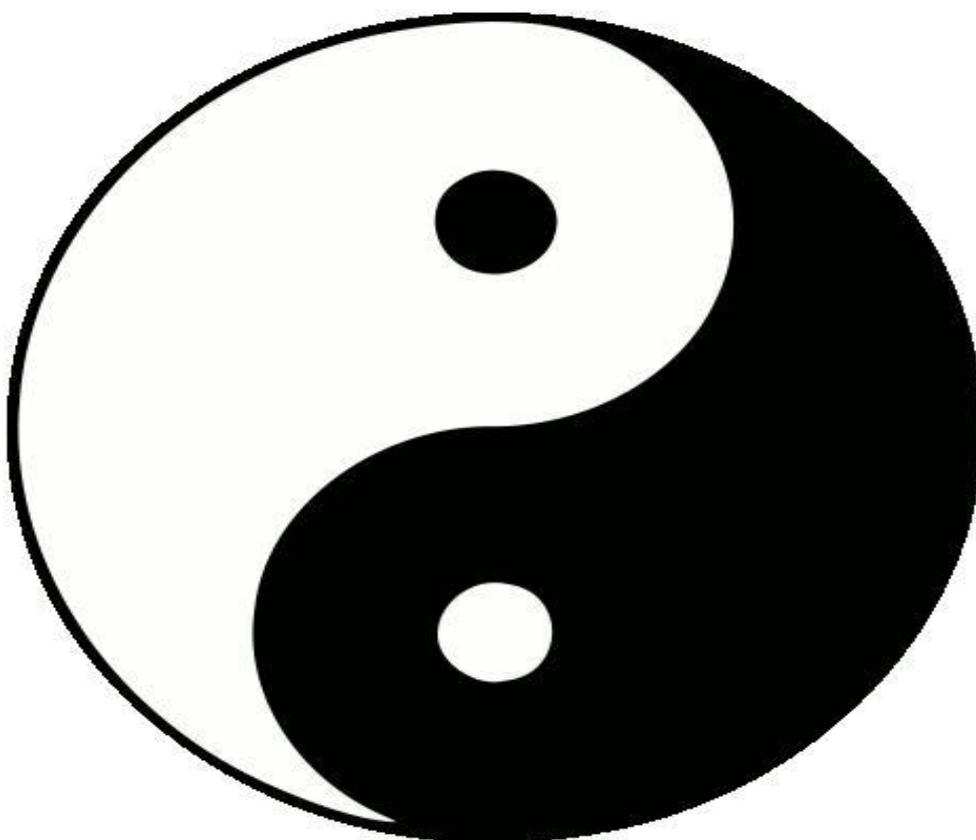


PUNTI DI VISTA

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA
ANALISI, RICERCHE E TESTI A CURA DI STEFANO BAGNOLI
ANNO 1, NUMERO 7 DEL 20 NOVEMBRE 2014.

EDITORIALE



Lo yin esiste nello yang come lo yang esiste nello yin. Questa figura esprime gli opposti senza ognuno dei quali l'altro non potrebbe esistere.

Sono interdipendenti, hanno origine reciproca, l'uno non può esistere senza l'altro. Il giorno non può esistere senza la notte, la vita non può esistere senza la morte. Sono diversi, opposti ma tramite l'uno può esistere l'altro e tramite l'altro può trasformarsi l'uno..

IN QUESTO NUMERO:

**Ipotesi principale di scenario
pag.2**

Crescita e inflazione: USA pag.2

**Crescita e inflazione: Eurozona
pag.3**

Politica monetaria pag.3

**Ipotesi secondaria di scenario
(breve termine) pag.4**

Mercati pag.6

**Approfondimenti: l'euro-dollaro
pag.7**

**Motivi per cui l'euro-dollaro è
sceso e continuerà a scendere
pag.7**

**Approfondimenti: le curve dei
rendimenti: pag.9**

Laboratorio economico pag.10

**Il punto di vista della BCE
pag.11**

Piano BCE per il rilancio pag.14

**Il punto di vista della Fed
pag.15**

**Il punto di vista sulle politiche
monetarie pag.16**

Global market overview pag.17

Operatività pag.18



IPOTESI PRINCIPALE DI SCENARIO

CRESCITA E INFLAZIONE: USA

La crescita economica americana rimane solida, sostenuta da una politica monetaria ancora espansiva nonostante la fine del QE della Fed. La crescita per il 2014 è attesa, nei dati di consenso attuali, al 2,10%. La crescita attesa è oggi al 3% per il 2015 e al 2,90% per il 2016.

L'inflazione attesa per il 2014 è oggi all'1,70%, in linea con il target della Fed che vuole, come la BCE, un tasso vicino ma inferiore al 2%. L'inflazione attesa è oggi all'1,80% per il 2015 e al 2,20% per il 2016.

La disoccupazione è in calo: 5,80% il dato di ottobre; 6,20% il dato atteso per l'intero 2014, 5,60% per il 2015 e 5,25% per il 2016.

Da vari trimestri nelle earning season le aziende USA in aggregato battono sistematicamente il consenso: ne deriva che la crescita degli utili è costante e i prezzi oggi non sopravvalutano le azioni. Permangono dunque le condizioni economiche per una prosecuzione del rialzo dei listini azionari americani.

CRESCITA E INFLAZIONE: EUROZONA

In Eurozona la situazione è diversa tra i vari paesi componenti, ma nell'insieme la ripresa rimane incerta, sebbene sia visibile un cauto miglioramento generale. La crescita per il 2014 è attesa a +0,80%, rivista al ribasso il mese scorso da +1% e ben al di sotto del potenziale. La crescita attesa è oggi all'1,20% per il 2015 e all'1,50% per il 2016.

L'inflazione attesa per il 2014 è oggi allo 0,50%, lontana dal target della BCE di un tasso vicino ma inferiore al 2%. L'inflazione attesa è oggi all'1% per il 2015 e all'1,40% per il 2016.

La disoccupazione rimane alta: 11,60% il dato atteso per il 2014, 11,30% per il 2015 e 11,10% per il 2016.

