

PUNTI DI VISTA

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA
ANALISI, RICERCHE E TESTI A CURA DI STEFANO BAGNOLI
ANNO 2, NUMERO 3 DEL 10 MARZO 2015.

EDITORIALE



Condizioni del genere si verificano solo ogni tanto, quasi mai, anzi mai. Finora abbiamo studiato la storia sui libri, l'abbiamo guardata nei film, immaginata con la fantasia. Ora la storia è qui, la stiamo facendo noi. Chissà cosa leggeranno fra cent'anni. Chissà se leggeranno..

IN QUESTO NUMERO:

Ipotesi principale di scenario:
pag.2

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

Mercati: pag.7

Laboratorio economico:
pag.9

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

Il punto di vista della Fed
pag.12

Syriza affaire pag.13

Il punto di vista della BCE
pag.14

Global market overview
pag.17

Il quadrilatero delle analisi
pag.18



IPOTESI PRINCIPALE DI SCENARIO

Analisi economica

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 3,10% e al 2,80% per il 2016, in linea con i dati di consenso precedenti. L'inflazione attesa per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, allo 0,50% in ribasso dallo 0,85% precedente, e al 2,20% per il 2016, in linea con il target della Fed che vuole, come la BCE, un tasso vicino ma inferiore al 2%. La disoccupazione è attesa al 5,40% per l'intero 2015 e al 5,10% per il 2016, in linea con i dati di consenso precedenti. 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 ancora 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, preferenza per il mese di luglio.

In Eurozona la situazione è diversa tra i vari paesi componenti: nell'insieme la ripresa rimane incerta ma in miglioramento. La crescita per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, a +1,20%, e all'1,60% per il 2016, in linea con i dati di consenso precedenti. 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 a -0,10%, con revisione al ribasso; l'inflazione attesa per il

2016 è all'1,20%. Le ultime rilevazioni sull'inflazione hanno mostrato un ulteriore calo, e le stime per il 2015 sono state riviste al ribasso soprattutto per effetto del calo del prezzo del petrolio; le stime per i due anni successivi sono state invece riviste al rialzo, contestualmente a una view sul prezzo del petrolio in rialzo, oltre ovviamente all'ipotesi di una ripresa della domanda aggregata. La disoccupazione rimane alta: 11,20% il dato atteso per il 2015 e 10,90% per il 2016, stime in miglioramento rispetto alle precedenti.

Il QE della BCE ha già prodotto, ben prima di iniziare e persino prima di essere annunciato, notevoli effetti positivi su tutti i piani economici caratterizzati da logiche quantitative, comparative e/o di flusso, oltre alle dinamiche di fiducia. Il forte deprezzamento dell'euro che ne è derivato favorisce le esportazioni e il turismo, ma soprattutto i rendimenti scesi in modo generalizzato su tutte le curve, hanno ridotto la spesa per il debito dei paesi, e il costo di finanziamento per famiglie e imprese, aumentando i livelli di fiducia e dunque rafforzando lentamente la domanda aggregata. Tutto ciò ha creato e sta creando sempre più condizioni favorevoli per la ripresa economica da un lato, e per un flusso strutturale dei capitali verso il rischio. L'inizio effettivo il 9 marzo del QE potrà solo rafforzare tale contesto favorevole, e garantirà una prosecuzione del rialzo sui mercati azionari per almeno altri 3-6 mesi. Tuttavia rimane diversa e quantomeno incerta la valutazione degli effetti del QE sul quadro economico di Eurozona nel lungo termine. L'analisi sistemica evidenzia ancora la necessità di interventi radicali e urgenti della politica dei singoli stati sul lato delle riforme strutturali, come Draghi ripete da anni. E se queste dovessero continuare a mancare, 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) non sarebbe propriamente dei migliori.

In ogni modo, considerando gli effetti del QE europeo, delle altre misure di stimolo monetario già posto in essere dalla BCE, il perdurante ritmo di crescita dell'economia e dei listini americani, e le condizioni di oggettiva sottovalutazione prospettica delle aziende europee nel caso di uno scenario stabile, è possibile riconfermare una view rialzista di medio termine (diciamo almeno sino all'estate) sui mercati azionari di Eurozona e globali. Diversa è invece la valutazione in un orizzonte di lungo termine.



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**.

Valutazioni di lungo termine

Se nel secondo semestre del 2014 il tema più semplice per l'operatività era stato lo short su euro-dollaro, che abbiamo seguito fin da maggio e che peraltro continua, nel 2015 il driver e punto nodale della nostra forward guidance sui mercati e sull'intero quadro economico-finanziario sarà il prezzo del petrolio. I futures sul petrolio 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.

