

PUNTI DI VISTA

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA
ANALISI, RICERCHE E TESTI A CURA DI STEFANO BAGNOLI
ANNO 2, NUMERO 1 DEL 10 GENNAIO 2015.

EDITORIALE



Bisogna puntare alle stelle per arrivare alla luna..

IN QUESTO NUMERO:

Ipotesi principale di scenario:
pag.2

Crescita e inflazione: pag.2

Politica monetaria: pag.3

Un anno a due velocità: pag.4

**Ipotesi secondaria di
scenario:** pag.6

Mercati: pag.7

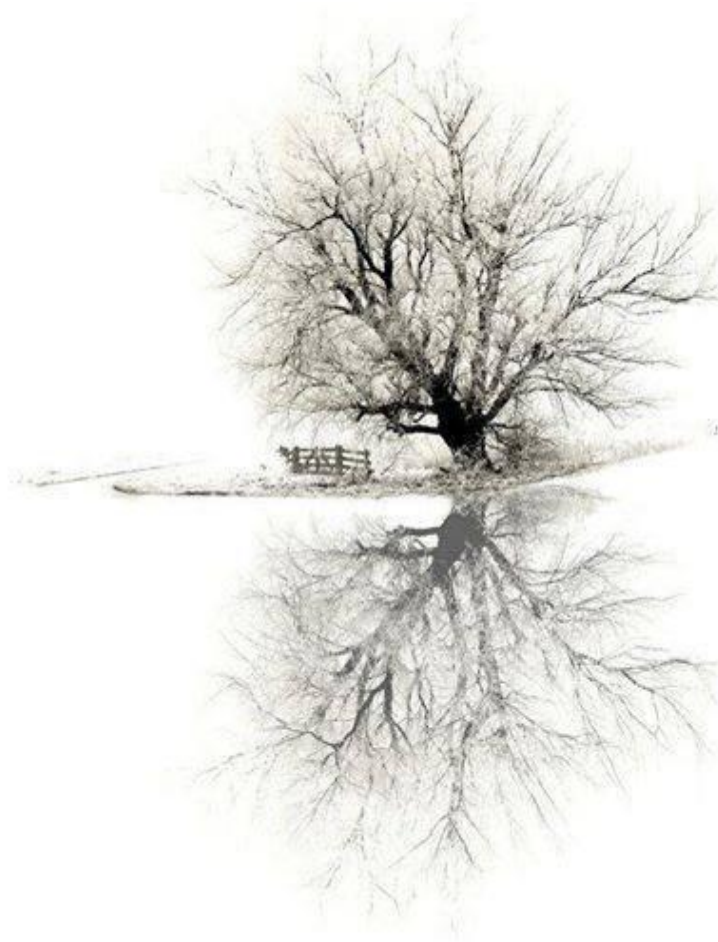
Laboratorio economico:
pag.8

**La bassa inflazione è davvero
un problema?** pag.9

**Motivi per cui l'euro-dollaro è
sceso e continuerà a
scendere:** pag.10

Global market overview
pag.12

Operatività pag.13



Esistono le cose ed esistono i riflessi delle cose. E non è detto che le realtà mediate siano meno affascinanti della realtà iniziale.

IPOTESI PRINCIPALE DI SCENARIO

CRESCITA E INFLAZIONE

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%. 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 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 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.

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'1,10% e per il 2016 all'1,50%. 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 0,60 e all'1,30% 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 un QE di forte entità con 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, avrà però un impatto positivo molto 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 lunghissimo termine (ovvero guardando oltre l'orizzonte temporale entro il quale si svilupperanno gli effetti positivi del QE) potrebbe farsi sempre più inquietante.

In ogni modo, considerando che il QE viene ormai dato quasi per certo, considerando il traino dell'economia e dei listini americani, gli sviluppi attesi della politica monetaria della Fed, 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**.