C'è attesa per le misure di stimolo monetario annunciate in giugno dalla BCE. Considerando il traino dei listini americani, il vigore dello stimolo monetario e le condizioni di oggettiva sottovalutazione prospettica delle aziende europee nel caso di uno scenario stabile, cioè di un quadro economico che non degenera, permangono anche qui le condizioni economiche per una prosecuzione del rialzo dei listini azionari di Eurozona, anche se con meno continuità di quelli americani.

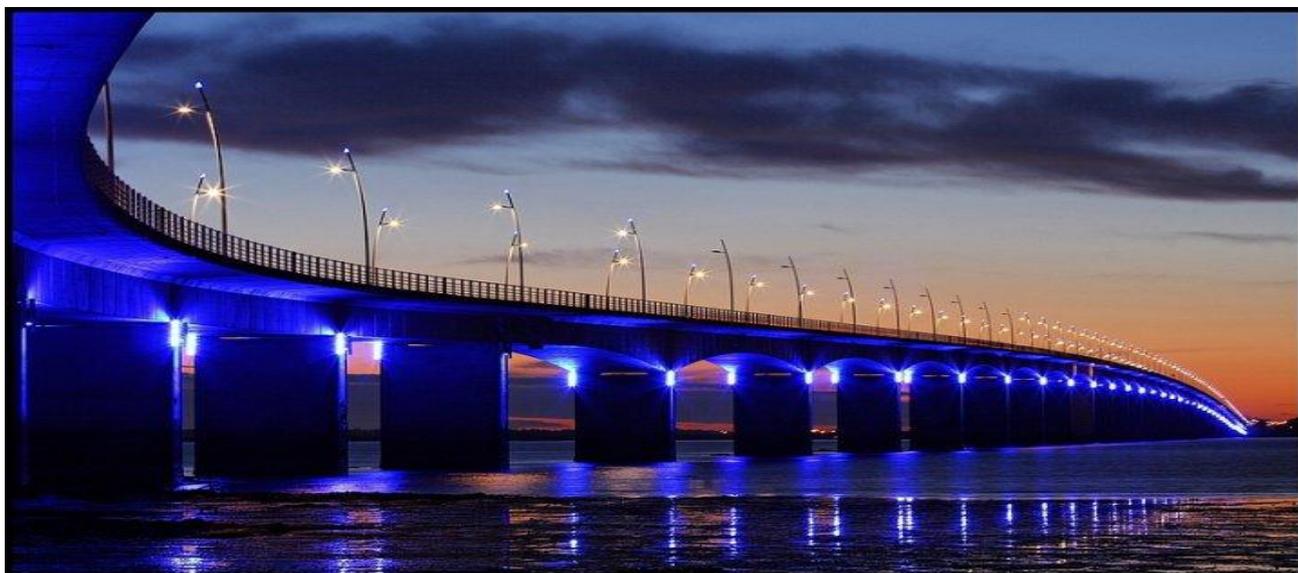
POLITICA MONETARIA

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

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

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

Anche la Bank of Japan, a inizio novembre, ha reso ancora più espansiva la propria politica monetaria, ampliando la base del proprio piano di QE. L'obiettivo è quello di continuare a stimolare la domanda interna per aumentare crescita e inflazione, mettendo nel sistema una quantità sempre maggiore di moneta.



IPOTESI SECONDARIA DI SCENARIO (BREVE TERMINE)

Nel mese di novembre i mercati globali dovrebbero rimanere in una condizione incerta. L'assenza (che ipotizziamo) di nuovi driver capaci di originare movimenti forti lascerà i listini in ostaggio di temi efficaci solo nel breve termine. I listini USA saranno ancora tendenzialmente orientati al rialzo, influenzando positivamente tutti gli altri; l'Italia continuerà a sottoperformare.

In questa fase di fine ciclo della politica monetaria espansiva della Fed, in cui ancora non è noto il timing dell'inizio dei rialzi, la valutazione dei dati macro USA, la valutazione dei dati macro USA ricadrà nella consueta "griglia di inefficienza", determinando movimenti rapidi e in apparenza illogici. Dati macro positivi e/o migliori delle attese daranno un'indicazione di crescita, stimolando gli acquisti nei book e generando il rialzo dei listini; ma potranno anche essere intesi come in linea con il progressivo venir meno dei motivi (di rallentamento) che avevano indotto la Fed a intervenire, con operazioni convenzionali e non convenzionali, portando il consenso sul timing dell'inizio dei rialzi della Fed ad una finestra temporale più vicina. Viceversa, dati macro negativi e/o peggiori delle attese daranno un'indicazione di rallentamento, stimolando le vendite nei book e generando il ribasso dei listini; ma potranno anche essere intesi come in linea con un rafforzamento dei motivi (di rallentamento) che avevano indotto la Fed a intervenire, riportando il consenso sul timing dell'inizio dei rialzi della Fed ad una finestra temporale più lontana. Ciò vale per i listini americani e, di conseguenza, a trascinamento, per tutti gli altri. Per questi motivi, nei prossimi mesi la volatilità sui dati macro USA aumenterà, effetto del fronteggiarsi di due forze opposte e ugualmente fondate, nella valutazione del senso dei dati.

I mercati erano saliti nella seconda metà di ottobre; il movimento era proseguito ad inizio novembre prima del meeting della BCE, spinto dall'allargamento nella base del QE messo in campo dalla Bank of Japan, dalla vittoria repubblicana alle elezioni americane di Mid Term, e anche da una certa quota di attesa di nuove misure espansive da parte della BCE.

Nelle prossime settimane sarà importante monitorare alcuni temi in grado di sviluppare i movimenti di breve. Tra gli elementi eventuali potenzialmente positivi ci saranno trimestrali migliori delle attese, nuovi dettagli (opportunamente comunicati) sulle misure di stimolo della BCE, dati macro USA leggermente peggiori delle attese, che possano far spostare in avanti il consenso sull'inizio del rialzo dei tassi della Fed. Ma saranno da monitorare anche gli eventuali elementi negativi: trimestrali peggiori delle attese, dati macro negativi in Eurozona, che potranno segnalare un deterioramento del quadro in Italia, Francia, e persino in Germania, nel momento in cui la BCE mette in campo il suo sforzo massimo: si noti che Italia e Germania sono i due paesi più penalizzati dalle sanzioni economiche alla Russia.