Le nostre stime sono per un rialzo del prezzo del WTI nella seconda metà dell'anno almeno fino a 70 dollari. 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 dell'equilibrio voluto dalla Banca Centrale. Un rialzo che 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). E che tuttavia sarà il detonatore di una serie di effetti a catena che partendo proprio dal rialzo dei tassi arriverà fino ai mercati azionari, determinandone probabilmente un'inversione di lungo termine. In assenza di particolari congiunture negative sul fronte geopolitico, che al momento non siamo in grado di prevedere, sebbene la probabilità sia tutt'altro che marginale, dovrebbe trattarsi di una discesa di due o tre anni, che permetteranno al ciclo economico di realizzare il suo percorso, fino a tornare ad un nuovo ciclo di ribasso dei tassi, che riporterà anche i mercati azionari alle condizioni ottimali per una nuova salita (approssimativamente nell'ultima parte del decennio).

IPOTESI DI REVISIONE DELLA FORWARD GUIDANCE DI LUNGO TERMINE

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

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

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

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

economico e soprattutto di politica monetaria. Mentre la Fed si disimpegna progressivamente da una politica monetaria espansiva durata anni, in Eurozona la BCE, sollecitata da un quadro generale lontano dagli obiettivi, ha iniziato e continua a metterne in campo gli strumenti convenzionali e non convenzionali. La politica monetaria della Fed rimane espansiva, con bias (orientamento) restrittivo. La politica monetaria della BCE è fortemente espansiva, con bias espansivo.

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

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

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

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

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



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

MERCATI

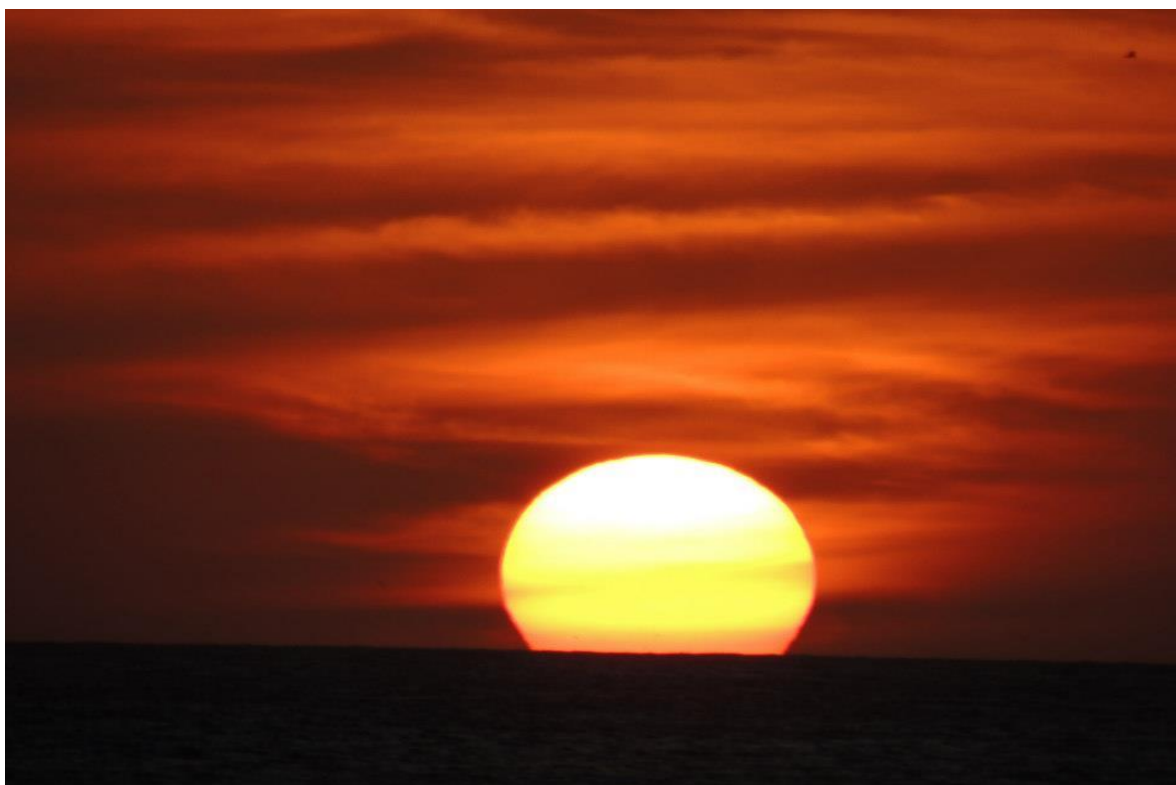
"THERE IS NO ALTERNATIVE TO EQUITY"

Mese dopo mese la nostra forward guidance continua a realizzarsi in ogni suo aspetto, e dalla nostra analisi periodica prende forma un tracciato previsionale relativamente chiaro anche per i prossimi mesi.

