

PUNTI DI VISTA

Analisi, commenti e ricerche a cura di Stefano Bagnoli

Giugno 2014; Anno I – N. 3

Editoriale

La prima edizione della mia Scuola di Investimento e Trading si è conclusa, e spero sia stata per tutti una bella esperienza. Ci ritroveremo in settembre. Nel frattempo Draghi ci ha stupito di nuovo. I mercati dopo una prima reazione rialzista mostrano ora qualche affanno. Ma si sa, d'estate i mercati si fanno ancora più difficili, per via dei volumi bassi. Quindi fate attenzione, sia nel trading, sia negli investimenti. Conoscenza del sistema, metodo e disciplina. Come sempre e più di sempre.

Stefano Bagnoli



Ipotesi di scenario

In linea con le attese le due maggiori banche centrali si stanno dando il cambio alla regia di una politica monetaria

espansiva di portata globale. Economia e mercati continuano dunque a essere sostenuti da uno stimolo monetario che non

sembra più di ordine ciclico, ma si sta trasformando in strutturale. Superato lo scoglio delle elezioni europee, e minimizzando

In questo numero

•••

Editoriale

Ipotesi di scenario

Il punto di vista sui mercati

- In ottica di medio-lungo termine
- In ottica di breve termine

Highlights economici

- USA
- Eurozona
- Italia
- Mondo

Il punto di vista delle banche centrali

- la FED
- la BCE

Didattica

- Fiducia, crescita e inflazione dal punto di vista delle Banche Centrali
- Le fasi della correlazione fiducia-crescita-inflazione

Operatività

l'impatto dei vari focolai di instabilità geopolitica, potenzialmente pericolosi ma nella realtà ignorati (dall'Ucraina all'Iraq, dalla Siria a Israele), i mercati continuano a salire.

La crescita economica americana rimane solida, sostenuta da una politica monetaria ancora ultra-espansiva nonostante la prosecuzione del *tapering*: il PIL è in crescita, la disoccupazione in calo, tutti gli indicatori economici si confermano a vicenda nel generare ottimismo, la crescita degli utili è costante, e i prezzi non sopravvalutano le azioni. In Europa la ripresa rimane apprezzabile e in miglioramento. L'inflazione molto bassa, ampiamente sotto il limite del 2%, ha reso possibile alla BCE ciò che era necessario, e

cioè una vigorosa serie di misure di allentamento monetario e di incentivo al credito.

Il mercato americano rinnova imperterrito nuovi massimi storici con regolarità disarmante. Il livello di 1.900 punti di S&P un anno fa era visto come target per fine 2014, e invece lo si è raggiunto in pochi mesi. E nulla fa immaginare un'inversione seria di questo formidabile trend rialzista, se non per le necessarie e dovute correzioni; ma finora ogni correzione si è rivelata occasione per incrementare l'esposizione azionaria.

I mercati europei si accodano, anche se la forte accelerazione dopo lo *speech* di Draghi del 5 giugno ha sviluppato una correzione che in alcuni casi (come nel mercato italiano) è stata

profonda, e ha riportato al punto di partenza. Ma le misure messe in campo dalla BCE torneranno ben presto a fare da motore per una nuova fase di rialzo.

Continua il rafforzamento del dollaro contro euro, con target l'area di *fair value* 1,28-1,32, anche se la quota di 1,35 si sta rivelando un supporto importante.

L'idea rialzista di medio termine sui mercati azionari non è mai stata messa seriamente in discussione. Rimane possibile vedere uno scenario di volatilità nel breve termine, anche per motivi stagionali, con frequenti e veloci correzioni, seguite da altrettanto veloci rimbalzi.

Il punto di vista sui mercati

In ottica di medio-lungo termine



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

In ottica di breve termine



Il trend di breve termine è rialzista, ma andrebbe valutato con qualche elemento di prudenza: ci sono motivi per aspettarsi mercati volatili, con frequenti e veloci correzioni, seguite da altrettanto veloci rimbalzi. Ma certamente la direzione è anche qui rialzista. Bene Wall Street, più prudenza su Italia e mercati europei.

Highlights economici

USA

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

Eurozona

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL REALE (A/A)	2,90	0,40	-4,40	2,00	1,60	-0,70	-0,40	1,10	1,50	1,50
INFLAZIONE (A/A)	2,13	3,28	0,30	1,61	2,70	2,50	1,34	0,70	1,30	1,60
DISOCCUPAZIONE (%)	7,54	7,58	9,55	10,11	10,12	11,30	11,97	11,70	11,45	11,25
TASSO BANCA CENTRALE	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,15	0,15	0,15

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	1,10	1,10
INFLAZIONE (A/A)	2,04	3,49	0,77	1,64	2,91	3,31	1,31	0,60	1,20	1,60
DISOCCUPAZIONE (%)	6,10	6,78	7,83	8,43	8,41	10,68	12,21	12,70	12,50	11,90
TASSO BANCA CENTRALE	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,15	0,15	0,15

Mondo

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIL REALE (A/A)	3,93	1,55	-2,32	3,99	2,99	2,19	2,09	2,68	3,09	3,18
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,36	8,19	8,24	7,88	7,82	7,90	7,65	7,38	-

Il punto di vista delle banche centrali

La FED

La Fed lascia invariati i tassi di riferimento. I Fed Funds restano in una forchetta compresa tra 0 e 0,25%, misura che secondo il presidente Yellen è da considerare appropriata nelle attuali condizioni. La Federal Reserve prosegue invece nel tapering, cioè nella riduzione del suo programma di acquisti di asset per altri 10 miliardi di dollari, da 45 a 35 miliardi mensili (20 miliardi di Treasury e 15 miliardi di titoli legati ai mutui subprime).



