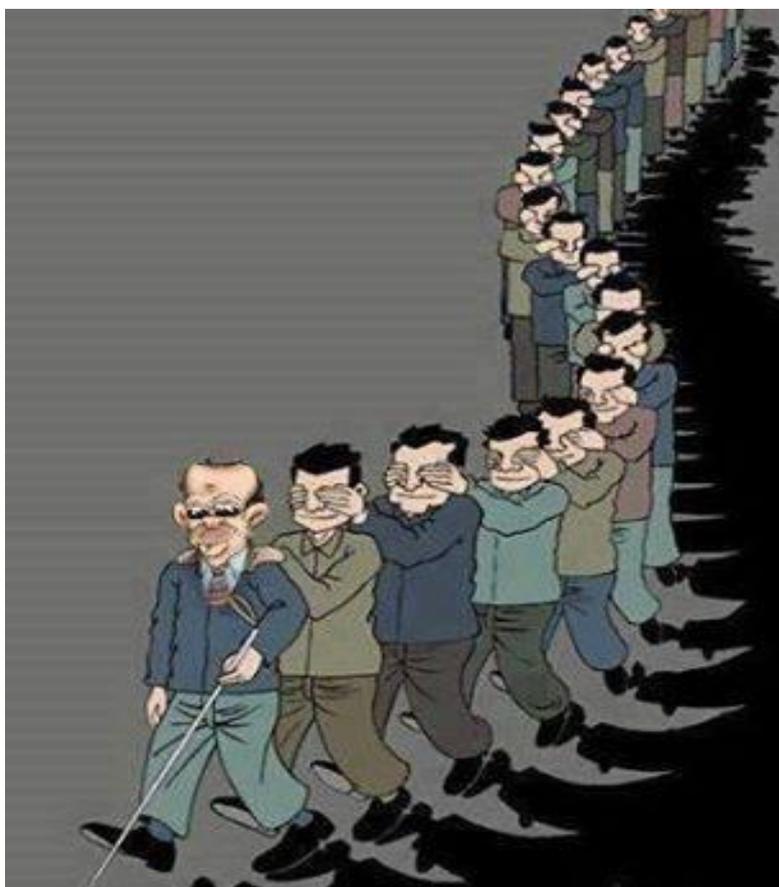


PUNTI DI VISTA

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA
ANALISI, RICERCHE E TESTI A CURA DI STEFANO BAGNOLI
ANNO 2, NUMERO 5 DEL 19 GIUGNO 2015.

EDITORIALE



Il mondo, guidato dai suoi leader,
marcia sicuro verso i suoi obiettivi.

IN QUESTO NUMERO:

Ipotesi principale di scenario
pag.3

**Mercati. Radiografia di
un'inversione** pag.7

Schema dei mercati pag.9

Euro-dollaro pag.10

Laboratorio economico
pag.11

Il punto di vista della BCE
pag.12

La crisi greca pag.14

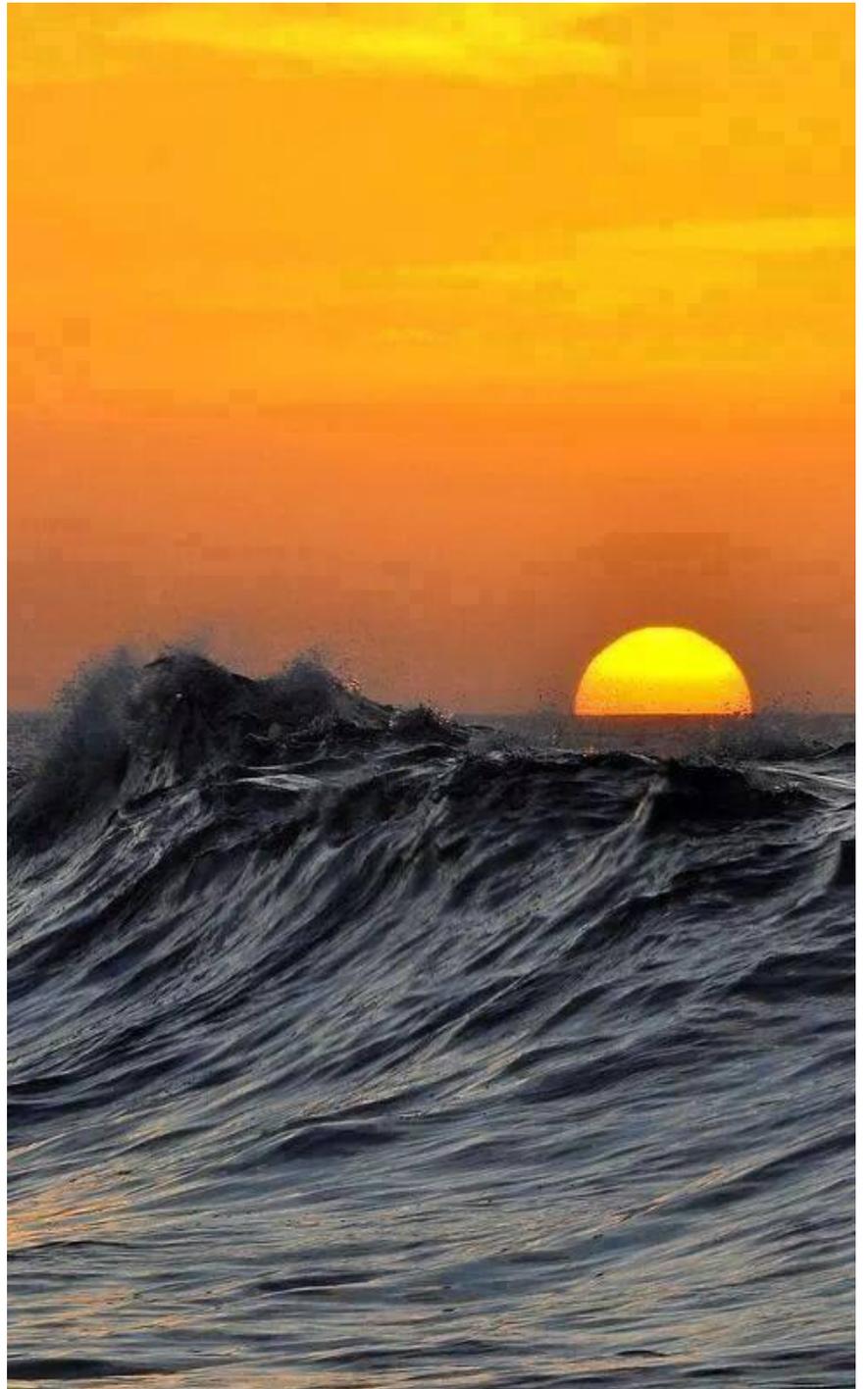
**Il problema Grecia spiegato in
maniera chiara e comprensibile**
pag.16