In questa fase tra gli operatori privati, ma anche istituzionali, e sui media in genere, si sentono spesso frasi come "sono fuori dal mercato", "siamo sui massimi, i prezzi delle azioni sono troppo cari", "i rapporti tra prezzo e utile sono storicamente tirati", "noi facciamo considerazioni di investimento, non di scommessa". Tutti costoro il rialzo lo stanno guardando sui monitor, con un senso di frustrazione e di rabbia. Sono usciti troppo presto dal rialzo, non sono più rientrati e non trovano il coraggio o il senso logico per farlo ora. Aspettano una correzione. Entreranno in massa alla prossima grande correzione all'inizio dell'autunno, finalmente contenti. Salvo il fatto che quello sarà probabilmente l'inizio del ribasso.

La spiegazione di questo errore operativo va ricercata nel fatto che ogni struttura di analisi dovrebbe essere necessariamente dinamica, se vuole risultare efficace, perché dinamico è il contesto che si vuole studiare.

Il quadro economico generale continua a migliorare e con esso i fondamentali delle aziende: per questo motivo sono saliti e salgono i prezzi delle azioni. Tuttavia tale rialzo asseconda il continuo aumento del valore degli asset di rischio, ma non riproduce ancora del tutto i miglioramenti economici già avvenuti e soprattutto attesi. I prezzi delle azioni dunque non sovrastimano il valore, che da un punto di vista prospettico sta continuamente aumentando. **I mercati azionari, primo fra tutti quello italiano, sono dunque sottovalutati, e a questi prezzi sono da comprare.**



Inoltre la costante e generalizzata discesa dei rendimenti obbligazionari, con molti asset risk free e soluzioni di parcheggio dei capitali, come il deposito presso la BCE, che hanno oggi un rendimento negativo, **elimina ogni alternativa all'investimento azionario per le masse rilevanti delle grandi gestioni**. Questa tendenza peraltro continuerà con l'inizio del QE. Per il medio termine continua dunque a dominare la condizione risk on. Non solo per motivi di valore, ma anche per motivi di flusso e di convenienza relativa.

I mercati azionari continueranno a salire almeno fino a giugno, poi rivaluteremo il quadro complessivo. S&P e Dax all'attacco dei massimi storici, Ftse Mib meglio di tutti. Target possibili per fine giugno: 2.150 per lo Standard & Poor 500, 12.000 per il Dax e 24.000 per il Footse Mib.

I settori da preferire sono il settore bancario italiano e la tecnologia USA, con un occhio di riguardo per il breve termine anche al settore oil, che avevamo eliminato alcuni mesi fa e che continua a non piacerci per il lungo termine.

Gli spread continueranno a comprimersi, e dunque c'è valore anche nei bond periferici, ma anche corporate bond e high yield bond (opportunamente scelti: quelli europei rendono tra il 5% e il 6%) sembrano interessanti nel breve. Tuttavia, data la condizione fortemente risk on di questa fase, l'investimento azionario dovrebbe essere considerato più di quello obbligazionario, nel rispetto degli equilibri personali di ogni portafoglio.

Il cross euro-dollaro continua la sua prevista accelerazione ribassista verso il target 1:1 e successivamente altri obiettivi più ambiziosi. Giova ricordare che 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 inizia proprio in queste ore il suo QE, risultando dunque impegnata nel suo sforzo di massima accelerazione delle politiche monetarie espansive. Ciò si evidenzia concretamente anche nelle diverse traiettorie delle curve del T-Note e del Bund. Questa banale considerazione contribuisce a confortare le **aspettative di un rapporto euro-dollaro sotto la parità entro la fine del 2015**.

Nell'ambito delle valute anche il rublo sta recuperando gran parte terreno perso e avrà un ruolo di primo piano nell'anno in corso.