La Fed ha ridotto le stime di crescita per gli Stati Uniti nel 2014 al 2,1-2,3%, dal +2,8-3% stimato a marzo. Le stime per il 2015 sono rimaste invariate al +3-3,2%, così come quelle per il 2016, che rimangono a +2,5-3%. Il consenso degli analisti vede tassi di crescita del 2,20% nel 2014, del 3% nel 2015 e nel 2016. La crescita a lungo termine è stata leggermente rivista al rialzo al +2,2-2,3% dal +2,1-2,3%. L'inflazione rimane stabilmente sotto al target del 2%, anche se tenderà a raggiungerlo. Le stime della Fed sull'inflazione sono dell'1,5-1,7% per il 2014 per arrivare all'1,6-2% nel 2016. Il consenso degli analisti vede tassi di inflazione all'1,80% nel 2014, al 2,10% nel 2015 e al 2,30% nel 2016.

L'economia americana continua a fare progressi verso gli obiettivi fissati dalla Fed di massima occupazione e stabi-

lità dei prezzi. Il tasso di disoccupazione al 6,3% è migliorato di 0,4 punti percentuali dall'ultimo meeting, anche se rimane ancora su livelli storicamente elevati. Le stime sul tasso di disoccupazione sono al 6,1% per la fine del 2014. Il PIL è sceso nel primo trimestre, ma ciò dipende da effetti congiunturali di natura atmosferica. Se le dinamiche nel mercato del lavoro continueranno a migliorare e se l'inflazione continuerà nel suo lento avvicinamento al target del 2%, con ogni probabilità il comitato direttivo della Fed continuerà a ridurre di altri 10 miliardi gli acquisti anche nel prossimo meeting. Non c'è però un piano definito sulla velocità di rientro dal programma di acquisti, e tutto dipende dagli sviluppi del quadro economico e dal continuo monitoraggio che la FED ne mantiene, attraverso un ampio raggio di indicatori benchmark relativi ad inflazione, mercato del lavoro, svi-

luppi della situazione finanziaria: la valutazione continua di questi elementi consente alla Fed di valutare il permanere dell'efficacia delle scelte assunte in linea con la sua visione strategica. Tutto ciò vale anche per le decisioni future relative ai Federal Funds rates: su questo punto, con le informazioni oggi disponibili, il comitato si aspetta che con ogni probabilità sia appropriato mantenere i tassi ai livelli attuali per un periodo considerevole anche dopo la conclusione del tapering, soprattutto se il tasso di inflazione e aspettative connesse rimarranno ancorate alle previsioni. Una crescita "più rapida del previsto potrebbe portare a un aumento dei tassi prima del previsto", ma viceversa una crescita più debole "potrebbe far rimandare il rialzo del costo del denaro". In buona sostanza, i tassi saranno toccati "al momento appropriato".

Peraltro, anche quando inflazione e disoccupazione si saranno stabilizzati su valori in linea con i target, le condizioni potrebbero portare le Fed a mantenere i tassi sotto i livelli che il comitato valutebbe normali per il lungo periodo. *La forward guidance* di una politica monetaria appropriata mostra infatti un Fed Funds rate sotto ai valori "normali" fino al 2016. Molti sostengono che ci siano ancora effetti residuali della crisi finanziaria, con una spesa delle famiglie ancora bassa, e con una riduzione delle attese di crescita futura per un periodo considerevole. In ogni modo, come detto, le decisioni future saranno prese in funzione delle valutazioni che

ininterrottamente verranno fatte dagli economisti della Fed sugli sviluppi del quadro economico nel suo insieme e in tutte le sue singole parti componenti.

Dati analitici di sintesi

Il tasso target sta rimanendo allo 0,25, ai minimi storici, dall'ultimo intervento del 16 dicembre 2008. La decisione del FOMC è stata presa all'unanimità (10 membri su 10). Operazioni sul mercato aperto: 35 miliardi di dollari mensili di acquisto asset. Il prossimo annuncio della Fed è previsto per il 30 luglio alle ore 20 italiane. Il consenso degli analisti è quasi unanime nel vedere tassi invariati per tutto il 2014, ipotizzando l'inizio del ciclo di rialzi nella prima metà del 2015: il consen-

so medio per la fine 2015 è per tassi all'1,20% (media di stime); per la fine 2016 il consenso medio è per tassi al 2,53% e per il lungo termine al 3,78%.