UN ANNO A DUE VELOCITÀ

L'inizio di un nuovo anno è sempre un tempo di bilanci, di previsioni e di progetti. Si dice sempre che sarà un anno importante, ormai è un luogo comune. Ma sui mercati il 2015 promette (o minaccia) di essere veramente un anno di svolta.

Sarà un altro anno in cui il principale market mover resterà la politica monetaria delle Banche Centrali, con una divaricazione sempre più netta fra le due maggiori. Prosegue infatti 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.

Sarà l'anno del primo QE della Banca Centrale Europea.

Una 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 Board, ma che avrà però un impatto positivo molto forte sui mercati, e garantirà una prosecuzione dei rialzi sui mercati azionari per altri 6-12 mesi. L'impatto sull'economia reale sarà invece tutto da verificare e anzi, senza le necessarie e urgenti riforme strutturali richieste ai governi, diventerà facilmente l'ennesimo vano tentativo di comprare tempo che poi la politica sprecherà, e non porterà ad una soluzione del problema.

Ma sarà anche l'anno in cui la Fed, dopo aver traghettato l'economia USA fuori dalla crisi, e dunque avendo formalmente raggiunto il proprio scopo, potrebbe iniziare il suo ciclo di rialzi dei tassi: la finestra temporale interessata da questo step del ciclo economico americano è la seconda metà del 2015; la nostra view ha un focus sul Q3.

L'effetto sui mercati dell'inizio dei rialzi dipenderà anche dallo scenario in essere al momento e da come sarà comunicato, ma certamente l'impatto direzionale naturale sarà ribassista. Si tratta di un evento potenzialmente in grado di configurarsi come punto di svolta, dopo sette anni di rialzi che potrebbero lasciar posto ad una correzione importante: durata, natura e profondità di questo movimento possibile dipenderanno da tanti elementi complessi, spesso interdipendenti, che valuteremo al momento opportuno.

Il 2015 sarà dunque caratterizzato da due eventi fondamentali di politica monetaria con un impatto direzionale opposto, che potrebbero creare due scenari ben distinti.

Nella prima parte sarà protagonista il QE della BCE, e la direzione dei mercati azionari sarà rialzista. Ci sarà una fase di attesa con indiscrezioni, mezze dichiarazioni e smentite, a seconda degli sviluppi del quadro economico che effettivamente avvicinano o allontanano il QE, amplificati dal consueto vortice della speculazione.

Dati di crescita debole e di bassa inflazione creano le condizioni in cui il QE diventa necessario; anche la disoccupazione stabile su livelli alti e il prezzo del petrolio in calo spingono nella direzione del QE subito. Viceversa dati di crescita, inflazione e occupazione in ripresa, prezzo del petrolio in rialzo, shock sistemici particolarmente gravi soprattutto sul fronte geopolitico sono invece in grado di allontanare il timing del QE.

Per inciso, il dato mensile tendenziale sull'inflazione in Eurozona di dicembre 2014, comunicato il 7 gennaio, è stato negativo, pari a -0,20%: si tratta certamente di un dato che avvicina il QE.

I mercati si muoveranno di conseguenza: QE più vicino significa rialzo sui mercati azionari e discesa dell'euro-dollaro, QE più lontano significa ribasso sui mercati azionari e rimbalzo sull'euro-dollaro.

Il primo e maggiore ostacolo tra l'aspettativa dei mercati e il QE sono le elezioni anticipate in Grecia. Una vittoria della sinistra radicale (Syriza) potrebbe vanificare il programma di austerità che sta lentamente riportando la Grecia vicino a condizioni economico-finanziarie di normalità, rinnovare la grande paura sulla situazione del debito greco, farne crollare i prezzi aumentando vertiginosamente i rendimenti, che tornerebbero ad incorporare un premio al rischio ancora più elevato di oggi.

Considerando che il QE dovrebbe intervenire anche con acquisti di *governative bond* di paesi dell'Eurozona in difficoltà, dunque in teoria anche greci, in questo scenario di fatto il QE verrebbe

sospeso e rimodulato; sarebbero necessarie settimane di trattative sotterranee tra i membri del Board e tra i governi dell'Eurozona.