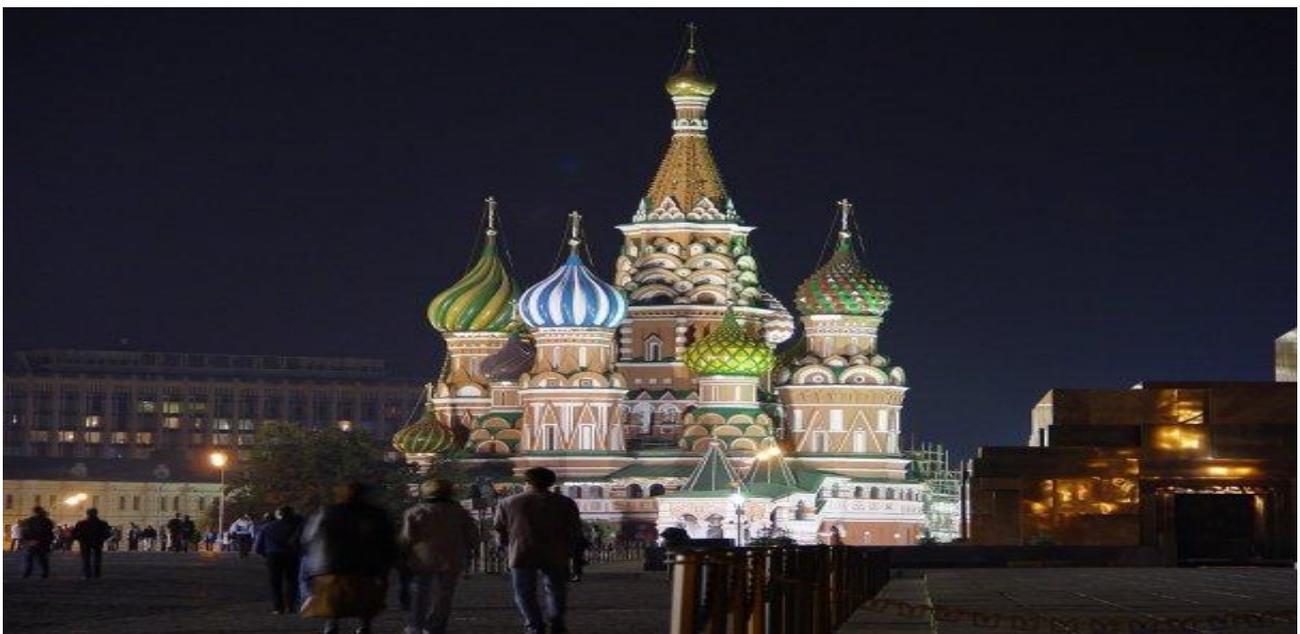
A proposito di Russia, è possibile un nuovo peggioramento nei rapporti con l'Occidente: la Russia si trova alle soglie della recessione, soprattutto a motivo delle sanzioni imposte dall'Occidente, con un PIL 2014 atteso a zero. I mercati azionari russi, attaccati dalla speculazione, hanno perso il 28% in 4 mesi (l'indice RTS era a 1.404 punti il 9 luglio, mentre oggi 13 novembre è a 1.015), con un deflusso netto di 120 miliardi di euro che ha messo in seria difficoltà il sistema economico-finanziario russo e la sua valuta (il rublo). E' pertanto difficile escludere un collegamento tra questi elementi economici e una possibile prosecuzione di azioni militari dimostrative già attuate varie volte, con episodi critici di sconfinamento territoriale di caccia e sottomarini russi. E' possibile anche un nuovo riacutizzarsi del conflitto ucraino: nonostante il recente accordo sul gas, a dividere i due fronti (governo ucraino e oblast secessioniste) potrebbero ripresentarsi ora vecchi motivi che avevano generato l'inizio del conflitto.

In questa fase sono possibili attacchi terroristici di piccola e media entità soprattutto nei Paesi interessati dalle attuali tensioni (Ucraina, Iraq, Afghanistan, Siria, Israele e Libia), oltre a tutto il continente africano. E' possibile una nuova recrudescenza dei timori di un'epidemia globale di ebola, con conseguente attacco speculativo ai mercati, a cominciare da quello dei bond governativi dei paesi africani più interessati (Nigeria, Congo, Ghana, Kenya e Senegal), come era successo in ottobre.

Da molti mesi è iniziata la guerra dei prezzi del petrolio. Gli Stati Uniti, grazie allo shale oil, sono diventati esportatori netti, e l'attuale esuberanza di offerta, in un contesto di domanda rallentata dalla congiuntura economica, ha portato i prezzi del WTI da 107,26 del 20 giugno a 76,32 di oggi e quelli del Brent da 115,06 il 19 giugno a 78,82 di oggi. E' possibile una nuova accelerazione al ribasso nel prezzo, con conseguenti difficoltà per i paesi produttori ed esportatori (e relativi mercati azionari e obbligazionari), sia in ambito OPEC, sia per la Russia (e in questo caso si tratterebbe di un'ulteriore misura di pressione collegata al contesto della crisi ucraina).

Last but not least, sono possibili nuove degenerazioni del caos politico italiano con le (probabili) dimissioni del capo di stato Napolitano: giova ricordare quanto fu travagliata, e con effetti negativi anche sui mercati, la nomina di Napolitano per il secondo mandato, tuttora in corso. Tutto questo rischia di accadere quando ancora gli schieramenti politici sono lontani da un accordo anche solo sulla legge elettorale, con il piano di riforme strutturali chieste dell'Europa ancora ben lontano dall'essere intrapreso con decisione.

Tutto questo può causare repentine discese dei mercati, pur senza intaccare il trend principale rialzista.