Il prezzo del petrolio è destinato a risalire. Le nostre stime sono per un rialzo del prezzo del petrolio nella seconda metà dell'anno almeno fino a 70 dollari. Il barile di greggio WTI da qualche settimana effettua ampie oscillazioni intorno a quota 50 dollari, dopo aver toccato un minimo poco sopra i 44 dollari. In questa fase le previsioni sono molto diversificate. La Us Energy Information Administration ha avvertito che i prezzi resteranno bassi perché le forniture continuano a superare la domanda, e in effetti per molti analisti il calo delle quotazioni sembra il riflesso di un aumento delle scorte globali più che di una domanda mondiale più debole. Ma a nostro avviso si è verificato sui prezzi un fenomeno di overshooting, cioè di prezzi che scontando reali motivi a favore di un ribasso sono andati velocemente ben al di là di un effettivo e ragionevole fair value del barile. Senza contare che l'OPEC entro pochi mesi interverrà con un calo della produzione a sostegno dei prezzi. Le nostre stime sono per un rialzo del prezzo del barile WTI nella seconda metà dell'anno almeno fino a 70 dollari. (Per gli effetti di questo evento cfr. ipotesi principale di scenario).

Gli equilibrismi di Draghi e della BCE per tentare di gestire al meglio la farsa greca sfiorano l'eroico. Con un'abile manovra di marketing mediatico il problema, identico nella sostanza, è stato spostato in avanti di quattro mesi, giusto all'intersezione con la finestra temporale critica del possibile inizio del ciclo di rialzi della Fed. Per anni lo Stato greco ha emesso obbligazioni che venivano comprate dalle banche greche con i soldi dei finanziamenti europei. Questo giochino è finito e con esso la possibilità di continuare ad occultare con artifici il vero problema nella sua interezza. La Grecia non potrà mai ripagare interamente il suo debito: questa è la verità. Il "fronte greco" rimane dunque in grado di creare instabilità al sistema e di apportare all'inizio dell'estate nuovi elementi negativi.

Lo stesso discorso può essere adattato al contesto geopolitico, dove numerose criticità e aree di rischio prospettano scenari inquietanti, dall'Ucraina alla presenza sempre più invadente dell'integralismo islamico nella contesa per il controllo delle aree ricche di giacimenti di petrolio e/o territori di interesse strategico.

Tuttavia sia il rischio Grecia, sia il rischio geopolitico sembrano in questa fase ridimensionati. Noi consideriamo temporaneo questo miglioramento e riteniamo che presto assisteremo a nuove accelerazioni delle dinamiche di rischio, ma per il momento quasi tutto sembra sotto controllo. Peraltro il calo contingente del rischio Grecia e del rischio geopolitico ha determinato una riduzione della variabile rischio "R" nei modelli di valutazione e della volatilità, contribuendo a dare ulteriore forza al trend rialzista di fondo dei mercati azionari in ottica di medio termine.

Per il lungo termine, invece, restiamo dell'opinione che dopo quest'ultima accelerazione rialzista nella prima metà del 2015, si determineranno le condizioni per un ciclo ribassista di una certa durata e consistenza (cfr. ipotesi principale di scenario). Ma per adesso godiamoci la festa.



SCHEMA DEI MERCATI

In ottica di medio termine



Il **trend di medio termine** sui mercati azionari rimane rialzista, e i flussi vanno dal no risk verso il rischio, e quindi dai bond, dalle aree no risk e valute difensive, verso l'azionario, aree e valute growth sensitive.

In ottica di breve termine



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

Il trend di lungo termine è sotto revisione, con implicazione ribassista.

Euro-dollaro

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

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

LABORATORIO ECONOMICO

USA

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	1,80	-0,30	-2,80	2,50	1,60	2,30	2,20	2,40	3,10	2,80	2,70
INFLAZIONE (A/A)	2,87	3,85	-0,35	1,63	3,17	2,08	1,48	1,63	0,50	2,20	2,20
DISOCCUPAZIONE (%)	4,62	5,80	9,28	9,63	8,93	8,08	7,35	6,15	5,40	5,10	4,95
FED FUND RATE	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,90	-	-

Eurozona

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	2,90	0,40	-4,40	2,00	1,60	-0,70	-0,40	0,90	1,20	1,60	1,50
INFLAZIONE (A/A)	2,13	3,28	0,30	1,61	2,70	2,50	1,34	0,44	-0,10	1,20	1,45
DISOCCUPAZIONE (%)	7,53	7,58	9,55	10,10	10,12	11,30	11,95	11,58	11,20	10,90	10,50
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	2017
PIL REALE (A/A)	1,70	-1,20	-5,50	1,70	0,40	-2,40	-1,90	-0,40	0,40	1,00	1,00
INFLAZIONE (A/A)	2,04	3,49	0,77	1,64	2,91	3,31	1,31	0,21	0,05	0,90	0,90
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,78	7,82	8,42	8,41	10,68	12,21	12,69	12,80	12,40	12,40
TASSO BANCA CENTRALE EUROPEA	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	-	-