Per ora non sono nemmeno da prendere in esame certe esternazioni prive di fondamento di alcuni media e analisti che parlano di un'uscita della Grecia dall'Eurozona o addirittura di una (a quel punto conseguente) disgregazione dell'euro. Tutto ciò è impossibile, e la lunga strada verso un'Europa unita andrà sempre avanti, pur tra mille difficoltà, ma già il solo fatto di parlarne contribuisce a indebolire i mercati azionari e ovviamente lo stesso euro. Ricordiamo che per svolgere le proprie funzioni una moneta necessita, fra l'altro, di un riconoscimento universale e indiscusso del suo ruolo, onde poter essere misuratore del valore, e poter trasferire quel valore nel tempo e nello spazio. Siamo invece al punto che l'euro, potenziale moneta di riferimento del pianeta, in alternativa al dollaro, non ha questo basilare requisito!

Il 2015 sarà ancora un anno dominato dalle tensioni geopolitiche, con numerosi fronti di guerra aperti (Ucraina, Siria e Iraq i più importanti, ma non vanno dimenticate le tante guerre del continente africano e le altre sparse per il mondo) e il ritorno cupo della stagione del terrorismo. Le tensioni geopolitiche agiscono sul *fattore R*, relativo al premio al rischio, alzandone il valore strutturale nelle formule per la ricerca del fair value dei titoli azionari.

Tutto ciò renderà il 2015 un anno di volatilità sui mercati. Sarà volatile l'inizio (gennaio e forse febbraio) sulle attese del QE. E sarà volatile la seconda metà, estate in primis, sulle attese dell'inizio del ciclo di rialzi dei tassi della Fed: come detto ciò potrebbe originare un'inversione di medio-lungo termine entro la fine dell'anno. La questione può essere semplificata come segue.

Se la forza rialzista generata dal QE della BCE, unita alla potenza mediatica del suo primo annuncio e dei successivi, insieme a tutti gli elementi economico-finanziari positivi che nel frattempo potranno derivarne (come la prosecuzione del sentiero di crescita dell'economia americana, e di ripresa di quella di Eurozona), se tutto ciò sarà e si manterrà superiore alla forza ribassista generata dall'inizio del rialzo dei tassi della Fed, i mercati continueranno a salire anche più a lungo dei 6-12 mesi prima indicati. Diversamente, il 2015 potrebbe diventare un anno di svolta. Il fatidico inizio di quel ribasso da molti temuto, da alcuni argomentato e da altri invocato ormai da anni. La cosa più importante sarà dunque la modellizzazione del confronto tra gli effetti di questi due eventi epocali e contrari per direzione. Tutto il resto, oggi, è solo cornice.



Isla San Martín - Parque Nacional Iguazú, Misiones, Argentina.

IPOTESI SECONDARIA DI SCENARIO

I mercati nel mese di gennaio si muoveranno all'interno del seguente perimetro di previsione.

Fino a martedì 20 gennaio i mercati saranno ostaggio di una forte volatilità, tendenzialmente rialzista (o ribassista) nella misura in cui stime, sondaggi ed elaborazioni statistiche sugli esiti delle elezioni greche vedranno un ridimensionamento (o un prevalere) della sinistra estrema (Syriza) e dunque un calo (aumento) delle probabilità di verificarsi dello scenario peggiore.