Ultime variazioni tasso interesse FED

Data di modifica	%
16 dicembre 2008	0,250 %
29 ottobre 2008	1,000 %
08 ottobre 2008	1,500 %
30 aprile 2008	2,000 %
18 marzo 2008	2,250 %
30 gennaio 2008	3,000 %
22 gennaio 2008	3,500 %
11 dicembre 2007	4,250 %
31 ottobre 2007	4,500 %
18 settembre 2007	4,750 %

Il punto di vista delle banche centrali **La BCE**

Introduzione

Andando ben oltre il consenso formatosi dopo il suo speech dell'8 maggio, che aveva spinto al rialzo i listini azionari, nella conferenza stampa a margine dell'ultimo meeting della BCE, il 5 giugno, il presidente Mario Draghi ha annunciato una serie di misure senza precedenti, che cambiano il ruolo della BCE e promettono di avere un effetto positivo sul quadro economico di Eurozona e sui mercati nei prossimi anni. Si tratta di misure finalizzate a ridurre il costo del denaro, a rimuovere



gli ostacoli e le inefficienze nel microsistema 'banche-famiglie-imprese', e a stimolare il credito. Esse sono anche dirette a

sostenere il tasso di inflazione, con l'obiettivo di guidarlo vicino al target (vicino ma al di sotto) del 2%. A tal fine viene annun-

ciato anche un possibile ulteriore futuribile allentamento della politica monetaria. Prosegue dunque questa ideale staffetta tra le due maggiori banche centrali, con la BCE che scende in campo in maniera vigorosa sul lato della politica monetaria espansiva proseguendo l'opera della Fed, che invece nel 2014 se ne sta disimpegnando. Le misure annunciate, nelle parole di Draghi, sono le seguenti.

Testo integrale e commentato del discorso

In primo luogo, abbiamo deciso di abbassare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (MRO) dell'Eurosistema di 10 punti base allo 0,15% e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 35 punti base, allo 0,40%. Il tasso sui depositi overnight è stato abbassato di 10 punti base, a -0,10%. Il tasso negativo si applicherà anche alla liquidità in eccesso rispetto ai requisiti minimi di riserva e ad alcuni depositi detenuti presso l'Eurosistema.

In pratica si riduce ulteriormente il costo del denaro, portandolo a nuovi minimi storici. Scendono anche i tassi marginali, che passano dallo 0,75% allo 0,40%, mentre vengono portati in area negativa i tassi "overnight" sui depositi interbancari, passando da zero a -0,10%. Si tratta dei primi tassi negativi nella storia della BCE, che vuole incentivare in questo modo il ricorso al credito interbancario e ai prestiti verso l'economia reale da parte delle banche, anziché parcheggiare la liquidità in eccesso presso Francoforte, come è stata prassi consolidata fino ad ora.



In secondo luogo, al fine di sostenere i prestiti bancari alle famiglie e alle società non finanziarie, esclusi i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, condurremo una serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine mirate (TLTROs).

Tutte le TLTROs scadranno nel mese di settembre 2018, vale a dire dopo circa 4 anni. Le controparti avranno diritto di prendere a prestito, inizialmente, il 7% del totale dei loro prestiti al settore privato non finanziario dell'area euro, esclusi i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, esistenti il 30 aprile 2014. I prestiti al settore pubblico non saranno considerati in questo calcolo. Il diritto di prestito iniziale combinato ammonta a circa 400 miliardi di euro. A tal fine, due TLTROs successive saranno effettuate nel mese di settembre e dicembre 2014. Inoltre, da marzo 2015 a giugno 2016, tutte le controparti potranno prendere a prestito, su base trimestrale, fino a tre volte l'importo del loro portafoglio di prestiti netti al settore privato non finanziario della zona euro, esclusi i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, nel corso di un determinato periodo superiore a uno specifico benchmark. Il rifinanziamento netto

sarà misurato in termini di nuovi prestiti meno i rimborsi. Cessione di crediti, cartolarizzazioni e svalutazioni non influenzano la misura netta del prestito. Il tasso di interesse delle TLTROs sarà fissato nel corso della vita di ogni operazione, al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema (MRO) in vigore al momento dell'assunzione, maggiorato di uno spread fisso di 10 punti base. A partire da 24 mesi dopo ogni TLTRO, le controparti avranno la possibilità di effettuare i rimborsi. Una serie di disposizioni mirerà a garantire che i fondi vadano a sostenere l'economia reale. Le controparti che non avranno rispettato alcune condizioni sul volume dei loro prestiti netti all'economia reale saranno tenute a rimborsare i prestiti nel mese di settembre 2016. Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso di estendere l'attuale ammissibilità delle ulteriori attività come garanzia, in particolare nel contesto dell'additional credit claims framework, almeno fino a settembre 2018.

La BCE darà vita ad una terza fase di Ltro (Long term refinancing operation, ovvero piano di rifinanziamento a lungo termine) a 4 anni per 400 mi-

liardi, simile alle due precedenti di fine 2011 e febbraio 2012, che consegnarono alle banche oltre mille miliardi di liquidità a 3 anni al tasso dell'1%. Questa volta il prestito sarà vincolato all'erogazione di credito al sistema privato (famiglie e imprese): le banche inadempienti dovranno restituire i fondi pagando un tasso superiore a quello agevolato previsto. La misura in oggetto è finalizzata a incentivare il credito, offrendo i migliori benefici alle banche più virtuose, cioè che avranno sviluppato nei prossimi mesi il maggiore volume di prestiti netti. Infine si è deciso di estendere l'ammissibilità delle ulteriori attività così poste in essere come garanzia.

In terzo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di intensificare i lavori preparatori relativi agli acquisti nel mercato degli ABS per migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Nell'ambito di questa iniziativa, l'Eurosistema considererà l'acquisto di ABS semplici e trasparenti i cui sottostanti siano rappresentati da crediti nei confronti del settore privato non finanziario dell'area euro, tenendo conto delle auspicabili modifiche del contesto normativo, e lavorerà a tal fine con le altre istituzioni competenti.