Mosca, piazza Rossa, San Basilio

MERCATI

Rimane immutata la tendenza rialzista principale di medio-lungo termine sui mercati azionari globali. Siamo in condizione *risk on*: i flussi vanno dal no risk verso il rischio, e quindi dai bond risk free verso l'azionario, privilegiando i settori più growth sensitive come bancario, finanziario, tecnologia, auto e industriale in genere. I flussi vanno anche dalle valute difensive (JPY e CHF) verso le valute growth sensitive, o comunque dalle valute meno growth sensitive verso le più growth sensitive.

Continua il ribasso dell'euro-dollaro e del petrolio.

Nel breve termine i mercati globali dovrebbero rimanere in una condizione incerta. Nel mese di novembre l'assenza (che ipotizziamo) di nuovi driver capaci di originare movimenti forti lascerà i listini in ostaggio di temi efficaci solo nel breve termine. I listini USA saranno ancora tendenzialmente orientati al rialzo, influenzando positivamente tutti gli altri; l'Italia continuerà a sottoperformare. Volatilità in aumento sui dati macro USA.

L'indice S&P500 potrebbe in breve tempo raggiungere 2.100 punti, anche se non sono da escludere veloci correzioni che potrebbero avere come target 1.970 e poi 1.925.

L'indice italiano Ftse Mib seguirà la direzione dettata dall'S&P500, ma con una sua forza direzionale implicita ribassista. Nelle fasi rialziste dei listini americani e globali potrebbe tornare a breve verso l'area 20.000 (20.060-20.200 la prima area target), e in estensione fino a 21.500. Ma essendo la sua direzione naturale ribassista, esso enfatizzerà soprattutto i movimenti globali al ribasso, andando a raggiungere, con elevata probabilità, entro febbraio, i 18.400 punti prima, e i 17.700 poi.

SCHEMA DEI MERCATI

In ottica di medio-lungo termine



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

In ottica di breve termine



Nel **breve termine** il mercato non ha un driver dominante.

Si ipotizzano fasi alterne di rialzo e di ribasso, e di condizioni risk on e risk off.

APPROFONDIMENTI: L'EURO-DOLLARO

Continua il rafforzamento del dollaro contro euro, cross che ha raggiunto il livello di 1,24.

Il forte differenziale tra gli scenari posti in essere dalle politiche monetarie opposte delle due banche centrali (il disimpegno della politica monetaria espansiva della Fed rafforza il dollaro, la politica monetaria espansiva della BCE indebolisce l'euro), aggiunto al netto differenziale di crescita tra le due economie, continua a porre in essere motivi di rafforzamento del dollaro contro euro.

Un allineamento da manuale e quasi perfetto delle cause (ovvero dei motivi che muovono il cambio) produce come effetto un movimento lineare, che vedrà il dollaro continuare a rafforzarsi sull'euro nel medio-lungo termine. A questo punto un possibile target di arrivo del cross è 1,20, ma valuteremo strada facendo gli sviluppi del movimento.

Nel breve termine immagino fluttuazioni all'interno di un trading range 1,24/1,26. Il mercato spinge al ribasso, per i motivi di valore detti, e si è formato un trend che porta gli tutti gli operatori, sia i fondamentalisti, sia quelli che guardano l'analisi tecnica, ad avere una view di lungo termine ribassista. A contrastare ciò rimane solo la Fed, che certamente presidia il cambio cercando di evitare che il dollaro si rafforzi troppo, poiché già questi livelli non sono graditi all'economia americana.

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

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

Motivi per cui l'euro-dollaro è sceso e continuerà a scendere

Il differenziale di crescita.

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

L'economia americana sta crescendo (dato atteso per il 2014) al 2,10%, quella di Eurozona sta crescendo (dato atteso per il 2014) allo 0,80%, ben al di sotto del potenziale. L'indice USA azionario benchmark, l'S&P500, è salito da inizio 2014 del 7%; nello stesso periodo l'indice Eurostoxx 50, benchmark per l'Eurozona, così come quello italiano, ha perso il 2%.

Il differenziale dei tassi.

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

I tassi sulle due curve, T-Note americano e Bund tedesco, sono i seguenti (dati al 12.11.2014, ore 17):

| | Tasso 1 anno | Tasso 2 anni | Tasso 3 anni | Tasso 5 anni | Tasso 10 anni |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| CURVA T NOTE (USA) | 0,99 | 0,529 | 0,985 | 1,619 | 2,334 |
| CURVA BUND (EUROPA) | -0,014 | -0,009 | -0,04 | 0,111 | 0,805 |

Oltre all'evidente spread attuale, i tassi americani inizieranno a salire in una finestra temporale compresa tra la seconda metà del 2015 e inizio 2016. Quelli di Eurozona resteranno ai minimi attuali per un periodo considerevole e non determinato.

La massa monetaria.

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

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

Il debito di un paese.

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

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

Conclusioni.

Questi motivi determinano uno scenario in cui dall'8 maggio, quando il cambio euro-dollaro ha toccato gli 1,40, la discesa è stata costante fino all'attuale livello di 1,2460 (livello di oggi, 13 novembre, ore 15). Ma dopo una fase di assestamento su questi livelli riteniamo probabile una prosecuzione della discesa fino ad un target che per ora fissiamo in 1,20.



New York, ponte di Brooklyn

APPROFONDIMENTI: LE CURVE DEI RENDIMENTI

La curva americana è salita nell'ultimo mese, segnalando flussi in uscita dal no risk verso i mercati di rischio, con impatto positivo di breve sui listini USA e su tutti i mercati globali. Inoltre, dagli eccessi di pessimismo di metà ottobre la forma si è anche appiattita, con ulteriore significato positivo. Da inizio anno la curva è salita nella parte breve, allineandosi già a uno scenario di rialzo dei tassi della Fed, ed è scesa nella parte lunga. Nell'insieme la curva USA è scesa, iniziando a segnalare la finestra temporale critica per i mercati di rischio dell'inizio dei rialzi della Fed. Non è ancora assolutamente un segnale di pericolo, ma è l'evidenza di un'inversione ciclica che incombe sui mercati, in ottica di lungo termine, diciamo non prima di 6-12 mesi.