Mondo

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	3,94	1,55	-2,32	3,99	2,96	2,08	2,16	2,52	2,76	3,06	-
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,36	8,18	8,24	7,88	7,82	7,88	7,34	7,11	6,87	-

IL PUNTO DI VISTA DELLA BCE

COMMENTO ALLO SPEECH DI MARIO DRAGHI A MARGINE DEL MEETING DELLA BCE DEL 5 MARZO 2015

In linea con le attese, e come era ovvio, nel meeting del 5 marzo 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%.

La BCE, che si è riunita in trasferta a Cipro in uno dei due meeting previsti fuori dalla nuova sede di Francoforte sul Meno nel corso del 2015, ha migliorato le stime sull'economia europea e annunciato l'avvio del *Quantitative Easing* dal 9 marzo.

Analisi economica: stime

La politica monetaria ultra-espansiva della BCE, insieme al calo del petrolio, "stanno aiutando la crescita", ha detto Draghi. Gli economisti dell'Eurotower hanno rivisto al rialzo le loro stime sul PIL dell'Eurozona, con un +1,5% per quest'anno, +1,9% per il prossimo e +2,1% per il 2017. A dicembre le stime erano per una crescita dell'1% nel 2015 e dell'1,5% nel 2016. Viene anche leggermente modificata la formula di rito: "i rischi riguardanti l'outlook economico restano al ribasso, ma sono in diminuzione". Quanto ai prezzi, l'attuale Forward guidance della BCE ha ridotto le stime per il 2015, ma aumentato quelle per i due anni successivi, precisando che i prezzi "saliranno gradualmente dalla fine dell'anno". Si prevede infatti un'inflazione a zero nel 2015 (la medesima stima a dicembre era 0,7%), a +1,5% nel 2016 (a dicembre era 1,3%) e +1,8% nel 2017. Se si avverassero queste condizioni alcuni paesi avrebbero respiro per sistemare i conti pubblici: una crescita vicina al 2%, l'anno prossimo, con un'inflazione dell'1,5% porterebbe il PIL nominale a crescere più del 3%, aprendo lo spazio per una riduzione del debito pubblico.



Analisi economica generale

Draghi sottolinea che si vedono già innumerevoli effetti positivi generati dalla decisione del QE: in effetti il QE ha già prodotto gran parte degli effetti positivi attesi già prima di iniziare.

La forte discesa dei tassi nell'Eurozona periferica consente un forte ridimensionamento della spesa per interessi sul debito pubblico; parimenti è sceso anche il costo di finanziamento per le imprese e le famiglie, e anche le condizioni generali delle dinamiche del credito sono migliorate e si stanno consolidando. Il forte ribasso dell'euro contro dollaro e l'euro in calo contro tutte le altre valute, unito alla ripresa globale favoriscono le esportazioni (e il turismo). Il rialzo sui mercati azionari aumenta, in una catena virtuosa, la propensione al rischio e all'investimento. L'aumento dei livelli di fiducia di consumatori e imprese, a sua volta, dovrebbe portare in tempi brevi ad un rafforzamento della domanda aggregata. Tutto ciò avviene mentre il prezzo del petrolio vicino ai minimi mantiene bassa la componente "cattiva" dell'inflazione, quella legata ai costi e non alla domanda, consentendo alla banca centrale di mantenere senza indugio il suo orientamento espansivo.

L'intero quadro economico-finanziario sta migliorando, e la forward guidance attuale della BCE prevede una prosecuzione di questo miglioramento, supportato dalle misure di politica monetaria espansiva e relativi effetti sui tassi e sul cambio, con impatto positivo sui livelli di fiducia, per cui la domanda interna dovrebbe essere sempre più stimolata da questo contesto favorevole.

La (cauta) ripresa segnalata e oggettivamente riscontrabile viene tuttavia limitata dalla lentezza nell'implementazione delle riforme strutturali a cui i governi sono chiamati: anche questa volta infatti arriva dal presidente Draghi l'ennesimo invito alla politica a fare la sua parte: "per stimolare gli investimenti e creare posti di lavoro bisogna accelerare l'entrata in vigore delle riforme".