Il punto di vista della Fed
pag.18

La crisi ucraina pag.19

Foto del giorno pag.21

Global market overview:
pag.22

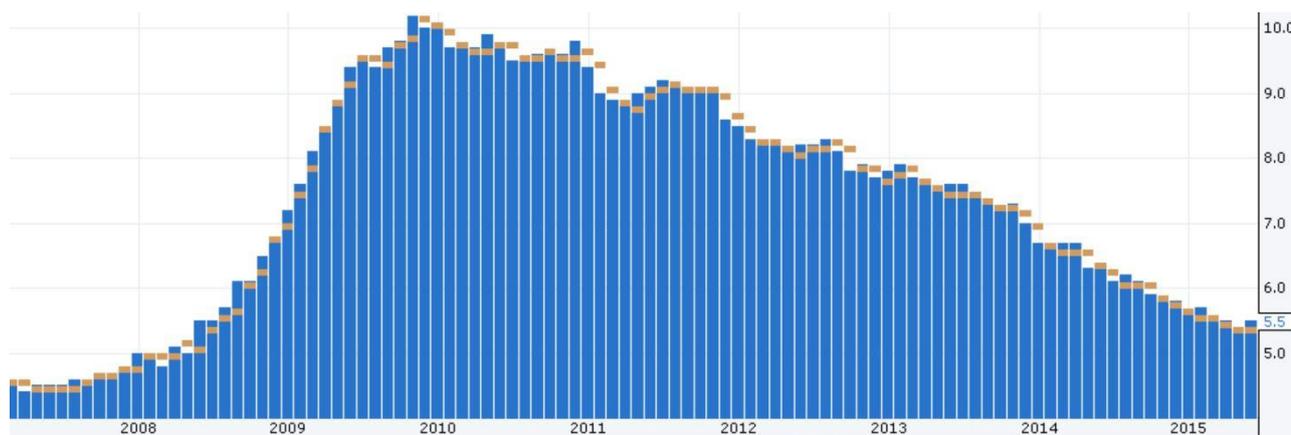


IPOTESI PRINCIPALE DI SCENARIO

Analisi economica. USA

La crescita economica americana rimane solida, sostenuta da una politica monetaria ancora espansiva relativamente al livello dei tassi, nonostante l'orientamento ormai dichiaratamente restrittivo della Fed.

La crescita per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, al 2,5% (rivisto al ribasso dal 2,9 di fine aprile e 3,1 di inizio marzo), al 2,5% per il 2016 (dal 2,8 precedente) e al 2,2% per il 2017 (dal 2,7 precedente): tutte le stime sono state riviste al ribasso. L'inflazione attesa per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, allo 0,7% (dallo 0,2 precedente e 0,5 di marzo), all'1,8% per il 2016 (dal 2,2 precedente) e al 2% per il 2017. Ricordiamo che la Fed auspica, come la BCE, un tasso vicino ma inferiore al 2%. La disoccupazione è attesa al 5,1% (rivisto al ribasso dal 5,4 precedente) per l'intero 2015 e al 5% per il 2016 e il 2017. I valori massimi del 2010 erano stati del 9,6% come da grafico seguente, e la Fed si era posta un obiettivo del 6%, oggi ampiamente raggiunto.



Per quanto riguarda il target della Fed e dei policy maker, gli Stati Uniti sono da tempo e definitivamente usciti dalla crisi economica. Ne deriva che la politica monetaria di stimolo, avendo raggiunto tutti i suoi target, ha esaurito il suo compito in questa fase e in un certo tempo verrà rimossa.

Tuttavia, come detto, negli ultimi tre mesi si è osservato un quadro di dati macro generalmente peggiori delle attese, unito ad un (conseguente) lieve ridimensionamento delle stime su crescita e inflazione. Tale contesto di moderata decelerazione della crescita attesa e di flessione dell'inflazione attesa (dovuta in gran parte al prezzo del petrolio che rimane su valori bassi) ha avuto un impatto positivo sul timing di inizio dei rialzi dei tassi da parte della Fed, **orientando la nostra view per l'inizio dei rialzi sulla finestra temporale settembre-dicembre, con preferenza sul mese di settembre.** Fino a due mesi fa il consenso degli analisti (e nostro) convergeva sul mese di luglio. Considerando che l'inizio del

ciclo di rialzi dei tassi della Fed impatterà negativamente sui mercati azionari americani e globali, ne deriva che questo leggero peggioramento del quadro economico si trasforma in realtà sui mercati in una condizione favorevole alla prosecuzione del rialzo. Ma si tratta di un beneficio parziale e temporaneo.