La BCE dichiara che in un prossimo futuro potrebbe intervenire in acquisto nel mercato delle ABS, avviando fin da subito i necessari lavori di preparazione.

Le Asset backed securities (ABS) sono strumenti finanziari simili a obbligazioni, emessi a fronte di una cartolarizzazione di crediti; pagano al detentore una serie di cedole e vengono rimborsati a scadenze prefissate.

La cartolarizzazione è la cessione di attività o beni (in questo caso crediti), attraverso l'emissione di obbligazioni: in pratica un'azienda che ha in portafoglio crediti a medio-lungo termine, o comunque non immediatamente esigibili, li "impacchetta" e li cede ad una società veicolo, appositamente costituita e specializzata in questo, che emette le obbligazioni e le colloca presso gli investitori finali. I crediti ceduti sono costituiti a garanzia del pagamento delle obbligazioni emesse.

Il rischio principale delle ABS è il rischio di insolvenza: il loro rimborso a scadenza e il pagamento delle cedole sono infatti subordinati al pagamento dei crediti iniziali e al pagamento periodico degli interessi. Per limitare tale rischio l'ammontare dei crediti ceduti e posti a garanzia è normalmente superiore al valore nominale delle obbligazioni emesse, costituendo così un cuscinetto protettivo.

Il meccanismo delle ABS è fi-

nalizzato a generare liquidità, ma non solo. In un contesto economico dove il problema principale è la fiducia, e il punto critico è il rapporto tra il sistema bancario e quello privato, questa misura razionalizza e fluidifica il mercato del credito, tentando di rimuovere i colli di bottiglia ormai cronici nel meccanismo di trasmissione della liquidità tra banche, famiglie e imprese (ad esempio le difficoltà nella valutazione del merito creditizio delle controparti o nel corretto pricing del rischio).

In quarto luogo, coerentemente con la nostra *forward guidance* e con la nostra determinazione a mantenere un elevato grado di accomodamento monetario, nonché di contenere la volatilità nei mercati monetari, abbiamo deciso di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali (*main refinancing operations* - MROs) come aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per il tempo necessario, e almeno fino alla fine del periodo di man-



tenimento della riserva obbligatoria che termina nel dicembre 2016. Inoltre, abbiamo deciso di condurre le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTROs) da assegnare entro la fine del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria che termina nel dicembre 2016 come procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione. I tassi di queste operazioni a tre mesi saranno fissati al tasso medio delle MROs per tutta la durata della rispettiva LTRO. Inoltre, abbiamo deciso di sospendere l'operazione settimanale di sterilizzazione della liquidità immessa nel quadro del Securities Markets Programme (SMP).

La quarta misura consiste nella reiterazione di operazioni di rifinanziamento convenzionali. Per finire si annuncia che la BCE smetterà di sterilizzare gli acquisti dei titoli di Stato, avvenuti nel 2011 con il cosiddetto Securities Markets Programme (SMP), il piano messo in piedi dall'ex governatore Jean-Claude Trichet per calmierare i rendimenti sui bond della periferia di Eurozona. Gli acquisti erano stati pari a 175 miliardi di euro e la BCE ha provveduto da allora a ritirare ogni settimana la liquidità in eccesso, attraverso l'offerta di depositi fruttiferi alle banche. Come al solito il discorso prosegue con l'analisi economica e monetaria.

Vorrei ora spiegare la nostra valutazione in maggior dettaglio, partendo dall'analisi economica. Il PIL reale dell'area euro è aumentato dello 0,2% sul trimestre precedente, nel primo trimestre di quest'anno. Ciò ha confermato l'attuale graduale ripresa, anche se un po' più debole del previsto. Le indagini più recenti segnalano una crescita moderata anche

nel secondo trimestre del 2014. In prospettiva, la domanda interna dovrebbe continuare ad essere sostenuta da una serie di fattori, tra cui la politica monetaria accomodante, i continui miglioramenti delle condizioni finanziarie che dovrebbero permeare l'economia reale, i progressi compiuti nel consolidamento fiscale e le riforme strutturali, e l'aumento del reddito disponibile reale derivante dalla caduta dei prezzi dell'energia. Allo stesso tempo, anche se i mercati del lavoro hanno mostrato ulteriori segnali di miglioramento, la disoccupazione nella zona euro resta alta e, in generale, la capacità inutilizzata continua ad essere consistente. Inoltre, il tasso di variazione dei prestiti delle MFI al settore privato è rimasto ne-

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche del marzo 2014, la proiezione di crescita reale del PIL per il 2014 è stata rivista al ribasso e la proiezione per il 2015 è stata rivista al rialzo.

I rischi per le prospettive economiche per l'area euro continuano ad essere orientati verso il basso. I rischi geopolitici, nonché gli sviluppi nelle economie di mercato emergenti e nei mercati finanziari globali, possono influenzare negativamente le condizioni economiche. Altri rischi al ribasso sono: una domanda interna più debole del previsto e l'insufficiente attuazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area euro, come pure una crescita delle esportazioni più debole.

Secondo la stima rapida



gativo nel mese di aprile ed i necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato possono continuare a pesare sul ritmo della ripresa economica.