II QE

In aggiunta agli acquisti di obbligazioni garantite e prestiti cartolarizzati (ABS) già avviati dall'Eurotower nei mesi scorsi, la BCE il 9 marzo ha iniziato il suo massiccio programma di acquisto di titoli di stato sul mercato secondario. Il QE consisterà in acquisti per 60 miliardi di euro al mese e durerà fino a settembre 2016, anche se la Banca Centrale si riserva di proseguire la sua misura fino a quando non verrà raggiunto un livello di inflazione coerente con il target di un tasso vicino ma inferiore al 2% (oltre a condizioni generali di sistema apprezzabilmente favorevoli e significativamente migliorate).

La BCE non potrà acquistare titoli che abbiano un rendimento inferiore al tasso di deposito overnight (-0,20%). Questa era una delle precisazioni più attese dal mercato, che delinea un obiettivo aggressivo, e che ha generato subito la reazione dei mercati obbligazionari. Oltre a ciò, la precisazione dei dettagli tecnici non aggiunge molto a quanto già noto, ma essi sono stati comunque accolti positivamente dal mercato per l'ampio margine di flessibilità di azione che la BCE si è riservata, confermando ancora una volta la ferma determinazione e capacità dell'Istituto di fronteggiare la situazione anche nel suo evolversi. Le Banche nazionali acquisteranno i titoli del loro Paese di riferimento in base alle quote che detengono nella BCE, e i 60 miliardi mensili fanno riferimento al valore nominale. Oltre agli ABS e alle obbligazioni garantite, compreranno sul mercato secondario titoli di Stato ed emissioni assimilate per l'88% del totale del programma e per il restante 12% emissioni di istituzioni sovranazionali riconosciute (dalla BEI all'EFSF). Le scadenze

sono comprese tra 2 e 30 anni e i titoli acquistabili sono quelli con rating 'investment grade' (anche se c'è un'eccezione teorica per la Grecia). Sono stati posti limiti agli acquisti nella misura del 25% di una singola emissione (che può variare per un paese come la Grecia, con un piano di salvataggio internazionale in via di definizione) e nella misura del 33% del debito totale di un emittente.

Con riferimento alla questione greca, oggi la BCE non può acquistare titoli greci, anche perché ne ha già in portafoglio una quota superiore al 33% del debito totale, quindi dovrà aspettare la scadenza prima di aggiungerne altri. Peraltro, i prestiti ad Atene sono raddoppiati a 100 miliardi di euro in un mese e mezzo raggiungendo il 68% del Pil, nonostante per la BCE ci sia un "divieto di finanziamento monetario", sia diretto che indiretto.

GLOBAL MARKET OVERVIEW

	Prezzo 6/3/2015	Variazione ultimo mese	Year to Date
Indici Azionari			
FTSE Mib	22564,35	1,20%	24,06%
DAX	11582,11	1,51%	22,26%
S&P 500	2079,43	-1,79%	2,91%
Nasdaq 100	4412,99	-1,56%	6,06%
Eurostoxx 50	3610,28	0,53%	19,42%
Nikkei	18790,55	-0,19%	15,34%
MSCI Emerging Markets	959,22	-2,94%	1,97%
MSCI World Index	1741,84	-1,96%	4,22%
Global Hedge Fund Index	1239,85	-0,15%	2,18%
Titoli Azionari Benchmark			
Microsoft Corp.	42,85	-2,35%	-7,50%
Apple Inc.	127,14	-1,51%	19,66%
Facebook	79,44	-0,39%	2,91%
Google	574,10	-0,16%	10,52%
Alibaba	82,53	-1,75%	-
Intesa San Paolo	2,99	1,36%	29,38%
Fiat Chrysler	14,15	0,35%	-
Forex e Commodities			
€/£	0,72	-1,31%	-8,28%
€/€	1,085	-2,84%	-8,92%
CRB Index	219,31	-1,20%	-3,27%
Gold	1167,51	-3,35%	-2,79%
Brent	58,53	-1,37%	-27,20%
WTI	50,00	0,83%	-0,08%
Curve rendimenti			
T-Bond 10 anni	2,137	1,94	2,11
Bund 10 anni	0,233	0,45	0,50
BTP 10 anni	1,221	1,86	1,74
Spread Btp BUND	0,988	-	-

Dati aggiornati a venerdì 6 marzo 2015 (salvo errori).

IL QUADRILATERO DELL'ANALISI

DI STEFANO BAGNOLI

La struttura del mio metodo di analisi tenta di guardare l'intero sistema economico-finanziario da ogni punto di vista. Vengono studiate le dinamiche di valore, le dinamiche di prezzo e di interazione tra valore e prezzo. Le dinamiche di valore vengono studiate sia con riferimento all'intero sistema, sia con riferimento alle singole parti che lo compongono. Ciò che compriamo è il valore, ciò che paghiamo è il prezzo. Il valore è dinamico e può cambiare anche velocemente. Il prezzo tende ininterrottamente al valore. Ma non tutti conoscono il valore, quindi il prezzo cambia in modo meno logico, a volte temporaneamente scorrelato dal valore.