In prossimità di lunedì 19 o martedì 20 partirà un deciso movimento speculativo rialzista contestuale alla speculazione sull'annuncio di un QE nel meeting della BCE di giovedì 22. Il Board della BCE valuterà attentamente lo scenario greco: se le probabilità di una vittoria della sinistra estrema saranno alte e cioè vicine al 50% o superiori, Draghi non annuncerà il QE, ma si limiterà a ribadire che lo scenario è costantemente monitorato e che la BCE è pronta ad intervenire in ogni momento, ribadendo che le condizioni per un intervento sono già presenti. In questo caso, mancando chiarezza nel Board BCE sulla non-vittoria di Syriza potrebbero innescarsi timori di una nuova deriva antieuropeista e soprattutto di un allontanamento del nuovo governo dalle regole di rigore imposte dall'Europa per la sopravvivenza finanziaria del paese e una sua convivenza con il sistema di Eurozona, la BCE non annuncerà il QE. I toni dell'annuncio saranno possibilisti e decisi: magari Draghi annuncerà l'inizio imminente del QE, dandolo per già deciso, ma senza dare riferimenti temporali. I mercati potrebbero riprendere con veemenza la loro discesa. Inoltre, nel weekend successivo, se l'esito elettorale greco fosse a favore di Syriza, non potrà altro che accelerare il ribasso. A questo punto sarà importante valutare gli annunci della nuova maggioranza, che peraltro nei suoi programmi non parla di uscita dall'euro ma solo di termini diversi di gestione del debito. Un'eventuale direzione estremista nelle linee guida del nuovo governo greco manterrà i mercati (soprattutto in Eurozona e nella sua periferia) in una condizione di grande incertezza, con frequenti accelerazioni al ribasso. In questo caso diventerebbe molto difficile fare previsioni, a meno di un'ulteriore e continua valutazione degli sviluppi.

In caso invece di toni più morbidi e disponibili al dialogo da parte di Syriza, i mercati riprenderanno lentamente la loro direzione rialzista. Il 28 gennaio la Fed non dirà niente di nuovo. Il QE della BCE sarà annunciato in questo caso il 5 marzo.

Se invece ci sarà una ragionevole certezza di una non-vittoria della sinistra estrema e dunque dell'impossibilità che questa parte politica possa guidare il paese, dando vita ad un nuovo governo antieuropeista, in questo caso il QE sarà annunciato giovedì 22 gennaio. La reazione dei mercati sarà fortemente rialzista, e a quel punto, a meno di un clamoroso errore di valutazione della BCE in merito alle elezioni greche, dovrebbe verificarsi anche l'esito elettorale greco più *market friendly*, e dunque l'onda d'urto rialzista dell'annuncio del QE sarà seguito da un ulteriore input rialzista generato dalle elezioni greche.

Il nostro scenario di probabilità è del 60% per la prima opzione (annuncio condizionato del QE, senza indicazioni di tempo, oppure annuncio il 5 marzo) e del 40% per la seconda (QE subito).



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 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 40 dollari.

Continua il rafforzamento del dollaro contro euro, cross che ha raggiunto nelle ultime sedute un minimo a 1,1750. 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 1,15, mentre il target di lungo termine è la parità 1:1. Raggiunto questo secondo target il movimento potrebbe continuare fino in area 0,90 come fu poco dopo gli esordi della moneta unica.

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

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

L'indice S&P500 potrebbe raggiungere e superare i 2.100 punti, per puntare poi a 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 dall'attesa (prima) e dalla realizzazione (poi) del QE. Il FTSE Mib potrebbe tornare a breve verso l'area 19.000, e poi 20.000 (20.060-20.200 la seconda area target) entro la fine dell'anno.

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, verso l'azionario, aree e valute growth sensitive.

In ottica di breve termine



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

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 | 6,15 | 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 | 0,44 | 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 | 12,70 | 12,80 | 12,55 |
| 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 | 2,43 | 2,77 | 3,03 |
| DISOCCUPAZIONE (%) | 6,11 | 6,36 | 8,18 | 8,24 | 7,88 | 7,82 | 7,88 | 7,41 | 7,16 | 7,00 |

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.



MOTIVI PER CUI L'EURO-DOLLARO È SCESO E CONTINUERÀ A SCENDERE

Come da nostre previsioni di vari mesi fa, continua veloce e costante la discesa dell'euro contro dollaro. Ripetiamo i motivi per cui un incrocio di valute si muove, con annotazioni specifiche per il caso dell'euro-dollaro.

Il differenziale di crescita.

Il paese o zona con la maggiore crescita relativa del PIL rispetto all'altro attrae flussi, che vanno verso il mercato azionario per coglierne il maggiore rendimento.