La curva europea (assumendo a tal fine la curva del Bund) nell'ultimo mese è leggermente salita nella parte breve, per affinità con la curva USA, ed è scesa nella parte lunga: da un punto di vista di analisi della forma questo realizzerebbe una tendenza all'appiattimento, con implicazioni positive; tuttavia, rispetto al movimento della parte breve, è più rilevante la discesa nella parte lunga, per cui, nell'insieme, si può dire che la curva di Eurozona è scesa, segnalando una tendenza dei flussi in uscita dai mercati di rischio verso il no risk. Da inizio anno la curva di Eurozona è inequivocabilmente scesa, in parte assimilando la tendenza ultra-espansiva della politica monetaria della BCE (nella parte breve), in parte segnalando la percezione di una debolezza persistente dell'economia di Eurozona. In ottica di lungo termine anche la curva del Bund, o meglio, soprattutto la curva del Bund, inizia a segnalare l'approssimarsi di una finestra temporale critica nel lontano futuro, come anche la curva americana. Quanto questa finestra sia distante ancora non è dato saperlo: certamente non si tratta di minacce imminenti, e come detto poche righe sopra, anche qui l'inversione ciclica che incombe sui mercati non dovrebbe concretizzarsi prima di 6-12 mesi. In ogni modo, l'analisi delle curve ci darà notizie in anticipo rispetto a tutti gli altri normali strumenti di analisi.



Toronto, Canada

Laboratorio Economico

USA

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| PIL REALE (A/A) | 1,80 | -0,30 | -2,80 | 2,50 | 1,60 | 2,30 | 2,20 | 2,20 | 3,00 | 2,90 |
| INFLAZIONE (A/A) | 2,87 | 3,85 | -0,35 | 1,63 | 3,17 | 2,08 | 1,48 | 1,70 | 1,70 | 2,20 |
| DISOCCUPAZIONE (%) | 4,62 | 5,80 | 9,28 | 9,63 | 8,93 | 8,08 | 7,35 | 6,20 | 5,60 | 5,20 |
| FED FUND RATE | 4,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,95 | - |

Eurozona

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIL REALE (A/A) | 2,90 | 0,40 | -4,40 | 2,00 | 1,60 | -0,70 | -0,40 | 0,80 | 1,20 | 1,50 |
| INFLAZIONE (A/A) | 2,13 | 3,28 | 0,30 | 1,61 | 2,70 | 2,50 | 1,34 | 0,50 | 0,90 | 1,40 |
| DISOCCUPAZIONE (%) | 7,53 | 7,58 | 9,55 | 10,10 | 10,12 | 11,30 | 11,95 | 11,60 | 11,40 | 11,10 |
| TASSO BANCA CENTRALE EUROPEA | 4,00 | 2,50 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 0,75 | 0,25 | 0,05 | 0,05 | - |

Italia

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIL REALE (A/A) | 1,70 | -1,20 | -5,50 | 1,70 | 0,40 | -2,40 | -1,90 | -0,30 | 0,50 | 1,00 |
| INFLAZIONE (A/A) | 2,04 | 3,49 | 0,77 | 1,64 | 2,91 | 3,31 | 1,31 | 0,20 | 0,55 | 1,00 |
| DISOCCUPAZIONE (%) | 6,11 | 6,78 | 7,82 | 8,42 | 8,41 | 10,68 | 12,21 | 12,60 | 12,50 | 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 |
|---------------------------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| PIL REALE (A/A) | 3,94 | 1,55 | -2,32 | 3,99 | 2,96 | 2,08 | 2,16 | 2,46 | 2,92 | 3,12 |
| DISOCCUPAZIONE (%) | 6,11 | 6,36 | 8,18 | 8,24 | 7,88 | 7,82 | 7,88 | 7,43 | 7,16 | 6,99 |

IL PUNTO DI VISTA DELLA BCE

Commento allo speech di Mario Draghi a margine del meeting della BCE del 6 novembre 2014

In linea con le attese, e come era ovvio, nel meeting del 6 novembre la BCE ha lasciato invariati i tassi dopo averli abbassati nel meeting del 4 settembre: 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 si è detta pronta a varare nuove azioni non convenzionali di stimolo nel caso in cui le misure comunicate il 5 giugno, continuando a non essere affiancate da un'azione incisiva di riforme strutturali da parte dei governi, si rivelassero non sufficienti, con prospettive di crescita e inflazione nell'Eurozona in stallo o in ulteriore peggioramento. Per fare ciò il Board della BCE ha deliberato la possibilità di espandere il proprio bilancio ai livelli di marzo 2012, quando le passività avevano superato i 3.000 miliardi di euro. Posto che prima di tale annuncio il bilancio della BCE esprimeva un totale di 2.052 miliardi di euro, ne deriva che la BCE è pronta ad azioni per un totale di 1.000 miliardi, di cui meno di 400 sono relativi alle misure già annunciate. Per le ipotetiche nuove misure è già stato conferito un mandato di studio agli uffici competenti. Le decisioni del Board sono state assunte all'unanimità. Prende forma dunque l'aspettativa di nuove futuribili e imponenti misure non convenzionali di stimolo monetario, che saranno al centro del dibattito nei prossimi mesi.

Analisi economica

La crescita è stata dello 0,70% nel Q2-2014. Le stime di crescita della BCE per l'Eurozona sono dello 0,90% nel 2014, dell'1,60% nel 2015 e dell'1,90% nel 2016. L'inflazione è stata dello 0,40% in ottobre. Le stime di inflazione per il 2014 sono state riviste allo 0,60%; le stime di inflazione per il 2015 sono oggi all'1,10%, e per il 2016 all'1,40%. Nella stessa giornata anche l'OCSE ha rivisto le stime di crescita nel 2015 per la Germania da 1,5 a 1,1% e per la Francia dall'1 allo 0,9%. Rimane invariata la stima per l'Eurozona all'1,1% nel 2015 e 1,7% nel 2016. La valutazione dello scenario economico di Eurozona è dunque da più parti negativa, con rischi che rimangono al ribasso.