L'analisi economica si occupa di capire se il sistema cresce o decresce, con implicazione a cascata su tutte le singole parti componenti (ad esempio le aziende). Tra le tante variabili monitorate ci sono i dati macroeconomici nella continua modificazione del consenso, e nel confronto tra i dati usciti e il consenso in quel momento. Il consenso sui dati cambia continuamente per cui cambia continuamente l'idea generale di valore dell'intero sistema, e dunque a cascata delle singole parti, e dunque i prezzi.

L'analisi fondamentale si occupa delle dinamiche di valore principalmente delle aziende ma anche delle singole economie. Per quanto riguarda le aziende si analizza la dinamica degli utili riportati (passato) e soprattutto degli utili attesi (futuro), nella loro continua modificazione, e tutto ciò che può contribuire a modificarli, sia all'interno dell'azienda, sia relativamente alle dinamiche di sistema, da cui ogni azienda è condizionata e rispetto al quale ogni azienda ha un diverso grado di sensibilità a seconda del settore, della dimensione e altro. Per quanto riguarda l'analisi delle singole economie, si tratta di uno studio relativamente complesso, finalizzato a comparare due diverse economie, a monte delle scelte geografiche per una asset allocation, oppure per individuare le ragioni fondamentali che muovono l'incrocio tra le due valute sottostanti. L'ambito di applicazione più importante dell'analisi fondamentale dinamica è la correlazione tra le dinamiche di valore e le dinamiche di prezzo, per verificare se il prezzo è inferiore al valore, generando un'indicazione di acquisto, o superiore al valore, generando un'indicazione di vendita. Altro ambito molto importante è la comparazione tra i rapporti valore/prezzo di aziende operanti nello stesso settore, in modo da individuare quelle più interessanti. Questo tipo di analisi viene svolta a monte della costruzione di un portafoglio efficiente. Ricordo che l'analisi fondamentale dinamica è uno studio di mia costruzione. Il punto di partenza è che il valore individuato dall'analisi non è fisso ma continuamente dinamico. Ne deriva che anche i prezzi, a maggior ragione, sono continuamente alla ricerca di nuovi equilibri rispetto al valore, che continuamente cambia.

Anche le dinamiche di prezzo vengono studiate sia con riferimento all'intero sistema, sia con riferimento alle singole parti che lo compongono.

L'analisi della distribuzione dei flussi è lo studio dei movimenti dei capitali rilevanti, ovvero quelli delle mani forti, che muovono realmente il mercato. Anche essi, come tutti gli altri, vanno ininterrottamente alla ricerca del maggiore rendimento in condizioni di miglioramento percepito del quadro economico (risk on: bond ---> azioni), o del minore rischio in condizioni di peggioramento percepito del quadro economico (risk off: azioni ---> bond). Le regole di applicazione di questa teoria sono identiche in ogni orizzonte temporale, dal brevissimo al lungo termine. Nel breve e brevissimo termine, dunque con utilità riferita al trading, la sua efficacia è rilevante.

L'analisi tecnica è lo studio del grafico di un prezzo con lo scopo di desumere determinati livelli o momenti in cui è opportuno intervenire sul mercato in acquisto o in vendita. Ha un'importanza enorme nella mia struttura di analisi operativa poiché determina il timing delle operazioni. L'analisi tecnica normalmente serve anche ad evidenziare un trend e la sua permanenza: io utilizzo anche questa possibilità ma solo come conferma di elementi già delineati o ipotizzati con gli altri tre pilastri dell'analisi. Quando parlo di analisi tecnica, intendo associata ad essa anche il money management.

L'analisi tecnica è uno dei quattro pilastri del mio metodo. Essa tuttavia non è sufficiente, da sola, ad offrire tutti gli elementi necessari, ovvero per svolgere tutte le analisi che nel mio metodo sono svolte con studi nell'ambito dei primi tre pilastri. Io credo che usando solo l'analisi tecnica le probabilità di guadagno siano molto basse, e comunque associate esclusivamente ad un buon money management. La sola analisi tecnica senza money management è certezza quasi assoluta di perdere denaro.



OPERATIVITÀ

Premessa

Cinque sono 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 termine i mercati azionari restano orientati al rialzo. Sono ciclicamente da preferire titoli azionari dei settori: tecnologia USA, industriale e bancario italiano.

