai programmi di aggiustamento dell'UE/FMI si applicheranno ulteriori criteri di idoneità.

In secondo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di modificare il tasso di interesse applicato alle sei rimanenti **operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine** (OMRLT). Il tasso delle future OMRLT sarà quindi pari a quello delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema vigente nel momento in cui è effettuata la relativa OMRLT; viene così eliminato il differenziale di 10 punti base sul tasso dell'ORP applicato per le prime due OMRLT.

In terzo luogo, in linea con le indicazioni prospettiche (forward guidance), abbiamo deciso di lasciare invariati i **tassi di interesse di riferimento della BCE**.

In merito agli acquisti di attività aggiuntive, il Consiglio direttivo manterrà il controllo su tutte le caratteristiche del programma e la BCE coordinerà gli acquisti, salvaguardando l'unicità della politica monetaria dell'Eurosistema. Quest'ultimo ricorrerà all'attuazione decentrata per attivare le proprie risorse. Quanto alla ripartizione di ipotetiche perdite, il Consiglio direttivo ha deciso che gli acquisti di titoli di istituzioni europee – che ammontano al 12% degli acquisti di attività aggiuntive e verranno effettuati dalle BCN – saranno soggetti alla ripartizione delle perdite. I restanti acquisti aggiuntivi da parte delle BCN non verranno invece sottoposti a tale regime. La BCE deterrà l'8% delle attività aggiuntive acquistate. Ne consegue che il 20% degli acquisti aggiuntivi sarà soggetto a un regime di ripartizione del rischio.

Informazioni più dettagliate sul programma ampliato di acquisto di attività e sul tasso applicabile alle OMRLT saranno disponibili nei relativi comunicati stampa pubblicati questo pomeriggio alle ore 15.30.

La decisione odierna di politica monetaria sugli acquisti di attività aggiuntive è stata assunta per contrastare due andamenti sfavorevoli. In primo luogo, la dinamica dell'inflazione continua a essere più debole rispetto alle attese.

Se da un lato la brusca diminuzione dei corsi petroliferi degli ultimi mesi resta la determinante principale degli attuali livelli di inflazione complessiva, dall'altro il potenziale per effetti di secondo impatto sul processo di formazione dei salari e dei prezzi è aumentato e potrebbe incidere negativamente sull'evoluzione di questi ultimi nel medio termine. Tale valutazione trova riscontro nell'ulteriore calo delle misure delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati su tutti gli orizzonti temporali e negli indicatori dell'inflazione effettiva o attesa, che si collocano per lo più su livelli pari o prossimi ai minimi storici. Al tempo stesso la capacità produttiva inutilizzata permane notevole nell'area dell'euro, in un contesto di persistente debolezza della moneta e del credito. In secondo luogo, mentre gli interventi di politica monetaria varati tra giugno e settembre dell'anno scorso hanno determinato un consistente miglioramento per quanto riguarda le quotazioni nei mercati finanziari, non è accaduto lo stesso per i risultati quantitativi. Di conseguenza, l'attuale grado di accomodamento della politica monetaria non è stato sufficiente a fronteggiare in modo adeguato gli accresciuti rischi di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione. L'adozione delle ulteriori misure di bilancio decise oggi si è quindi resa necessaria per il conseguimento del nostro obiettivo della stabilità dei prezzi, tenuto conto che i tassi di interesse di riferimento della BCE hanno raggiunto il limite inferiore.

In prospettiva, le misure odierne forniranno un contributo deciso al saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nel medio-lungo periodo. Il cospicuo aumento del nostro bilancio allenterà ancora l'orientamento della politica monetaria. In particolare, le condizioni di finanziamento per le imprese e le famiglie dell'area dell'euro continueranno a migliorare. Inoltre, le decisioni odierne sosterranno le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE e rafforzeranno il fatto che vi sono differenze, significative e crescenti, tra le principali economie avanzate in termini di ciclo di politica monetaria. Nel loro insieme questi fattori dovrebbero dare impulso alla domanda, incrementare l'utilizzo della capacità produttiva nonché sostenere l'espansione della moneta e del credito, concorrendo così a un ritorno dei tassi di inflazione verso il 2%.

Passo ora a illustrare in modo più approfondito la nostra valutazione, iniziando dall' **analisi economica**. Nel terzo trimestre del 2014 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,2% sul periodo precedente. Gli ultimi dati e i risultati delle indagini congiunturali segnalano il protrarsi di una crescita moderata al volgere dell'anno. In prospettiva, le recenti flessioni dei corsi petroliferi hanno rinsaldato le basi affinché la ripresa economica acquisisca slancio. I prezzi del greggio più contenuti dovrebbero sostenere il reddito disponibile reale delle famiglie e la redditività delle imprese. Inoltre, la domanda interna dovrebbe essere favorita ulteriormente dalle nostre misure di politica monetaria, dai miglioramenti in atto nelle condizioni finanziarie nonché dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. La domanda di esportazioni dovrebbe altresì trarre beneficio dalla ripresa mondiale. Nondimeno, è probabile che la disoccupazione elevata, la cospicua capacità produttiva inutilizzata e i necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato continuino a frenare la ripresa dell'area dell'euro.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati al ribasso, ma dovrebbero affievolirsi in seguito alle odierne decisioni di politica monetaria e al protratto calo delle quotazioni petrolifere osservato nelle ultime settimane.