L'economia americana cresce (dato atteso per il 2015) al 3%, quella di Eurozona cresce (dato atteso per il 2015) all'1,10%, ben al di sotto del potenziale.

L'indice USA azionario benchmark, l'S&P500, è salito da inizio 2014 dell'11,58%; nello stesso periodo l'indice Eurostoxx 50, benchmark per l'Eurozona, ha guadagnato lo 0,82%, mentre quello italiano ha perso lo 0,93%. Calcoli con riferimento alla chiusura dell'8 gennaio 2015.

Il differenziale di crescita è evidente.

Il differenziale dei tassi.

Il paese o zona con i maggiori tassi sulla curva dei rendimenti, a parità di rischio, ovvero computando il differenziale di rischio in termini di maggiore o minore premio al rischio, attrae flussi che si indirizzano sul mercato dei bond, per lucrare il differenziale fra i tassi.

I tassi sulla curva americana sono i seguenti (dati all'8 gennaio 2015, ore 17):

1y 0,21. 2y 0,575. 3y 0,94. 5y 1,465. 10y 2,02.

I tassi sulla curva europea (curva del Bund) sono i seguenti:

1y -0,09. 2y -0,12. 3y -0,10. 5y 0,0085. 10y 0,513.

Oltre all'evidente spread attuale, i tassi americani inizieranno a salire in una finestra temporale compresa tra la seconda metà del 2015 e inizio 2016. Quelli di Eurozona resteranno ai minimi attuali per un periodo considerevole e non determinato. Le curve, ancora prima e ben più dei mercati azionari, si stanno adeguando ai nuovi scenari posti in essere dalle politiche monetarie in corso e future.

Il differenziale di rendimento anche nel mercato dei bond è evidente.



La massa monetaria.

Il confronto fra i ritmi di crescita della massa monetaria fra due paesi o zone offre ulteriori elementi per una misura dell'effettivo rapporto di cambio tra le due valute sottostanti. Un maggiore ritmo di incremento della massa monetaria inflaziona la moneta in oggetto e le fa perdere valore nel confronto con l'altra.

La Fed ha terminato le sue manovre di stimolo monetario non convenzionale, e ha concluso il suo QE nel mese di ottobre, con effetto di minore espansione della massa monetaria. La BCE sta accelerando ora nella sua politica espansiva, e alle misure già note si aggiunge ormai un consenso significativo per altre ulteriori misure di stimolo, e quindi di espansione della massa monetaria.

Il debito di un paese.

Questo elemento viene guardato in termini di sostenibilità del debito e delle dinamiche di variazione (positiva o negativa) del debito rispetto alla crescita. Non ha invece rilevanza sul cambio la qualità del debito, cioè la composizione dei suoi detentori.

Il debito USA è superiore al debito di tutti i paesi dell'Eurozona in aggregato, ma la maggiore solidità del sistema USA fa percepire quel maggiore importo come assai meno critico.

Conclusioni.

Questi motivi determinano uno scenario in cui dall'8 maggio, quando il cambio euro-dollaro ha toccato gli 1,40, la discesa è stata costante fino all'attuale livello di 1,1780 (livello di oggi, 9 gennaio, ore 15,40). Riteniamo probabile una prosecuzione della discesa fino ad un target finale di fine anno che per ora fissiamo in 1:1, ma che potrebbe nel lungo termine anche tornare in area 0,90, come fu poco dopo gli esordi della moneta unica.