Analisi economica. Eurozona

In Eurozona nell'insieme la ripresa rimane incerta ma in miglioramento. La crescita per il 2015 è attesa nei dati di consenso attuali all'1,5% (dall'1,3 precedente), e all'1,7 per il 2016 (dall'1,6 precedente), in nuovo leggero miglioramento rispetto ai dati di consenso precedenti. L'inflazione attesa per il 2015 è oggi a +0,1%, 1% per il 2016 e 1,2% per il 2017. Le ultime rilevazioni sull'inflazione hanno mostrato un leggero aumento, ma le stime per i due anni successivi sono state invece riviste al ribasso. La disoccupazione rimane alta: 11,1% il dato atteso per il 2015 e 10,6% per il 2016, in leggero miglioramento.

Il QE della BCE continua a produrre effetti positivi su tutti i piani economici caratterizzati da logiche quantitative, comparative, di flusso e alle dinamiche di fiducia. Il forte deprezzamento dell'euro che ne è derivato favorisce le esportazioni e il turismo, ma soprattutto il calo dei rendimenti, scesi in modo generalizzato su tutte le curve, ha ridotto la spesa per il debito dei paesi e il costo di finanziamento per le imprese e le famiglie, aumentando i livelli di fiducia e rafforzando lentamente la domanda aggregata. Tutto ciò ha creato e sta creando condizioni sempre più favorevoli per la ripresa economica da un lato, e per un flusso strutturale dei capitali verso il rischio.



Tuttavia **la BCE inizia trovarsi sempre più sola nell'affrontare le difficoltà crescenti nel sistema economico finanziario.** Presto verrà meno il poderoso sostegno espansivo della Fed, e le altre banche centrali, che pure sono attive con politiche monetarie espansive anche non convenzionali (QE), come la Bank of England o la Bank of Japan, hanno in aggregato un peso nemmeno paragonabile a quello della Fed.

Inoltre la valutazione degli effetti del QE sul quadro economico generale di Eurozona nel lungo termine rimane quantomeno incerta. Rimane la necessità di interventi radicali e urgenti della politica dei singoli stati sul lato delle riforme strutturali, come Draghi ripete da anni. Qualche progresso si vede, ma non è sufficiente. E se queste dovessero continuare a mancare (come stanno mancando) o ad essere posticipate, il QE diventerà facilmente l'ennesimo vano tentativo di comprare tempo che poi la politica sprecherà, senza portare ad una soluzione del problema. In questo caso lo scenario di lungo termine (ovvero guardando oltre l'orizzonte temporale entro il quale si svilupperanno gli effetti positivi del QE) sarebbe molto negativo.



La politica monetaria

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

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

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

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

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

Tabella del consenso degli analisti sul livello del tasso di riferimento della Fed (Federal Fund Rate) dopo i prossimi meeting della Fed.

MEETING	0	0,25%	0,50%	0,75%	1%
29 luglio 2015	44%	56%			
17 settembre 2015	29,9%	52,2%	17,9%		
28 ottobre 2015	25,1%	48,6%	23,4%	2,9%	
16 dicembre 2015	13,6%	37,8%	35%	12,3%	1,3%
27 gennaio 2016	10,6%	32,5%	35,6%	17,3%	3,7%
16 marzo 2016	5,9%	22,9%	34,2%	25,4%	9,7%
27 aprile 2016	4,4%	18,4%	31,3%	27,7%	13,8%
15 giugno 2016	2,1%	11,1%	24,6%	29,6%	21,1%
27 luglio 2016	1,5%	8,4%	20,6%	28%	23,6%
21 settembre 2016	0,8%	5,2%	15%	24,6%	25,6%

MERCATI. RADIOGRAFIA DI UN'INVERSIONE

Come abbiamo già scritto, **nel 2015 il driver e punto nodale della nostra forward guidance sui mercati e sull'intero quadro economico-finanziario è stato e sarà il prezzo del petrolio**. I futures sul WTI crude oil nelle scadenze più lontane rivelano con chiarezza la dinamica rialzista del prossimo futuro; senza contare che anche le stesse banche centrali l'hanno detto più o meno esplicitamente.

In uno scenario "normale", le nostre stime sono per un rialzo del prezzo del WTI crude oil nella seconda metà dell'anno almeno fino a 65-70 dollari. (Uno scenario "normale" è quello in cui una causa nota genera un effetto noto con elevate probabilità; la maggiore o minore conoscenza della causa permette un maggiore o minore livello di precisione nella previsione dell'effetto). Ciò impatterà in modo rialzista sull'inflazione americana, che salirà velocemente al di sopra del target del 2% fissato dalla Fed. A quel punto la Fed inizierà subito il suo ciclo di rialzo dei tassi. Un rialzo al mese di 25 bp, per vari mesi, alla ricerca dinamica dell'equilibrio voluto dalla Banca Centrale e dai policy maker. Il tasso di riferimento rimarrà su livelli molto più moderati rispetto agli ultimi cicli, e non dovrebbe spingersi al di sopra del 3% (contro il 5,25%, tasso più alto nel 2006, o il 6,5%, tasso più alto nel 2000). Annotiamo che oggi il consenso degli analisti converge su un primo rialzo dei tassi che rimanga per adesso isolato: nei prezzi azionari dunque non è scontato un ciclo di rialzi, ma solo un primo rialzo non seguito da altri.

In una valutazione complessiva, oltre all'avvicinarsi dell'inizio dei rialzi della Fed, bisogna considerare anche altri elementi.



La crescita degli utili USA e di Eurozona rimane costante e nelle condizioni attuali i prezzi ancora oggi non sopravvalutano le azioni, ma come avevamo previsto nei mesi scorsi si sta lentamente configurando uno scenario negativo e sfavorevole alla prosecuzione dei rialzi sui mercati azionari. Da un lato la crisi greca con le sue imprevedibili conseguenze per la stabilità del sistema Eurozona (cfr. articolo), ma soprattutto il contesto sempre più negativo del rischio geopolitico, dalla polveriera ucraina (cfr. articolo) al caos mediorientale e nordafricano, i tanti altri focolai di guerra sparsi per il mondo e il maggiore rischio attentati mantengono alti i livelli di rischio R e rappresentano forti elementi di criticità.