Misure di politica monetaria

Draghi rimane fiducioso sulla possibilità che le misure comunicate in giugno possano raggiungere nel medio termine gli obiettivi di crescita, inflazione e occupazione. Tali misure, ricordiamo, sono l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite (covered bond), di titoli cartolarizzati (ABS), e le due operazioni TLTRO di rifinanziamento quadriennali, condizionate al finanziamento dell'economia reale, la prima già effettuata in settembre, la seconda in agenda per dicembre.

Tuttavia, in attesa di una valutazione dei risultati raggiunti, lo sviluppo non positivo del quadro economico dell'Eurozona induce la BCE a prendere in esame nuove "ulteriori misure da realizzare se necessario". Se la valutazione degli effetti prodotti dalle misure annunciate in giugno non fosse in linea con le attese, e se i numeri di crescita, inflazione e occupazione continuassero a non migliorare o persino a peggiorare, e dunque "se dovesse rendersi necessario gestire ulteriormente i rischi di un periodo prolungato di bassa inflazione, il consiglio è unanime nell'impegno a usare strumenti non convenzionali addizionali all'interno del suo mandato".

L'inserimento implicito di una cifra precisa per l'espansione del bilancio, l'avvio (comunicato espressamente) della preparazione tecnica delle misure futuribili, il riferimento all'esperienza della Bank of Japan e la sottolineatura dell'unanimità nella decisione del Board contribuiscono a dare un segnale forte ai mercati sulla determinazione ad agire della BCE.

E' rilevante il fatto che la BCE comunichi di avere già iniziato lo studio delle nuove misure eventuali e contestualmente di averne avviato i lavori preparatori: ciò allontana il timore che le azioni future possano

arrivare in ritardo. "Il Consiglio direttivo ha incaricato lo staff della BCE e i rilevanti comitati dell'Eurosistema di garantire la rapida messa a punto di ulteriori misure da mettere in pratica se necessario".

Inoltre, la sottolineatura dell'unanimità dà modo di pensare ad una ritrovata armonia e compattezza all'interno del Board (forse favorita anche dai recenti risultati economici negativi della Germania), e questo è certamente un fatto positivo. Tutto ciò parrebbe ridimensionare le tanto enfatizzate diverse vedute tra i falchi, rappresentanti dei paesi virtuosi come Germania e Olanda, e le colombe, rappresentanti dei paesi meno virtuosi come Italia, Spagna, Portogallo, Irlanda, Grecia e ormai anche Francia. "I disaccordi sono normali, tutti i membri sono indipendenti e non esiste una linea di demarcazione o coalizioni tra banchieri centrali del nord e del sud", ha detto il presidente.

Considerando i risultati delle misure già messe in campo, a partire dalla prima asta TLTRO del 16 settembre, con richieste inferiori alle attese, e desumendone una stima dei risultati futuri in termini di possibile espansione del bilancio, emerge che la BCE con le misure annunciate finora arriverebbe a finanziare il sistema per "appena" 400 miliardi di euro, mentre Draghi si è implicitamente espresso per un'espansione ulteriore di 1.000 miliardi di euro. Da qui deriva e si consolida la convinzione del mercato che in caso (molto probabile) di ulteriore peggioramento o comunque non miglioramento dei numeri di crescita, inflazione e occupazione, entro pochi mesi la BCE dovrà annunciare altre misure. Tali nuove misure futuribili potrebbero consistere nell'allargamento degli acquisti ai corporate bond (un mercato da circa 1.400 miliardi di euro) e, successivamente, anche ai bond governativi. Questa opzione "è all'interno del nostro mandato, se non si tratta di finanziamento dei deficit pubblici", ha detto Draghi in risposta a un'obiezione durante il *question time*. Il presidente non ha menzionato esplicitamente la prospettiva di un quantitative easing sui titoli di Stato, ma si è limitato ad affermare che il direttivo ha analizzato le esperienze delle altre banche centrali, sottolineando che gli effetti di un programma di QE sono diversi a seconda delle condizioni iniziali.

Obiettivi e possibili effetti

Le misure già comunicate e quelle eventuali future sono strutturate con l'obiettivo di raggiungere un tasso di crescita vicino al potenziale, ovvero al 2%, e un livello di inflazione vicina ma inferiore al 2%.

Ovviamente l'impatto più immediato di tutte le misure di stimolo della BCE è quello sui mercati, mentre gli effetti sull'economia reale sono molto più lenti e tutt'altro che scontati. La reazione dei mercati è immediata, così come è stata nella seduta di giovedì 6 novembre, quando le parole dello speech di Draghi hanno subito fatto salire i mercati azionari, per alcuni minuti, scendere i tassi dei BTP e sprofondare l'euro-dollaro. Ma mentre quest'ultimo continuava nella sua inesorabile discesa (tutt'altro che finita), i mercati azionari poco dopo invertivano la rotta e puntavano al ribasso, come era normale che fosse. La trasmissione degli input dalla politica monetaria all'economia reale è più lenta perché è subordinata a vari passaggi intermedi: lo stato di salute del sistema bancario, l'effettiva volontà delle banche di finanziare l'economia reale, la presenza di un merito creditizio adeguato da parte dei richiedenti, e infine l'esistenza concreta di progetti aziendali da finanziare. In mancanza di tutto ciò stiamo parlando del nulla.



In ogni modo in prossimità dei futuri meeting della BCE, i mercati tenderanno di prezzare ogni volta la possibilità di nuove misure di stimolo, e in quelle specifiche finestre temporali aumenterà sensibilmente la volatilità, e gli indici riprodurranno facilmente schemi di movimento simili e riconducibili alla teoria del rialzo sulle attese e ribasso sulla notizia. Niente di nuovo.