GLOBAL MARKET OVERVIEW

| | 9 gennaio 2015 | Minimo 52 settimane | Massimo 52 settimane |
|----------------------------------|-------------------|------------------------|-------------------------|
| Indici Azionari | | | |
| FTSE Mib | 18.177 | 17.555 | 22.590 |
| DAX | 9.648 | 8.355 | 10.093 |
| S&P 500 | 2.045 | 1.738 | 2.094 |
| Nasdaq 100 | 4.213 | 3.414 | 4.347 |
| Euro Stoxx 50 | 3.043 | 2.790 | 3.325 |
| Nikkei 225 | 17.198 | 13.885 | 18.031 |
| MSCI World Index | | | |
| Titoli Azionari Benchmark | | | |
| Microsoft Corp. | 47,19 | 34,63 | 50,05 |
| Apple Inc. | 112,01 | 70,51 | 119,75 |
| Facebook | 77,74 | 51,85 | 82,17 |
| Alibaba | 103,02 | 82,81 | 120,00 |
| Intesa San Paolo | 2,276 | 1,889 | 2,664 |
| Fiat Chrysler | 9,92 | 6,57 | 11,27 |
| Forex e Commodities | | | |
| €/§ | 1,1842 | 1,1817 | 1,3925 |
| CRB Index | 434,50 | 434,50 | 504,52 |
| Gold | 1223,25 | 1382,92 | 1144,28 |
| Brent | 50,11 | 50,11 | 115,06 |
| WTI | 48,36 | 47,93 | 107,26 |
| Curve rendimenti | | | |
| T-Bond 10 anni (USA) | 1,946 | 1,94 | 2,89 |
| Bund 10 anni (Germania) | 0,4911 | 0,445 | 1,8274 |
| BTP 10 anni (Italia) | 1,872 | 1,735 | 2,592 |
| Spread Btp BUND | 138 | 119,2 | 175,7 |

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.

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

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

Indicazione generale

A medio-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, Jazz Pharmaceutical, e sui titoli italiani Intesa San Paolo, Banca Popolare Emilia, FCA (ex Fiat).

Modifiche strutturali

Per evitare l'errore di base nella valutazione dei titoli in euro e in dollari, dividiamo il portafoglio in due parti, una composta da titoli USA, denominati in dollari, con copertura costituita da MINISP, e una composta da titoli italiani, denominati in euro, con copertura costituita da FIB. Avremo così anche conteggi più precisi.

Modifiche della copertura

La copertura è 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. Il prezzo di chiusura del 9 gennaio è 2.033,50.

Per coprire un valore nominale di 132.810 euro al 90% (valore del portafoglio azionario nella precedente rilevazione - Newsletter di Dicembre), occorre 1,28 MINISP (contratto intero). Il raggiungimento della copertura indicata poteva essere ottenuto con 1 MINISP contratto intero, più 0,28 MINISP ottenuto con i CFD (28 microlotti di USA500).

Da oggi la copertura della parte americana, che espone un valore di 60.907 dollari, è fatta con 0,60 MINISP. Ecco il conteggio.

Alla data del 9 gennaio, punto di partenza del nostro prossimo periodo, il valore nominale di un contratto MINISP è pari a $2.033,50 \times 50 \$ = 101.675$ dollari.

0,60 si ottiene dividendo 60.907 per 101.675.

Da oggi la copertura della parte italiana, che espone un valore di 51.153 euro, è fatta con 0,56 FIB. Ecco il conteggio.

Alla data del 9 gennaio, punto di partenza del nostro prossimo periodo, il valore nominale di un contratto Ftse MIB (FIB) è pari a $18.175 \times 5 = 90.875$ euro.

0,60 si ottiene dividendo 60.907 per 101.675.

Modifiche al portafoglio

Avevamo scritto: "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". Il titolo Google ha dall'ultima Newsletter un massimo di periodo a 543,98 il 29 dicembre, per cui lo eliminiamo dal portafoglio con il prezzo di vendita di 540 dollari. La perdita è di 703 dollari.

Avevamo scritto: "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". Il titolo Priceline ha fatto il 29 dicembre un massimo di periodo a 1.169,64. Per cui lo eliminiamo dal portafoglio al prezzo di venerdì 9 gennaio, pari a 1.051,96 dollari. La perdita è di 1.243 dollari.

Eliminiamo Bank of New York Mellon, con un guadagno di 271 dollari.