La scintilla in uno dei contesti elencati diventerebbe il detonatore di una serie di effetti a catena in grado di colpire tutte le parti del sistema fino ai mercati azionari, dei quali potrà arginare la prosecuzione del rialzo e determinare un'inversione ribassistica di medio termine.

Per medio termine intendiamo la finestra temporale futura da uno a tre anni. Considerando tutto ciò bisogna concludere che

la precedente view rialzista di medio termine sui mercati azionari globali, che ci ha accompagnato negli ultimi cinque anni, è entrata formalmente in crisi.

Tale view peraltro era già sotto osservazione da alcuni mesi. Poiché il sistema americano è ancora in buone condizioni, a differenza del sistema Eurozona, e dimensionalmente stabile, a differenza dei paesi emergenti, se ne può dedurre che gli effetti negativi di tutto ciò ricadranno maggiormente sui mercati azionari di Eurozona ed emergenti.

In assenza di gravi e particolari degenerazioni e congiunture negative sul fronte geopolitico, che però al momento danno forma a uno scenario con probabilità tutt'altro che marginali, dovrebbe trattarsi di una discesa di 2-3 anni, che permetteranno al ciclo economico di realizzare il suo percorso, fino a tornare ad un nuovo ciclo di ribasso dei tassi Fed (quelli della BCE non saliranno), che riporterà anche i mercati azionari alle condizioni iniziali e ottimali per una nuova fase di rialzo (approssimativamente nell'ultima parte del decennio).

In questo periodo di trend ribassistico tutte le variabili sistemiche che ora sono fuori controllo dovrebbero trovare una normalizzazione. È possibile, o meglio è sperabile, una qualche forma di accordo tra l'Asse russo-cinese e l'Alleanza Atlantica (NATO), anche passando per eventuali momenti di forte tensione e circoscritti scenari di conflitto. Aumenterà il rischio attentati, continuerà l'azione dei movimenti armati di matrice islamica e ci saranno certamente altri conflitti promossi dalle forze NATO per arginarne l'avanzata. Anche la crisi greca nel frattempo avrà trovato una soluzione, magari drastica, ma definitiva.

Viceversa nel caso (meno probabile) di ulteriori complicazioni e degenerazioni del già ampio ventaglio di criticità sul fronte geopolitico, con l'inizio di conflitti non più marginali, ma che interessino direttamente le superpotenze, non sarebbe possibile fare previsioni, ma certamente andremmo incontro alla formazione di uno scenario estremamente negativo.

SCHEMA DEI MERCATI

In ottica di medio termine



Dopo 5 anni di view rialzista, la nostra view di **medio termine** sui mercati azionari diventa ribassista. In questo scenario i flussi andranno gradualmente dal rischio verso il no risk, dall'azionario verso i bond risk free e da valute growth sensitive verso valute difensive.

In ottica di breve termine



La nostra view di **breve termine** sui mercati azionari è ribassista. I flussi andranno dal rischio verso il no risk, dall'azionario verso i bond risk free e da valute growth sensitive verso valute difensive.

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

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

EURO-DOLLARO

Il cross euro-dollaro continua il suo movimento ribassista di medio-lungo termine verso il target 1:1 e successivamente altri obiettivi più ambiziosi.

Subito dopo la nascita della moneta unica il cambio contro dollaro arrivò e rimase per qualche tempo nelle prossimità di 0,90 con minimo a 0,8490 nel giugno 2001. Ebbene, in quell'epoca le condizioni sistemiche erano meno favorevoli al dollaro, e meno sfavorevoli all'euro, di quanto non siano oggi. Il differenziale di crescita non era forte come oggi, e non c'era l'attuale enorme divaricazione nell'orientamento delle politiche monetarie delle banche centrali di riferimento: la Fed sta rimuovendo il suo stimolo monetario, prossima ad alzare i tassi, mentre la BCE mantiene e manterrà i tassi vicini a zero per un periodo prolungato di tempo, e ha appena iniziato il suo QE, risultando dunque impegnata nel suo sforzo di massima accelerazione delle politiche monetarie espansive.

Il differenziale fra i tassi di riferimento attesi BCE e Fed (quelli attuali sono livellati su valori pari a zero), e a seguire di tutti i tassi sulla curva, è dunque il primo argomento a favore di un ulteriore rafforzamento del dollaro contro euro. La politica monetaria espansiva integrale della BCE si contrappone al bias restrittivo della Fed, creando un differenziale nei tassi attesi a favore di quelli americani, e spostando flussi verso i Bond USA e verso il dollaro.

Il differenziale di crescita tra società americane ed europee rimane e rimarrà strutturalmente a favore delle prime, spostando ulteriormente flussi rilevanti verso i mercati azionari americani e verso il dollaro.

Ciò che nel prossimo futuro sta incrinando e potrebbe incrinare l'assolutezza del trend ribassista di euro-dollaro sono due aspetti piuttosto nuovi.

Motivi di flusso e di correlazione. La correlazione prevalente (ma non stabile) tra euro-dollaro e mercati azionari è una correlazione diretta dollaro / mercati azionari. Finora i mercati azionari salivano, e per correlazione anche l'euro-dollaro subiva un'ulteriore pressione ribassista. Ma ora **la discesa iniziata e che ipotizziamo sui mercati azionari ha spinto, potrebbe spingere (e spingerà) per qualche settimana al rialzo l'euro contro dollaro.**

Motivi di rischio. Nella nuova mappa delle correlazioni **la variazione della percezione del rischio è correlata direttamente con il movimento dell'euro:** l'aumento nella percezione del rischio si associa e determina un rafforzamento dell'euro; viceversa una diminuzione nella percezione del rischio si associa e determina un indebolimento dell'euro. "Quando il focus dell'analisi è sul rischio geopolitico, l'euro si rafforza contro dollaro quando il rischio sistemico di ordine geopolitico aumenta, perché i bond risk free di Eurozona vengono visti come un rifugio sicuro, dunque difensivi. Per contro l'euro si indebolisce contro dollaro quando il rischio sistemico di ordine geopolitico diminuisce, perché torna l'appetito per il rischio, e si torna a cercare investimenti di rischio, più redditizi" (da *La teoria generale dei flussi*, Stefano Bagnoli).