Questa valutazione di una moderata ripresa si riflette anche nelle Proiezioni macroeconomiche per l'area euro di giugno 2014, che prevedono il PIL reale annuo in aumento dell'1,0% nel 2014, dell'1,7% nel 2015 e dell'1,8% nel 2016.

dell'Eurostat, l'inflazione HICP dell'area euro è stata dello 0,5% a maggio 2014, dopo lo 0,7% di aprile. Questo risultato è stato inferiore al previsto. Sulla base delle informazioni a nostra disposizione nella riunione odierna, l'inflazione dovrebbe rimanere a livelli bassi anche nei prossimi mesi, prima di aumentare solo gradualmente durante il 2015 e il 2016, giustificando le decisioni di oggi. Le aspettative di inflazione

per l'area euro nel medio-lungo periodo continuano ad essere saldamente ancorate, in linea con il nostro obiettivo di mantenere i tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2%. In prospettiva il Consiglio direttivo è fortemente determinato a salvaguardare questo ancoraggio.

La nostra valutazione è stata sostenuta dalle Proiezioni macroeconomiche per l'area euro di giugno 2014. Esse prevedono l'inflazione a 0,7% nel 2014, 1,1% nel 2015 e 1,4% nel 2016. Nell'ultimo trimestre del 2016, l'inflazione HICP è prevista all'1,5%. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche dello staff di marzo 2014, le proiezioni di inflazione per il 2014, 2015 e 2016 sono state riviste al ribasso. Va sottolineato che le proiezioni sono condizionate da una serie di ipotesi tecniche, tra cui i tassi di cambio e i prezzi del petrolio, e che l'incertezza per ogni proiezione aumenta con la lunghezza del periodo di riferimento.

Il Consiglio direttivo vede i rischi dell'andamento dei prezzi come limitati sia al rialzo che al ribasso e sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. In questo contesto, seguiremo da vicino le possibili ripercussioni dei rischi geopolitici e dei tassi di cambio.



Passando all'analisi monetaria, i dati relativi ad aprile 2014 continuano ad indicare una modesta crescita dell'aggregato monetario ampio (M3). La crescita annua di M3 è decelerata ulteriormente allo 0,8% in aprile, dall'1,0% di marzo. La crescita dell'aggregato monetario ristretto M1 è scesa al 5,2% in aprile, dopo il 5,6% di marzo. Nel recente passato, l'incremento della posizione netta sull'estero delle MFI, che riflette in parte il continuo interesse degli investitori internazionali in attività dell'area euro, è stato il principale fattore di sostegno alla crescita di M3.

Il tasso di variazione dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è stato -2,7% nel mese di aprile 2014, rispetto al -3,1% di marzo. La debole dinamica dei prestiti per le società non finanziarie continua a riflettere il loro rapporto ritardato rispetto al ciclo economico, il rischio di credito e l'aggiustamento in corso dei bilanci del settore finanziario e non finanziario. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è stato dello 0,4% nel mese di aprile 2014, sostanzialmente invariato dall'inizio del 2013.

Per riassumere, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con i segnali provenienti dall'analisi monetaria ha portato il Consiglio direttivo a decidere una combinazione di misure volte a fornire un ulteriore accomodamento della politica monetaria e a sostenere l'erogazione di prestiti all'economia reale. (...)

Conclusioni I tempi

Al giornalista che gli chiede quanto tempo ritiene necessario perché le misure annunciate possano sviluppare in pieno la loro efficacia, Draghi risponde così.

Il pacchetto ha fondamentalmente tre parti. La prima parte mira ad allentare la politica monetaria. La seconda parte a migliorare la sua trasmissione all'economia reale. E la terza riafferma che utilizzeremo anche strumenti non convenzionali, in caso sia necessario un ulteriore allentamento. Questo dà un'idea di quanto tempo ci vorrà. Anzitutto, la prima parte, ossia l'allentamento della politica monetaria. Abbiamo abbassato il corridoio e abbiamo rafforzato la nostra *forward guidance*. Il rafforzamento si basa su due fatti: l'estensione del tasso fisso in piena aggiudicazione fino alla fine del 2016, e il tasso fisso sulla TLTRO. Quindi questo mostra che i tassi di interesse rimarranno bassi per molto tempo, forse più di quanto precedentemente previsto. E questo alimenterà le condizioni del mercato monetario attraverso le curve di rendimento ed il tasso di cambio. Questo è il primo blocco. Il secondo mira a che tali condizioni migliori sui mercati monetari siano trasmesse all'economia reale. Qui che entra in gioco la TLTRO. Vogliamo fare in modo che alimenti il canale del credito bancario, perché la nostra economia è all'80% basata sulle banche. Così si abbassa il costo del finanziamento a termine per le banche, ma solo per i prestiti all'economia reale, in particolare alle società non finanziarie del settore privato. Quando

prevediamo di vedere qualche risultato? E' molto difficile da dire. Molto probabilmente vedremo effetti immediati sui mercati monetari e vedremo effetti ritardati sull'economia reale attribuibili a questo programma. Non sto dicendo che nel frattempo l'economia reale non potrebbe effettivamente recuperare di più. Ma gli effetti attribuibili a questo programma dovrebbero richiedere tre o quattro trimestri.