Struttura del portafoglio

Abbiamo diviso il portafoglio in due parti, una composta da titoli USA, denominati in dollari, con copertura costituita da MINISP, ovvero per semplicità di calcolo dall'indice S&P500, e una composta da titoli italiani, denominati in euro, con copertura costituita da FIB, ovvero per semplicità di calcolo dall'indice FTSEMIB.

Copertura

La copertura della parte americana è fatta con 0,60 MINISP.

Alla data del 9 gennaio, punto di partenza del nostro periodo di osservazione, 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.

La copertura della parte italiana è fatta con 0,56 FIB.

Alla data del 9 gennaio, punto di partenza del nostro periodo di osservazione, 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.



Portafoglio USA (in dollari)	Prezzo 17 luglio 2014	Prezzo 6 marzo 2015	Variatz. %	Valore 17 luglio 2014	Valore 6 marzo 2015	Risultat o
Microsoft	44,53	42,03	-5,62	10.000	9.438	-562
Apple	93,09	124,51	+33,75	10.000	13.375	3.375
Facebook	66,41	77,55	+16,77	10.000	11.677	1.677
Jazz Pharmaceutical	141,65	169,99	+20,02	10.000	12.002	2.002
Alibaba	68*	82,97	+22,01	10.000	12.201	2.201
				50.000 \$	58.693 \$	8.693 \$
Copertura al 90% fatta con 0,60 MINISP ***	2.044,81**	2.044,16				
Portafoglio Italia (in euro)	Prezzo 17 luglio 2014	Prezzo 6 marzo 2015	Variatz. %	Valore 17 luglio 2014	Valore 6 marzo 2015	Risultato
Intesa San Paolo	2,228	2,974	+33,48	10.000	13.348	3.348
Banca Popolare Emilia	6,51	7,755	+19,12	10.000	10.912	912
FCA (ex Fiat)	7,70	14,16	+83,90	10.000	18.390	8.390
Luxottica	46,52*	55,95	+20,27	10.000	12.027	2.027
Finmeccanica	7,25	11,29	+55,72	10.000	15.572	5.572
				50.000 €	70.249 €	20.249 €
Copertura al 90% fatta con 0,56 FIB ***	18.177**	22.346				

* prezzi di acquisto per entrate successive al 17 luglio

** prezzi al 9 gennaio 2015

*** per evitare il problema del rollaggio usiamo i valori dell'indice.

Alibaba è entrata al collocamento.

Luxottica è entrata il 9 gennaio.

Performance del passato

Titoli, passato. Totale perdite titoli tagliati dal portafoglio nei mesi scorsi: 513 euro in ottobre + 2.517 euro in novembre = totale 3.030 euro. Titoli eliminati in gennaio: 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 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 della parte azionaria

Il portafoglio azionario USA ha generato nel periodo considerato un guadagno di 8.693 \$, pari a 8.124€ a cui si aggiungono 20.249 €, per un totale di **28.373 euro**.

Risultato della copertura

La copertura sul portafoglio USA ha prodotto risultato pari a zero.

La copertura sul portafoglio Italia ha prodotto una perdita di 11.673 euro.

(22.346 prezzo finale - 18.177 prezzo iniziale, ovvero del 9 gennaio 2015, moltiplicato per 5 euro Per ogni punto di FIB, diviso per 0,56 unità di future.

Plusvalenza sul cambio

Il portafoglio titoli denominato in dollari, ha avuto mediamente, dalla costruzione del portafoglio

ad oggi una consistenza di 65.000 dollari, mai coperti sul cambio con future sull'euro. Ciò ha generato anche una plusvalenza sul cambio, dovuta al rafforzamento del dollaro contro euro (da 1,3524 del 17 luglio a 1,06 di oggi 11 marzo. La plusvalenza è stata di 22.400 euro.

Il guadagno totale della strategia è stato nel periodo 17 luglio 2014/ 11 marzo 2015 pari a 57.042 euro sui 120.000 euro che oggi rappresentano l'investimento iniziale (dai 140.000 precedenti, ma abbiamo eliminato due titoli nei mesi scorsi, computando la relativa perdita), con una **performance lorda del 47,53% in otto mesi, e dunque pari al 71,30% 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.

Da oggi facciamo un nuovo portafoglio, con teorici 2 milioni di euro, uno allocato su Italia, e uno su titoli americani.

Ogni mese vi farò direttamente lo screenshot delle pagine relative a portafogli reali.

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