LABORATORIO ECONOMICO

USA

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	2,2	2,8	2,7
INFLAZIONE (A/A)	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	0,3	2,2	2,2
DISOCCUPAZIONE (%)	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	8,1	7,35	6,1	5,4	5,0	4,9
FED FUND RATE	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,7	-	-

Eurozona

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	2,9	0,4	-4,4	2,0	1,6	-0,7	-0,4	0,9	1,5	1,7	1,5
INFLAZIONE (A/A)	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,2	1,3	1,6
DISOCCUPAZIONE (%)	7,5	7,6	9,5	10,1	10,1	11,3	11,9	11,6	11,1	10,6	10,3
TASSO BCE	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	-	-

Italia

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	1,7	-1,2	-5,5	1,7	0,4	-2,4	-1,9	-0,4	0,6	1,1	0,9
INFLAZIONE (A/A)	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2	0,2	1,0	1,2
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,8	7,8	8,42	8,4	10,7	12,2	12,7	12,6	12,3	11,7
TASSO BCE	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	-	-

Mondo

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	3,9	1,5	-2,3	4,0	3,0	2,1	2,2	2,5	3,2	3,5	3,4

IL PUNTO DI VISTA DELLA BCE

COMMENTO ALLO SPEECH DI MARIO DRAGHI A MARGINE DEL MEETING DELLA BCE DEL 3 GIUGNO 2015

Introduzione

In linea con le attese, e come era ovvio, nel meeting del 3 giugno la BCE ha lasciato invariati i tassi: il tasso di riferimento principale (REFI) rimane allo 0,05%, il tasso di rifinanziamento marginale (MRI) allo 0,30% e il tasso di deposito overnight a -0,20%.

Il nuovo programma di acquisto di asset, il QE, sta procedendo bene. Lo stimolo di politica monetaria fornito dal quantitative easing sta arrivando all'economia reale, creando più liquidità, facilitando il ricorso al credito e creando contestualmente migliori condizioni di finanziamento per le imprese. La BCE proseguirà nell'implementazione del piano, monitorando gli sviluppi del quadro economico-finanziario. In ogni modo **il QE verrà proseguito fino alla scadenza inizialmente annunciata di settembre 2016, e comunque fino a quando il tasso di inflazione in Eurozona non avrà raggiunto un livello vicino ma inferiore al 2%.**

Crescita e inflazione

I prezzi al consumo nell'ultimo mese sono aumentati dello 0,3% (mese su mese). La BCE ha rivisto al rialzo le stime di inflazione per il 2015 da 0 allo 0,3%. La revisione delle stime di inflazione attesa prevede anche un +1,5% nel 2016 e +1,8% nel 2017. La piena attuazione delle misure di politica monetaria messe in campo dalla BCE porterà nel lungo termine al raggiungimento del target nel tasso di inflazione vicino ma inferiore al 2%. Il PIL reale dell'Eurozona dovrebbe aumentare dell'1,5% nel 2015, dell'1,9% nel 2016 e del 2% nel 2017.

Riforme

Draghi conclude il suo intervento con l'ormai rituale richiamo all'azione per i capi di governo europei. **La BCE ha fatto e sta facendo quanto è in suo potere per mantenere la stabilità dell'Eurozona e della moneta unica**, peraltro operando sempre in condizioni difficili: esiste infatti un'unica politica monetaria che deve funzionare in 19 contesti nazionali con 19 politiche economiche differenti. **Ora tocca ai governi e alla politica a fare la propria parte, e proseguire sul cammino delle riforme strutturali**, per contribuire a sostenere la crescita, aumentare la produttività e incoraggiare le imprese a investire. In questo modo, l'attuale ripresa ciclica entrerà in una fase di auto-rafforzamento.



Domande

Rispondendo alle domande Draghi commenta la situazione in Grecia affermando di ritenere non probabile un default della Grecia. I negoziati tra la Grecia e i suoi creditori stanno procedendo: le parti stanno lavorando per trovare un accordo, ma tutti sono consapevoli che la situazione è difficile. "Il Consiglio direttivo della BCE ritiene e preferisce che la Grecia rimanga nell'euro, ma ci dovrà essere un accordo forte, che crei i presupposti per una crescita sostenibile e che affronti le restanti cause di instabilità finanziaria". L'economia greca può sopravvivere e riprendersi, a condizione che vengano portate avanti le politiche più adeguate.

Nelle sue parole Draghi manda anche un altro segnale di avvertimento ad Atene, dicendo che durante la prossima riunione la BCE discuterà i tagli imposti ai titoli greci a garanzia del debito (collaterali). Molti ritengono che i colloqui non avranno un esito positivo a breve, e la crisi del debito in Grecia è l'argomento più trattato nelle domande della conferenza stampa.

A una domanda Draghi risponde che gli investitori dovrebbero iniziare ad abituarsi ad un aumento della volatilità nel mercato azionario, che egli ritiene inevitabile in questa fase. Qualcuno chiede se la BCE abbia già una strategia di uscita dal piano di quantitative easing. Draghi risponde che l'inflazione non è nemmeno lontanamente vicina al target per poter anche solo pensare a come la banca centrale gestirà la fine del QE, che invece proseguirà fino alla scadenza annunciata e comunque fino al raggiungimento degli obiettivi dichiarati.