Valutazione finale

Sembra unanime fra i commentatori, anche i più critici, l'apprezzamento per la novità e l'intensità delle misure adottate, soprattutto rispetto all'atteggiamento prudente finora dimostrato dalla BCE. Tuttavia non mancano le obiezioni: le più ricorrenti riguardano la capacità di queste misure di contrastare l'inerzia di stagnazione che caratterizza questa fase, e i tempi in cui sono state decise. Se lo scenario è davvero quello di una stagnazione secolare, come sempre più economisti credono, cioè di un rallentamento strutturale, servono misure strutturali. Nei fatti è ravvisabile un'azione strutturale di concerto delle banche centrali nel mantenere (alternativamente) una politica monetaria accomodante senza soste dal 2008, anche se nessuno ne ha mai ufficializzato il carattere permanente. Peraltro se la BCE, uniformandosi alla Fed, ha iniziato a guardare anche la crescita, punto che non rientra nel suo mandato, anche la Fed ha mutuato dalla BCE il target di inflazione al 2%, che non era mai stato minimamente parte del suo mandato e dei suoi obiettivi. Ciò converge ulteriormente sull'ipotesi di una politica monetaria concertata.

E ancora: le misure annunciate sono notevoli, ma saranno in grado di risolvere il problema? Di invertire l'inerzia recessiva delle economie occidentali? E per finire i tempi. Intervenedo un anno fa si poteva contrastare un problema meno grave. Siamo ancora in tempo? E' risaputo che la BCE sconta una profonda frammentazione di intenti e di obiettivi al suo interno che le impedisce un'azione immediata e coerente come quella della Fed. Draghi, anche su questo punto, ha rappresentato una svolta.

Ultima considerazione. Le misure messe in campo il 5 giugno, sommate a quelle annunciate come futuribili, attribuiscono di fatto un ruolo nuovo alla BCE, e suggeriscono una nuova interpretazione del suo mandato non più unicamente di strenua garante della stabilità dei prezzi ma anche, finalmente, di guida al sostegno dell'economia e dei mercati (nonostante venga ufficialmente negato). Un mandato che oggi si riconfigura come più simile a quello della Fed, in una ideale convergenza di operato e condivisione di intenti tra le due maggiori banche centrali, che trova nell'attualità di una staffetta ideale delle politiche monetarie accomodanti (la BCE ricomincia, la Fed ne sta uscendo) la sua più conclamata espressione.

Sintesi

La BCE ha tagliato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dallo 0,25% allo 0,15%, segnando un nuovo minimo storico. Viene ridotto anche il tasso marginale (tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale) di 35 punti base dallo 0,75% allo 0,40%, mentre vengono porta-

ti in area negativa i tassi "overnight" sui depositi interbancari, passando dallo zero a -0,10%.

La BCE darà vita ad una terza fase di Ltro a 4 anni per 400 miliardi, simile alle precedenti due tenutesi nel 2011 e 2012. Stavolta, però, il prestito sarà vincolato all'erogazione di credito alle imprese e alle famiglie.

La BCE smetterà di sterilizzare gli acquisti dei titoli di Stato, avvenuti nel 2011 con il cosiddetto *Securities Markets Programme* (SMP).

Infine i lavori di preparazione degli acquisti dei titoli Abs (*Asset-backed security*) stanno accelerando.

I tassi di interesse europei rimarranno bassi a lungo, anche se non vi sono rischi di deflazione, ma semmai di un prolungato periodo bassa inflazione. Questa dovrebbe attestarsi allo 0,7% nel 2014, all'1,1% nel 2015 e all'1,4% nel 2016, in calo rispetto alle stime di marzo della stessa BCE. In calo anche le stime di Pil per l'anno in corso a +1%, contro il +1,2% previsto a marzo. Viene invece aumentata la stima di crescita per il 2015 a +1,7% dal precedente +1,5%. Confermato il +1,8% previsto per il 2016.

Il prossimo annuncio della BCE è previsto per il 3 luglio alle ore 13,45. Il consenso degli analisti è quasi unanime nel vedere tassi invariati per tutto il 2014. Gli analisti sono concordi nel vedere tassi invariati per tutto il 2014. Anche il consenso medio per la fine 2015 è per tassi allo 0,15%, con alcuni analisti che vedono un ritorno a 0,25%. Non sono disponibili stime per il 2016 e per il lungo termine.

Didattica

Fiducia, crescita e inflazione dal punto di vista delle Banche Centrali

La politica monetaria è un elemento di raccordo tra i vari passaggi successivi in cui si articola, nei tempi lunghi, la relazione 'fiducia - crescita - inflazione'.

Gli scenari di crescita tendenziale sono collegati, in genere, ad un aumento dei livelli di fiducia. L'aumento dei livelli di fiducia può avere fra le sue concause (ma con una relazione che agisce in un tempo non prevedibile) una politica monetaria espansiva¹³. Tutto ciò può condurre ad un rafforzamento della domanda interna (nelle sue componenti consumi e investimenti non finanziari delle famiglie e delle imprese). Il rafforzamento della domanda interna, se genera un prevalere della domanda sull'offerta, può determinare un aumento dei

prezzi. L'aumento dei prezzi è l'inflazione¹⁴. Ecco perché un contesto di accelerazione della crescita può essere associato a uno scenario di inflazione.