Compriamo Luxottica al prezzo di chiusura del 9 gennaio.

| Portafoglio USA (in dollari) | Prezzo 17 luglio 2014 | Prezzo 9 gennaio 2015 | Variaz. % | Valore 17 luglio 2014 | Valore 9 gennaio 2015 | Risultato |
|--|--------------------------------------|--------------------------------------|----------------------|----------------------------------|--------------------------------------|------------------|
| Microsoft | 44,53 | 47,19 | +5,97 | 10.000 | 10.597 | 597 |
| Apple | 93,09 | 112,01 | +20,32 | 10.000 | 12.032 | 2.032 |
| Facebook | 66,41 | 77,74 | +17,06 | 10.000 | 11.706 | 1.706 |
| Jazz Pharmaceutical | 141,65 | 161,79 | +14,22 | 10.000 | 11.422 | 1.422 |
| Alibaba | 68* | 103,02 | +51,5 | 10.000 | 15.150 | 5.150 |
| | | | | 50.000 \$ | 60.9074 \$ | 10.907 \$ |
| Copertura al 90% fatta con 0,60 MINISP. | | 2.035,25 | | | | |
| Portafoglio Italia (in euro) | Prezzo 17 luglio 2014 | Prezzo 9 gennaio 2015 | Variaz. % | Valore 17 luglio 2014 | Valore 9 gennaio 2015 | Risultato |
| Intesa San Paolo | 2,228 | 2,276 | +2,15 | 10.000 | 10.215 | 215 |
| Banca Popolare Emilia | 6,51 | 4,89 | -24,88 | 10.000 | 7.512 | -2.488 |
| FCA (ex Fiat) | 9,12 | 11,85 | +28,74 | 10.000 | 12.874 | 2.874 |
| Luxottica | 46,52* | 46,52 | 0 | 10.000 | 10.000 | 0 |
| Finmeccanica | 7,25 | 7,65 | +5,52 | 10.000 | 10.552 | 552 |
| | | | | 50.000 € | 51.153 € | 1.153 € |
| Copertura al 90% fatta con 0,56 FIB. | | 18.175 | | | | |

* prezzi di acquisto per entrate successive al 17 luglio

Alibaba è entrata al collocamento.

Luxottica è entrata il 9 gennaio.

Computo della performance

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

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

Risultato del portafoglio titoli

Il portafoglio azionario ha generato nel periodo considerato un guadagno di 10.907\$, pari a 9.211€ + 1.153€, per un totale di 10.364 euro = **10.364 euro**.

Risultato della copertura

La copertura era fatta con il future sull'indice americano MINISP, nella misura del 90%. Il prezzo di chiusura del MINISP scadenza marzo, al 19 dicembre, nostro prezzo di partenza, è 2.067. Il valore di un contratto MINISP alla stessa data era pari a 103.350 dollari (2.067 x 50 dollari per ogni punto). Per coprire al 90% il portafoglio, che aveva un valore di 132.810 euro (cfr. precedente Newsletter) servivano 1,16 contratti MINISP. Il prezzo di chiusura del MINISP del 9 gennaio è 2.033,50. Guadagno: 33,5 punti per 50\$ = 1.675 dollari x 1,16 contratti = 1.943 dollari, pari a **1.641 euro**.

Plusvalenza sul cambio

Il portafoglio titoli denominato in dollari, pari al 9 gennaio a 73.781 dollari, al cambio con l'euro ha generato anche una plusvalenza sul cambio, dovuta al rafforzamento del dollaro contro euro (da 1,3524 del 17 luglio a 1,1841 del 9 gennaio). La plusvalenza è stata del 12,44%, pari a **9.178 euro**.

Il guadagno totale della strategia è stato nel periodo 17 luglio 2014/ 11 gennaio 2015 pari a 27.452 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 del 22,87% in sei mesi, e dunque pari al 45,75% 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 ISTITUZIONALE,
TRADER, FORMATORE
TELEFONO 0587.350946
EMAIL: ESSEBIFINANZA@TIN.IT
SKYPE: STEFANO.BAGNOLI.TOPTRADER