In ogni modo nel tono e nelle parole di Draghi c'è fiducia e c'è la consapevolezza di aver fatto tutto il possibile, ma compare per la prima volta la parola "preoccupazione".

Highlights. Altre dichiarazioni di Draghi al di fuori dello speech istituzionale a fine meeting della BCE

Per avere ben chiara la situazione in cui ci troviamo, la forza del quantitative easing e i numeri che lo misurano, nell'implementazione del QE la BCE ha annunciato interventi di acquisto asset per 60 miliardi di euro al mese, che per quanto riguarda il 2015 sono pari a cinque volte le emissioni governative in programma. Ciò fa capire la potenzialità di questa misura.



LA CRISI GRECA

Continua la tragicommedia greca, sempre più ridicola, sempre più penosa. È evidente da almeno un decennio che la Grecia non sarà mai in grado di ripagare interamente il suo debito. Non di rado le rate del debito greco in scadenza sono state onorate ottenendo nuovi prestiti. La Grecia ha 330 miliardi di debito, miliardo più, miliardo meno. Il 12% è in mano al FMI, l'8% alla BCE e il 60% è detenuto dalla Unione Europea attraverso i fondi EFSF e ESM (Fondo Salva Stati). Indirettamente la Germania è esposta per 60 miliardi, la Francia per 50 e l'Italia per 40. È dunque nell'interesse di tutti che questo meccanismo continui a funzionare, o quantomeno non si guasti troppo bruscamente, se non altro per un fatto di consenso elettorale. Ma dobbiamo essere consapevoli che **la crisi del debito greco non ha una soluzione reale**. I policy maker e i creditori valutano continuamente opzioni alternative che allunghino la durata del rischio arginando il più possibile l'entità delle inevitabili perdite in conto capitale. Valutazioni di interesse, desiderio di guadagno con gli altissimi rendimenti ottenuti dal debito greco, collusioni e complicità politiche, una crisi economico finanziaria che è sfuggita di mano, meccanismi sbagliati nel funzionamento di Eurozona e tanta incapacità politica sono alla base della genesi di un problema così complesso. La BCE ha fatto e sta facendo tutto il possibile per ridurre la criticità del problema, ma al suo impegno non corrisponde un uguale impegno delle controparti.

Un default controllato o un altro haircut sono opzioni possibili, diciamo con una probabilità vicina al 70%: questo evento però non è ancora prezzato interamente dal mercato, che sconta invece ancora una volta una soluzione dell'ultim'ora. Per l'agenzia di rating Standard & Poors il default della Grecia avverrà entro il prossimo anno. Ma che la Grecia esca dall'Eurozona è (purtroppo) ancora piuttosto improbabile. Per la Grecia sarebbe un suicidio finanziario, per i creditori aumenterebbe la probabilità di perdere del tutto i loro soldi; inoltre una dracma ipersvalutata diventerebbe un problema per le esportazioni dei paesi di Eurozona, andando a costituire un vantaggio competitivo per i greci. E ancora, nei trattati istitutivi dell'Eurozona, a cominciare dai trattati di Maastricht, non è prevista l'uscita

di un paese membro e non è definito l'iter istituzionale da seguire in questo caso. Oltre a tutto ciò, il problema più grave è un altro. Un'uscita della Grecia creerebbe un precedente, sarebbe un brutto



capitolo nella storia ancora giovane del progetto europeo, avrebbe grande enfasi mediatica, e darebbe forza e visibilità a tutti gli euro-deliranti, gli euroscettici, personaggi e movimenti politici che usano questo argomento per ottenere facile consenso. Anche il controllo delle basi militari, dei porti e dell'intero territorio greco ha una sua valenza strategica non secondaria in questa epoca di nuova guerra fredda, e può risultare una contropartita importante nell'ambito di trattative più ampie tra la Grecia e tutti i suoi interlocutori. Nonostante la lunga lista di argomentazioni negative che abbiamo elencato e trattato, vista l'irreversibile insanabilità della situazione greca **riteniamo che l'uscita della Grecia dall'euro, sebbene improbabile, dolorosa e molto rischiosa nel breve termine, in un orizzonte di lungo termine sarebbe un fatto positivo per l'Eurozona, e a questo punto forse necessario.**



Sondaggio di Bank of America tra i gestori sul futuro della Grecia (del 17 giugno 2015)

PERCENTUALE	EVENTO
43%	Si troverà un accordo dell'ultimo momento. Nessun default per ora, e nessuna uscita della Grecia dall'Eurozona.
42%	Ci sarà un default controllato, ma nessuna uscita della Grecia dall'Eurozona.
15%	Ci sarà un default controllato e la Grecia uscirà dall'Eurozona.

LETTURA

ANCORA SULLA GRECIA. PRENDIAMOLA IN RIDERE.

Vi segnalo sul tema Grecia questo articolo di Giancarlo Marcotti che fa sorridere, e che spiega molto bene la natura del problema.

IL PROBLEMA GRECIA SPIEGATO IN MANIERA CHIARA E COMPRENSIBILE di Giancarlo Marcotti. 14 giugno 2015.

"Se ho un debito di 10.000 euro ho davvero un grosso problema, se ho un debito di 10.000.000 di euro, ad avere un grosso problema.. è il mio creditore". Come tutte le battute, se fa ridere, significa che nasconde un fondo di verità.

Figuratevi così se ho un debito di 330.000.000.000 (330 MILIARDI) di euro, ed in cassa non ho nemmeno un euro, che razza di problema ha il mio.. anzi.. i miei creditori.

Il debitore può persino riderci su, tanto, che può fare? Certo, i creditori non hanno molta voglia di ridere e pretenderebbero perlomeno che il debitore la smettesse di fare lo spiritoso e che invece dicesse loro in che modo intende pagare.