Per contrastare l'eccesso di inflazione (inflazione sopra il target programmato) la Banca centrale adotta, in genere, un atteggiamento restrittivo della politica monetaria, finalizzato ad arginare l'inflazione attraverso un rallentamento della domanda interna. Ecco perché l'inflazione può condurre, indirettamente, in un tempo non prevedibile, ad un abbattimento della crescita.

Gli scenari di rallentamento tendenziale sono collegati, in genere, a una diminuzione dei livelli di fiducia. La diminuzione dei livelli di fiducia può avere

fra le sue concause (ma con una relazione che agisce in un tempo non prevedibile) una politica monetaria restrittiva. Tutto ciò può condurre a un indebolimento della domanda interna. Ne consegue, in genere, una pausa nell'aumento dei prezzi, e in certi casi una loro diminuzione (i prezzi rimangono stabili in condizioni di equilibrio tra domanda e offerta, mentre scendono se l'offerta supera la domanda). Il minore aumento dei prezzi rappresenta il calo dell'inflazione; il calo dei prezzi è invece la deflazione.

Per arginare il rallentamento della crescita la Banca centrale adotta, in genere, un atteggiamento espansivo della politica monetaria, finalizzato a incentivare la domanda interna attraverso un aumento dei livelli di fiducia; anche questo effetto può svilupparsi in un certo tempo non prevedibile.

da Stefano Bagnoli, "La psicologia del sistema economico-finanziario", Seneca Edizioni, Torino, 2009, pagg. 51-52.



Le fasi della correlazione fiducia - crescita - inflazione

Lo schema e le tabelle seguenti rappresentano le fasi tipiche di un ciclo economico completo.

Il legame sufficientemente confermato tra cause ed effetti

è basato sulla ripetitività delle relazioni esposte:

- una politica monetaria espansiva è presupposto (in un tempo non determinato) per un aumento dei livelli di fiducia, a partire dalla fiducia dei consumatori (A);
- l'aumento della fiducia dei consumatori è presupposto per un rafforzamento della domanda interna (B);
- l'aumento della fiducia dei consumatori induce anche un aumento della fiducia delle imprese (C), con ulteriore impatto positivo sulla domanda interna;
- l'aumento della fiducia delle imprese determina un aumento della produzione e un assetto meno prudente del ciclo delle scorte (D);
- il rafforzamento della domanda interna e l'aumento della produzione determinano un'accelerazione della crescita (E);
- a un contesto di crescita può associarsi uno scenario di inflazione - se la domanda interna di beni e/o servizi supera l'offerta aggregata (F);
- la maggiore inflazione determina la possibilità di condizioni di politica monetaria meno favorevoli, cioè di una politica monetaria restrittiva (G);
- una politica monetaria restrittiva è presupposto (in un tempo non determinato) per una diminuzione dei livelli di fiducia, a partire dalla fiducia dei consumatori (H);
- il calo della fiducia dei consumatori è presupposto per un rallentamento della domanda interna (L);
- il calo della fiducia dei consumatori induce anche un calo della fiducia delle imprese (M), con ulteriore impatto negativo sulla domanda interna;
- il calo della fiducia delle imprese determina un calo della produzione e un assetto più prudente del ciclo delle scorte (N);
- il rallentamento della domanda interna e il calo della produzione determinano una decelerazione della crescita (P);
- a un contesto di decelerazione della crescita può associarsi uno scenario di rallentamento dell'inflazione (Q).
- La minore inflazione ripristina la possibilità di una politica monetaria più favorevole, cioè di una politica monetaria espansiva (R).

Tabella 1

Tabella degli sviluppi ciclici divisi per singolo evento

Da R si ritorna ad A, e il ciclo ricomincia.

Per una corretta interpretazione della tabella 1, e specificamente per i passaggi E-F e P-Q, così come per la tabella 2, si veda quanto scritto nelle varie parti di questo capitolo.

Gli schemi di cui al paragrafo precedente e alla tabella 1, per motivi di chiarezza, riducono la complessità degli sviluppi ciclici ai concetti di crescita e rallentamento, ovvero di accelerazione e decelerazione della crescita. Storicamente alcuni cicli economici sono risultati composti proprio in questo modo, con due sole fasi, la crescita e il rallentamento, poiché la crescita non diventava mai negativa. Ma si tratta di una minoranza di casi.

Per rendere questi schemi comprensivi di tutte le possibilità osservabili nella realtà bi-

⇒	A = aumenta la fiducia dei consumatori	⇒
⇒	B = aumenta la domanda interna	⇒
⇒	C = aumenta la fiducia delle imprese	⇒
⇒	D = aumenta la produzione	⇒
⇒	E = crescita economica	⇒
⇒	E ₁ = crescita degli utili aziendali	⇒
⇒	E ₂ = aumenta il valore delle aziende	⇒
⇒	E ₃ = aumenta la fiducia degli investitori	⇒
⇒	E ₄ = sale il prezzo delle azioni	⇒
⇒	F = aumenta l'inflazione	⇒
⇒	F ₁ = aumenta l'inflazione attesa	⇒
⇒	G = politica monetaria restrittiva	⇒
⇒	H = diminuisce la fiducia dei consumatori	⇒
⇒	L = diminuisce la domanda interna	⇒
⇒	M = diminuisce la fiducia delle imprese	⇒
⇒	N = diminuisce la produzione	⇒
⇒	P = rallentamento economico	⇒
⇒	P ₁ = rallentamento degli utili aziendali	⇒
⇒	P ₂ = diminuisce il valore delle aziende	⇒
⇒	P ₃ = diminuisce la fiducia degli investitori	⇒
⇒	P ₄ = diminuisce il prezzo delle azioni	⇒
⇒	Q = cala l'inflazione	⇒
⇒	Q ₁ = cala l'inflazione attesa	⇒
⇒	R = politica monetaria espansiva	⇒