Secondo l'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata in dicembre al -0,2% , dopo lo 0,3% di novembre . Tale andamento è riconducibile principalmente al brusco calo dell'inflazione dei beni energetici e, in misura minore, alla flessione del tasso di variazione dei prezzi degli alimentari. Sulla base delle informazioni attualmente disponibili e dei prezzi correnti dei contratti future per il petrolio, ci si attende che nei prossimi mesi l'inflazione si attesti su livelli molto bassi o negativi. Un tasso così contenuto risulta inevitabile nel breve termine, considerata la diminuzione assai brusca registrata recentemente dalle quotazioni petrolifere e ipotizzando l'assenza di correzioni significative nei prossimi mesi. Sostenuta dalle nostre misure di politica monetaria, dalla ripresa attesa per la domanda e dall'ipotesi di un progressivo rincaro del petrolio, l'inflazione dovrebbe aumentare gradualmente nel corso del 2015 e nel 2016.

Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo. Nello specifico guarderemo agli sviluppi geopolitici, all'evoluzione del cambio e dei prezzi dell'energia, nonché agli effetti delle misure di politica monetaria adottate.

Passando all' **analisi monetaria**, i dati recenti indicano un aumento dell'espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio (M3), che permane tuttavia su livelli moderati. In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi di

M3 è salito al 3,1%, dal 2,5% di ottobre e dal minimo dello 0,8% di aprile. La dinamica di M3 continua a essere sostenuta dalle componenti più liquide, con una crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 pari al 6,9% in novembre.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto debole al -1,3% in novembre, dopo il -1,6% di ottobre, pur proseguendo la graduale ripresa dal minimo del -3,2% registrato a febbraio. I rimborsi netti si sono in media ridotti negli ultimi mesi rispetto ai livelli storicamente elevati raggiunti un anno fa e in novembre i flussi creditizi netti sono divenuti lievemente positivi. A tale riguardo, l'indagine di gennaio sul credito bancario indica un ulteriore allentamento netto dei criteri per la concessione del credito nel quarto trimestre del 2014, unitamente all'attenuarsi delle differenze fra paesi e al contestuale incremento della domanda netta per tutte le categorie di prestiti. Le banche si attendono che tale andamento continui anche nella prima parte dell'anno. Nonostante i miglioramenti, la dinamica dei prestiti a favore delle società non finanziarie permane debole e continua a riflettere, con il consueto scarto temporale, la sua relazione con il ciclo economico, nonché il rischio di credito, i fattori dell'offerta di credito e gli aggiustamenti in atto nei bilanci dei settori finanziario e non finanziario. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è situato in novembre allo 0,7% dallo 0,6% di ottobre. Le nostre misure di politica monetaria dovrebbero sostenere un ulteriore miglioramento dei flussi creditizi.

In sintesi, la **verifica incrociata** degli esiti dell'analisi economica con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria ha confermato la necessità di un ulteriore accomodamento della politica monetaria. Tutte le nostre misure di politica monetaria dovrebbero fornire sostegno alla ripresa dell'area dell'euro e avvicinare i tassi di inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2%.

La politica monetaria è incentrata sul mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine e il suo orientamento accomodante concorre a sostenere l'attività economica. Tuttavia, per accrescere l'attività di investimento, favorire la creazione di posti di lavoro e aumentare la crescita della produttività è necessario che gli altri settori di politica economica forniscano un contributo decisivo. In particolare, diversi paesi devono imprimere slancio a un'attuazione risoluta delle **riforme dei mercati dei beni e servizi e del lavoro**, nonché agli interventi volti a migliorare il contesto in cui operano le imprese. Un'attuazione tempestiva, credibile ed efficace delle riforme strutturali assume importanza cruciale, poiché oltre a dare slancio alla crescita sostenibile futura nell'area dell'euro, aumenterà le aspettative di redditi più elevati e incoraggerà le imprese a incrementare subito gli investimenti, con un'accelerazione della ripresa economica. Le **politiche di bilancio** dovrebbero promuovere il recupero dell'economia, assicurando nel contempo la sostenibilità del debito in osservanza del Patto di stabilità e crescita, che resta l'ancora della fiducia. Tutti i paesi dovrebbero sfruttare il margine disponibile per conseguire una composizione delle politiche di bilancio più favorevole alla crescita.