Da annotare come i livelli del cambio euro-dollaro abbiano seguito (anche) le modificazioni della misura di espansione della base monetaria.

| | BCE | Fed | Cambio |
|----------------------|---------|----------|--------|
| Marzo 2012 | 3.000 € | 2.950 \$ | 1,20 |
| Maggio 2014 | 1.900 € | 4.000 \$ | 1,40 |
| Novembre 2014 | 2.052 € | 4.490 \$ | 1,24 |



Pechino, periferie nord

Piano BCE per il rilancio

| | |
|--|--|
| <p>Piano BCE per il rilancio</p> <p>Piano di rilancio dell'economia di Eurozona basato su 3 pilastri:</p> <p>politica monetaria ultra-espansiva;</p> <p>riforme strutturali nei paesi non virtuosi;</p> <p>ristrutturazione del sistema bancario.</p> | <p>Politica monetaria</p> <p><u>Misure annunciate:</u></p> <p>tassi vicino a zero (ai minimi storici);</p> <p>tasso alto di incremento della massa monetaria;</p> <p>operazioni di rifinanziamento LTRO;</p> <p>acquisti di obbligazioni garantite (covered bond);</p> <p>acquisti di Asset Backed Securities (ABS).</p> <p><u>Misure ancora possibili:</u></p> <p>acquisti di corporate bond;</p> <p>acquisti di bond governativi.</p> |
| <p>Riforme strutturali</p> <p>Ricerca di maggiore efficienza nel contesto in cui operano le imprese; minore carico fiscale, meno burocrazia; flessibilità del mercato del lavoro.</p> <p>Ridimensionamento del debito e rientro nei parametri di bilancio da parte dei paesi non virtuosi (deficit e debito).</p> | <p>Riassetto del sistema bancario</p> <p>Stress test del 26 ottobre;</p> <p>proposta di misure correttive per le banche non virtuose;</p> <p>supervisione bancaria in capo alla BCE</p> <p>a partire dal 4 novembre;</p> <p>incentivi affinché le banche ricomincino a finanziare l'economia reale.</p> |

IL PUNTO DI VISTA DELLA FED

Sintesi delle decisioni assunte dalla Fed nel meeting del 29 ottobre 2014.

Come era ovvio attendere, e come da consenso generalizzato degli analisti, nel meeting del 29 ottobre la Federal Reserve ha lasciato invariati i tassi di interesse nell'intervallo compreso tra 0 e 0,25%, il minimo storico a cui erano stati portati nel dicembre 2008. L'acquisto di asset noto come QE3 (piano di acquisto di treasury e bond ipotecari) iniziato nel settembre 2012 è finito alla fine di ottobre. L'operazione era iniziata con acquisti per 85 miliardi mensili, e dopo varie e successive misure di tapering, nel meeting di fine ottobre la Fed ha portato a zero il valore degli acquisti mensili. La Fed lascerà i tassi in prossimità di zero per un periodo considerevole. Il dibattito tra gli analisti si accende ora su quando il rialzo inizierà: per alcuni tra 6 mesi, per altri non prima del 2016, con un consenso medio che si attesta nella seconda metà del 2015. In questo meeting non è stata tenuta la consueta conferenza stampa del governatore Janet Yellen.



IL PUNTO DI VISTA SULLE POLITICHE MONETARIE

Confermando la teoria da noi esposta molti mesi fa, le Banche Centrali, consapevoli della criticità delle condizioni generali del quadro economico, di concerto mantengono sempre attivo un apparato di politica monetaria complessiva accomodante. Sembrava che il testimone fosse passato dalla Fed alla sola BCE, quando invece, a sorpresa, è intervenuta anche la Bank of Japan con una nuova fase di QE. La Fed negli ultimi due anni di tassi vicini a zero (con effetti prevalenti sull'economia reale) e le tre fasi di QE (con effetti prevalenti sui mercati) ha raggiunto stabilmente i suoi obiettivi di crescita, occupazione e inflazione, nei numeri dell'economia americana, dimostrando che per un sistema efficiente non era impossibile uscire dalla crisi. Di conseguenza ha già rimosso lo stimolo monetario degli acquisti di asset, conclusi nel mese di ottobre; la sua politica monetaria rimane espansiva, dato che i tassi sono ancora ai minimi storici, ma con bias (orientamento) restrittivo: il consenso degli analisti per l'inizio del rialzo dei tassi si posiziona nella seconda metà del 2015. Noi siamo allineati al consenso, con un focus sul terzo quarter come finestra temporale più probabile per l'inizio dei rialzi.

La BCE sta consolidando il suo orientamento espansivo, conducendo le misure annunciate in giugno verso la realizzazione e verso il massimo risultato possibile (ottenuto con quella che può chiamarsi "politica monetaria verbale", della quale Mario Draghi ha posto una vera pietra miliare). Il presidente Draghi non manca mai di sottolineare che le sole misure della politica monetaria possono comprare tempo, ma non possono da sole essere risolutive di una situazione economica dell'Eurozona di per sé critica. Banche e governi devono fare la loro parte: le banche devono rientrare in quel meccanismo virtuoso in cui sapevano fare profitti prestando capitali all'economia reale (capitali ora forniti a bassissimo costo dalla BCE); i governi devono invece proseguire sulla strada incerta e lastricata di ostacoli delle riforme strutturali, dalla flessibilità del mercato del lavoro alla ricerca di maggiore efficienza nel contesto in cui operano le imprese, da un ridimensionamento del carico fiscale (soprattutto in Italia) fino al rientro nei parametri di bilancio considerati virtuosi del deficit e del debito rispetto al PIL, trovando un equilibrio stabile tra questi due aspetti apparentemente inconciliabili (una volta chiarito quali saranno questi parametri sostenibili, dato che in quelli di Maastricht oggi ci rientrano solo 6 sui 18 paesi dell'Eurozona).