Ma che volete che faccia? Lui va avanti a divertirsi, povero lo è già, cosa pretendete? Che muoia di fame solo per restituire al massimo un 1 o un 2% del suo debito? Fare la fame per restituire circa 7 miliardi e rimanere con un debito di 323 miliardi? Dai, siamo seri.

Ed i creditori incalzano: dicci come intendi ritornarci i soldi che ti abbiamo prestato!

E lui: "Dunque, fra non molto saranno in scadenza 27 miliardi del mio debito, allora voi prestatemene altrettanti e io vi pago le rate in scadenza. Ah! Dimenticavo! Non deve essere un finanziamento a breve termine, altrimenti fra poco siamo ancora punto e a capo, diciamo che la scadenza del nuovo prestito sia.. fra 30 anni! Ah, ancora una cosa! Naturalmente venitemi incontro con un tasso di interesse sopportabile, beh.. diciamo.. l'1,5%."



A quel punto i creditori si alterano ed urlano: "Non siamo mica qua a farci prendere per il c..lo, è una proposta offensiva!", ma si sentono rispondere: "Sentite, a suo tempo siete stati voi ad accogliermi nella Comunità, voi lo sapevate certamente in quale situazione mi trovavo, non raccontate la balla che ho truccato i conti, perché siete stati proprio voi a dirmi come dovevo truccare i conti, quindi non venite ora a farmi la morale, da voi non l'accetto!"

Ed ancora i creditori: "Dai, sei un politico anche tu, mettili nei nostri panni, se ti diamo ancora i soldi i nostri elettori non ci votano più perché non vogliono che continuiamo a finanziarti, se non te li diamo i nostri elettori non ci votano più perché abbiamo perso 330 miliardi di euro, come ne usciamo?"

Ed il debitore "Quelli sono fatti vostri, i miei elettori mi hanno votato proprio per questo, sono già pieno di problemi, i vostri ve li dovete risolvere da soli". Tutto chiaro?

Solo una precisazione: non mi sono inventato nulla, soprattutto per quanto riguarda i numeri.

(Giancarlo Marcotti per Finanza In Chiaro)



IL PUNTO DI VISTA DELLA FED COMMENTO ALLO SPEECH DI JANET YELLEN A MARGINE DEL MEETING DELLA FEDERAL RESERVE DEL 17 GIUGNO 2015

Come da attese la Fed ha lasciato invariati i tassi di riferimento nel meeting del 17 giugno.

Nelle stime della Fed la crescita per il 2015 è attesa al 2,5%, al 2,5% per il 2016 e al 2,2% per il 2017: tutte le stime sono state riviste al ribasso negli ultimi due mesi. L'inflazione rimane ancora su valori modesti per effetto del basso prezzo del petrolio: le stime Fed sono per un tasso inferiore all'1% nel 2015, 1,6-1,9% nel 2016 e 1,9-2% nel 2017. La disoccupazione continua a migliorare ed è attesa in ulteriore calo nell'anno in corso e nei due successivi. Il comitato (FOMC, Federal Open Market Committee) ritiene che i livelli attuali dei tassi siano appropriati alla congiuntura. La decisione di alzare i tassi dipenderà dalla valutazione dei progressi realizzati nel cammino verso gli obiettivi di massima occupazione, inflazione inferiore ma vicina al 2% e crescita economica sostenibile e sostenuta. Questa valutazione potrebbe portare la Fed a mantenere un indirizzo di politica monetaria e un livello dei tassi più accomodanti di quelli che sarebbero considerati "normali" e di equilibrio. In ogni modo i rialzi saranno gradualisti. In pratica la Fed fa un passo indietro e si dichiara ancora disponibile a sostenere l'economia USA, e indirettamente quella globale, con una politica monetaria più accomodante (o meno



restrittiva). Ciò sarà fatto anche se e quando la disoccupazione si rivelerà meglio delle attese, e l'inflazione arriverà vicino al target del 2%. Si tratta di una dichiarazione molto importante, che tende a mantenere un sostegno al rialzo dei mercati azionari.

La Yellen dichiara che non è tanto importante il timing del primo rialzo, ma la traiettoria complessiva dei rialzi

e della normalizzazione dei tassi. Se il percorso di crescita e inflazione sarà sostenuto, anche il ciclo di rialzi potrà essere più veloce e portare a tassi più elevati. Tutto dipende dagli sviluppi del quadro economico. Un timing troppo ritardato dei rialzi potrebbe far perdere il controllo sull'inflazione; viceversa un timing troppo anticipato può mettere a repentaglio la ripresa. Per adesso si stima un tasso vicino all'1,25% per la fine del 2016, e al 2,75% per la fine del 2017.

Tutto ciò, in apparenza, toglie un po' di vigore al principale argomento che dà forma alla nostra view ribassistica, il rialzo dei tassi Fed. In realtà essa rimane immutata nella direzione, nei tempi e nell'ampiezza. Semmai mette sempre più al centro della nostra analisi i movimenti futuri dei prezzi del petrolio. Un rialzo superiore alle attese sarà in grado di far salire l'inflazione più velocemente, cambiare la view della Fed relativamente ai tempi dei rialzi, e generare tutti gli effetti a catena già descritti.