sognerebbe considerare la dinamica classica del ciclo economico, con le quattro fasi di ripresa, crescita, rallentamento e contrazione. Esiste però una strutturale sfasatura, considerando i punti di svolta, tra la dinamica del PIL e della domanda interna (da un lato) e quella della fiducia e dei mercati azionari (dall'altro): ad esempio, nella fase di ripresa la fiducia e i mercati azionari hanno già, in genere, un andamento crescente, mentre invece la domanda interna e il PIL hanno ancora un andamento decrescente. Possiamo dunque dire che la fase di ripresa sviluppa le sue dinamiche un certo tempo do-

po il punto R, e si protrae sul segmento A-B-C-D con una tempistica non determinata. A un certo punto la ripresa diventa crescita. In sintesi, la crescita tendenziale si sviluppa progressivamente e contestualmente ai punti A, B, C, D, E1, E2, E3, E4. La tempistica di questi passaggi non è prevedibile.

Analogo discorso va fatto nel caso inverso, per cui la fase di rallentamento sviluppa le sue dinamiche un certo tempo dopo il punto G, e si protrae sul segmento H-L-M-N con una tempistica non determinata. A un certo punto (ma non sempre, abbiamo detto) il rallen-

tamento può deteriorarsi in contrazione. In sintesi, il allentamento tendenziale si sviluppa progressivamente e contestualmente ai punti H, L, M, N, P1, P2, P3, P4. Anche la tempistica di questi passaggi non è prevedibile.

La circolarità delle fasi che caratterizzano gli sviluppi di un ciclo economico completo si può rappresentare (per semplificazione) come nello schema seguente.

Aumenta la fiducia (effetto che diventa nuova causa)	⇒	Aumenta la crescita (effetto che diventa nuova causa)	⇒	Aumenta l'inflazione (effetto che diventa nuova causa)
↑				↓
Politica monetaria espansiva (effetto che diventa nuova causa)				Politica monetaria restrittiva (effetto che diventa nuova causa)
↑				↓
Diminuisce l'inflazione (effetto che diventa nuova causa)	⇐	Diminuisce la crescita (effetto che diventa nuova causa)	⇐	Diminuisce la fiducia (effetto che diventa nuova causa)

tabella 2

da Stefano Bagnoli, "La psicologia del sistema economico-finanziario", Seneca Edizioni, Torino, 2009, pagg. 53-55.

Operatività.

Medio-lungo termine

A medio-lungo termine tutti i mercati azionari resteranno orientati al rialzo. Sono ciclicamente da preferire titoli azionari americani ed europei, dei settori bancario e tecnologico.

Si potrebbe a breve iniziare ad accumulare posizioni sui titoli italiani **Intesa, Banca Popolare Emilia (in aumento di capitale), ENI, Saipem, Enel Green Power, Fiat e Autostrade;**

accumulare anche sui titoli americani **Microsoft, Priceline.com, Johnson & Johnson, Bank of New York Mellon, Jazz Pharmaceutical, Google e Facebook.**

Posizione suggerita su euro-dollaro: short.

=====

Breve termine

A breve termine (fino al 4 luglio) l'indice S&P dovrebbe mantenersi in un trading range tra 1.930 e i massimi a 1.967. Sono possibili rapide discese anche al di sotto del livello indicato, che però, in assenza di degenerazioni (possibili) del quadro geopolitico, dovrebbero rientrare sempre con la stessa velocità. Attenzione però proprio allo scenario geopolitico.

L'indice italiano sarà invece più vulnerabile alla spinta ribassista, almeno per il brevissimo termine, anche se, in assenza di complicazioni geopolitiche la ripartenza può arrivare presto. Sotto 21.800 il clima è ribassista, sopra 22.100 si tornerebbe a vedere positività. Per cui:

cercare entrate short con indice sotto a 21.800, con stop loss non superiori a 100 punti;

cercare entrate long sopra a 22.100, stop loss alla rottura dei 22.000.

Posizione suggerita su euro-dollaro: short.

DISCLAIMER

Le indicazioni qui fornite sono elaborate con accuratezza, spesso sviluppando modelli analitici implementati da me e testati con esiti positivi. Tuttavia sui mercati finanziari non esiste mai nessuna certezza, e il rischio di perdere denaro è sempre e comunque presente. Qualora ciò avvenisse io non potrò in nessun modo essere ritenuto responsabile.

Le operazioni suggerite non costituiscono sollecitazione all'investimento, e nemmeno consulenza. Si tratta invece di approfondimenti di studio, forniti a margine del percorso formativo della mia Scuola di investimento e trading e di questa Newsletter. Chi opera lo fa per libera scelta, e deve essere ben consapevole di quanto esposto nel presente Disclaimer.



=====

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

The logo for TOPTTRADER, featuring the words "TOPTTRADER" in a stylized, metallic, 3D font with a blue glow and a bright light effect behind the letter 'T'.