## GLOBAL MARKET OVERVIEW

	Ultimo prezzo *	Variazione ultimo mese	Year to Date
<b>Indici Azionari</b>			
FTSE Mib	-	15,06%	9,13%
DAX	10972,14	15,87%	12,37%
S&P 500	2020,85	0,91%	-1,81%
Nasdaq 100	4188,59	1,89%	-0,98%
Eurostoxx 50	3423,04	13,80%	9,03%
Nikkei	17335,85	2,68%	-0,42%
MSCI Emerging Markets	963,80	3,11%	1,06%
MSCI World Index	1694,35	2,42%	-0,61%
Global Hedge Fund Index	1214,91	0,51%	-0,30%
<b>Titoli Azionari Benchmark</b>			
Microsoft Corp.	41,28	-9,57%	-11,72%
Apple Inc.	118,63	11,64%	8,51%
Facebook	74,99	-1,52%	-4,41%
Google	532,20	5,05%	0,50%
Alibaba	90,13	-12,77%	-13,00%
Intesa San Paolo	2,62	15,03%	6,68%
Fiat Chrysler	12,06	25,43%	24,65%
<b>Forex e Commodities</b>			
€/£	0,75	-3,99%	-3,65%
€/§	1,13	-4,97%	-5,60%
CRB Index	422,81	-2,69%	-3,38%
Gold	1283,60	5,47%	8,01%
Brent	4135,00	-14,44%	-16,92%
WTI	51,03	6,47%	-3,15%
<b>Curve rendimenti</b>			
T-Bond 10 anni	1,67	1,94	2,11
Bund 10 anni	0,31	0,45	0,50
BTP 10 anni	1,62	1,86	1,74
Spread Btp BUND	131,1	-	-

\* Dati aggiornati a martedì 3 febbraio, ore 11,30. Per i mercati chiusi il dato è quello di chiusura di lunedì 2 febbraio.

## OPERATIVITÀ

L'analisi del portafoglio azionario coperto da futures, costruito nella Newsletter di luglio, è rimandata ad un prossimo numero. Come tutti ricordano o possono verificare nel numero di gennaio, la strategia nel periodo 17 luglio 2014 / 9 gennaio 2015, aveva prodotto una performance lorda del 22,87% in sei mesi, e dunque pari al 45,75% su base annua. Oggi i calcoli esibiscono una performance su base annua superiore al 50%, che sarà dimostrata, commentata e analizzata nel prossimo numero.

Forse si tratterà di un numero speciale in uscita a metà febbraio, che tratterà del mio sistema di analisi, con approfondimenti sui quattro pilastri (vedi nota nella pagina seguente) o forse sarà il secondo lunedì del mese di marzo come di consueto. Ci sarà un articolo sull'analisi tecnica e sul suo significato. Ci sarà anche un articolo sulla spiacevole vicenda del Franco svizzero, con approfondimenti su chi realmente decide le mosse di politica economica e monetaria, e chi realmente interviene sui mercati.

**Ricordo che il 3 marzo inizierà la seconda edizione della mia scuola on-line di investimento e trading.** Per informazioni scrivetemi.

## IL QUADRILATERO DELLE ANALISI

Il complesso metodo di analisi che ho costruito si appoggia e si compone di quattro pilastri: analisi del **valore del sistema**, analisi del **valore delle singole parti** che compongono il sistema, analisi dei **prezzi nel sistema**, analisi dei **prezzi delle singole parti** che compongono il sistema. Non viene trascurato nulla. Ogni cosa che accade viene misurata e inserita in un modello che genera sempre un'indicazione di valore e di prezzo.

In sintesi, i quattro pilastri sono:

- 1) l'analisi economica, che guarda il valore del sistema nel suo dinamismo, modellizzando una valutazione continua di crescita o di decrescita sistemica: ha un impatto su tutti gli indici azionari globali, nel breve ma soprattutto nel medio-lungo termine;
- 2) l'analisi fondamentale dinamica, che guarda il valore delle singole parti che compongono il sistema nel suo dinamismo (non solo aziende ma anche singole economie); l'impatto è nel breve come nel medio-lungo termine;
- 3) l'analisi dei flussi, che guarda le dinamiche dei prezzi in aggregato, intercettando i movimenti delle mani forti sui mercati benchmark, conoscendo le correlazioni tra tutti i mercati: ha un forte valore previsionale sul movimento dei prezzi soprattutto riferito al breve termine;
- 4) l'analisi tecnica, che studia le dinamiche di prezzo di ogni singola parte che compone il sistema, ed è il terminale operativo quello con cui si decide l'entrata sul mercato; ha efficacia soprattutto sul breve, ma anche sul medio-lungo termine.

=====

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