LA CRISI UCRAINA

Mentre le diplomazie imprimono il massimo sforzo alle trattative, da più parti qualcuno ormai inizia a pensare che ciò che scriviamo da oltre un anno: **il conflitto in Ucraina non ha soluzione ed è solo la punta dell'iceberg di uno scontro inevitabile tra Occidente e Asse militare russo-cinese**. Sul piano economico e sul piano finanziario questo scontro è iniziato già vari decenni fa, e il suo esito finale sembra sempre più orientato verso un'affermazione delle due superpotenze emergenti. Ovviamente nessuna vera guerra economica può rimanere del tutto estranea agli ambiti dello scontro militare. Già le guerre in Corea (mai ufficialmente finita), in Vietnam (finita nel 1972) e in Afghanistan (guerra di invasione russa nel 1980) avevano visto una contrapposizione ufficiale di forze americane da una parte, e cinesi (in Korea e Vietnam) o russe (in Afghanistan) dall'altra. Più di recente, la guerra civile in Siria e molte fasi della crisi israelo-iraniana hanno visto scontri occasionali tra i due blocchi, o minacce di scontri molto pericolose. Basti pensare alle due portaerei cinesi in assetto da combattimento che nel 2013 arrivarono davanti alle coste israeliane, tra tante portaerei americane, quando sembrava che Israele fosse prossimo ad attaccare l'Iran. Oppure ai tanti sconfinamenti di caccia e sommergibili russi in territorio americano o di pertinenza NATO. Attualmente nel pianeta ci sono decine di piccoli conflitti dimenticati dove da una parte ci sono soldati, consiglieri militari, armi, tecnologie e finanziamenti russi o cinesi, e dall'altra soldati, consiglieri militari, armi, tecnologie e finanziamenti euro-americani. Per cui una degenerazione del conflitto ucraino, pur essendo molto grave e preoccupante, non sarebbe così strana e imprevedibile. E già questa estate potrebbe vedere per la prima volta circoscritti e localizzati scontri effettivi tra soldati russi e americani, o combattimenti aerei o navali, o qualche altra forma di contatto non amichevole tra le due parti.



Russia e Cina sono alleate militarmente da luglio 2014, e in queste settimane nel nord della Russia si svolgono esercitazioni militari congiunte russo-cinesi. Dall'altra parte, in data 5 giugno il governo ucraino ha firmato una legge che consente l'ingresso sul territorio nazionale di eserciti stranieri (con riferimento ovvio a forze NATO), ad eccezione degli eserciti considerati "aggressori", con riferimento ovvio a soldati e mezzi militari russi: si tratta di una decisione piuttosto esplicita, e poco in linea con le ipotesi di pace su cui molti puntano. Il 17 giugno i governi dell'Unione Europea hanno dato il via libera alla proroga di sei mesi delle sanzioni contro la Russia in scadenza il 31 luglio.

Ricordo che la guerra in Ucraina, nonostante le tante tregue sbandierate, non si è mai interrotta per più di tre giorni, e purtroppo le ragioni in campo portano a pensare che essa si trascinerà ancora per vari mesi, forse anni. Il rischio concreto oggi è quello di una degenerazione molto veloce del conflitto, con eventuale possibile allargamento ad altri fronti, che allo stato attuale appare più probabile di una tregua definitiva e di un trattato di pace. In questo caso i mercati scenderebbero molto e velocemente, perché l'aumento del rischio R sarebbe difficile da misurare correttamente, e come sappiamo nell'incertezza i mercati enfatizzerebbero la componente negativa dell'evento. Anche il prezzo del petrolio scenderebbe violentemente, così come aveva fatto nell'estate 2014, esattamente per lo stesso identico motivo. Questo aspetto contribuisce a determinare una parte dei motivi per cui abbiamo messo sotto osservazione e cambiato la nostra Forward guidance di medio termine sui mercati azionari. Allo stesso modo abbiamo messo sotto osservazione anche la Forward guidance di medio termine sul petrolio.





Quando la pace sarà un business migliore della guerra il mondo diventerà il paradiso.

GLOBAL MARKET OVERVIEW

	Prezzo 17/06/15	Variazione ultimo mese	Year to Date
Indici Azionari			
FTSE Mib	22225,06	-1,56%	16,18%
DAX	10978,01	-3,09%	12,43%
S&P 500	2100,44	0,53%	2,05%
Nasdaq 100	4468,98	1,35%	5,64%
Eurostoxx 50	3428,76	-3,32%	9,22%
Nikkei	20219,27	4,33%	16,14%
MSCI Emerging Markets	969,40	-7,49%	1,64%
MSCI World Index	1762,11	-0,64%	3,37%
Global Hedge Fund Index	1244,03	-0,05%	2,09%
Titoli Azionari Benchmark			
Microsoft Corp.	45,97	-3,42%	-1,69%
Apple Inc.	127,30	1,19%	16,44%
Facebook	81,79	5,45%	4,26%
Google	546,60	0,65%	3,22%
Alibaba	86,80	9,13%	-16,22%
Intesa San Paolo	3,13	5,89%	27,38%
Fiat Chrysler	13,51	2,04%	39,64%
Forex e Commodities			
€/£	0,71656	-2,74%	-8,49%
€/¥	1,12650	0,57%	-6,14%
CRB Index	223,52	-3,17%	-2,14%
Gold	1176,39	-1,48%	-1,01%
WTI	3962,00	4,73%	-20,39%
Curve rendimenti			
T-Bond 10 anni	2,32	6,0%	9,8%
Bund 10 anni	0,81	57,0%	62,4%
BTP 10 anni	2,31	28,2%	32,9%
Spread Btp BUND	150,40		



E' un fantastico tramonto. Apriamo l'ombrello.

VARIE



Nouriel Roubini è un economista che stimo molto. Ha avuto una view negativa sul sistema economico-finanziario a partire dal 2006, riuscendo dunque a prevedere anche la grande crisi del 2007. E' stato ribassista fino a qualche mese fa: ma dal 2009 i mercati sono sempre saliti. Due mesi fa ha cambiato la sua view ed è diventato rialzista. Io sono stato rialzista dal 2010. In queste settimane sto cambiando la mia view, che dopo oltre 5 anni rialzista sta diventando ribassista.



Il tema fotografico di questo numero è "Nuvole, pioggia e acqua".



=====

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