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

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

GLOBAL MARKET OVERVIEW

| | Ultimo prezzo | Variazione da inizio mese | Variazione da inizio anno |
|----------------------------------|---------------|---------------------------|---------------------------|
| Indici Azionari | | | |
| FTSE Mib | 18755,14 | -2,08% | 0,19% |
| DAX | 9252,94 | 0,94% | -1,56% |
| S&P 500 | 2039,82 | 1,38% | 11,35% |
| Nasdaq 100 | 4224,99 | 1,65% | 18,56% |
| Eurostoxx 50 | 3037,54 | 0,85% | 0,00% |
| Nikkei | 16973,80 | 3,73% | 7,36% |
| MSCI Emerging Markets | 990,81 | -1,62% | 0,00% |
| MSCI World Index | 1717,20 | 1,12% | 4,38% |
| Global Hedge Fund Index | 1221,97 | 2,61% | 2,16% |
| Titoli Azionari Benchmark | | | |
| Microsoft Corp. | 49,58 | 4,23% | 33,42% |
| Apple Inc. | 114,18 | 5,14% | 44,50% |
| Facebook | 74,88 | -1,16% | 36,87% |
| Google | 555,19 | -1,60% | -0,34% |
| Alibaba | 115,10 | 8,51% | - |
| Intesa San Paolo | 2,18 | 0,55% | 23,95% |
| Fiat Chrysler | 9,79 | 12,54% | - |
| Forex e Commodities | | | |
| €/£ | 0,80 | 1,90% | -3,88% |
| €/€ | 1,25 | -0,16% | -8,41% |
| CRB Index | 266,79 | -0,26% | -3,83% |
| Gold | 1185,18 | 1,67% | -2,92% |
| Brent | 4688,00 | -0,85% | 7,78% |
| WTI | 74,92 | -1,77% | -20,56% |
| Curve rendimenti | | | |
| T-Bond 10 anni | 2,30 | 2,19 | 3,03 |
| Bund 10 anni | 0,77 | 0,86 | 1,92 |
| BTP 10 anni | 2,34 | 2,49 | 4,04 |
| Spread Btp BUND | 153 | 163 | 212 |

dati a venerdì 14 novembre 2014

OPERATIVITÀ

Premessa

Per essere vincenti sui mercati la scelta dei titoli migliori è solo uno dei fattori necessari. Serve anche la comprensione della congiuntura economico-finanziaria, per elaborare un'ipotesi sul movimento più probabile del mercato, che inevitabilmente influenza al rialzo o al ribasso (più o meno a seconda del beta) tutti i titoli. Serve un'idea del timing giusto per entrare sui titoli. Su questo (e solo su questo) punto è utile l'analisi tecnica. Operando con grossi capitali è opportuno avere un approccio Absolute Return, e predisporre una copertura.

Quattro sono dunque i punti basilari per un portafoglio vincente: scelta dei titoli, costruzione del portafoglio, implementazione della copertura e modificazione della copertura.

Ciò premesso e ripetuto, continuiamo a seguire il portafoglio tipo costruito nella Newsletter di luglio, composto da titoli che nei prossimi 12 mesi faranno meglio dei competitor e in aggregato meglio dell'indice S&P500, assunto come benchmark di rendimento. Il portafoglio è strutturato in modo da pesare in modo equilibrato i settori, la ricerca di performance e il rischio.

Indicazione generale

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

Si può continuare ad accumulare posizioni sui titoli americani Microsoft, Apple, Google, Facebook, Priceline, Bank of New York Mellon, Jazz Pharmaceutical, e sui titoli italiani Intesa San Paolo, Banca Popolare Emilia, FCA (ex Fiat), Finmeccanica.

In questa fase la copertura è fatta con il future sull'indice italiano (Fib).

Modifiche al portafoglio

Teniamo la copertura al 100% (copertura suggerita per un portafoglio costruito in parti uguali dai titoli in tabella). Eliminiamo il settore energia dai settori preferiti. Eliminiamo ENI ed Enel Green Power dal portafoglio.

| | Prezzo 17 luglio 2014 | Prezzo 20 novembre 2014 | Variaz. % | Valore 17 luglio | Valore 20 novembre | Risultato |
|--------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|--------------|---------------------|-----------------------|-----------|
| Microsoft | 44,53 | 48,70 | 9,36 | 10.000 | 10.936 | 936 |
| Apple | 93,09 | 116,31 | 24,94 | 10.000 | 12.494 | 2.494 |
| Google | 580,82 | 543,76 | - 6,38 | 10.000 | 9.362 | - 638 |
| Facebook | 66,41 | 73,60 | 10,82 | 10.000 | 11.082 | 1.082 |
| Priceline group | 1201,37 | 1.153,88 | - 3,95 | 10.000 | 9.605 | - 395 |
| Bank of New York Mellon | 38 | 39,96 | 5,15 | 10.000 | 10.515 | 515 |
| Jazz Pharmaceutical | 141,65 | 169,84 | 19,90 | 10.000 | 11.990 | 1.990 |
| Alibaba | 68 | 109,82 | 61,5 | 10.000 | 10.615 | 615 |
| Intesa San Paolo | 2,228 | 2,254 | 1,16 | 10.000 | 10.116 | 116 |
| Banca Popolare Emilia | 6,51 | 5,09 | - 21,81 | 10.000 | 7.819 | - 2.181 |
| FCA (ex Fiat) | 7,705 | 9,765 | 26,73 | 10.000 | 12.673 | 2.673 |
| Finmeccanica | 7,246 | 7,26 | 0,20 | 10.000 | 10.020 | 20 |
| | | | | 120.000 | | 7.227 |

dati a giovedì 20 novembre 2014

Era suggerita una copertura al 100% costruita con posizioni sul FIB.
Per coprire un valore nominale di 124.979 euro al 100% (come è nell'esempio in tabella),
occorrevano 1,30 FIB.

Il raggiungimento della copertura indicata poteva essere ottenuto con
1 FIB contratto intero, 1 MINIFIB contratto intero (e siamo a 1,20 FIB),
più 0,10 FIB ottenuto con i CFD.

Alla data del 17 luglio il FIB ha chiuso a 20.650.

Alla data del 3 ottobre il FIB ha chiuso a 19.225.

Il portafoglio azionario ha generato nel periodo considerato un guadagno di 7.227 euro.

Il titolo ENI è stato tagliato dal portafoglio con una perdita di 1.570 euro.

Il titolo ENEL GREEN POWER è stato tagliato dal portafoglio con una perdita di 947 euro.

Totale perdite sui titoli tagliati: 2.517 euro.

Il guadagno ottenuto con la copertura è stato pari a 1.425 punti x 5 euro di valore per ogni
punto di FIB x 1,30 contratti di FIB = 9.262,50 euro.

**Il guadagno totale della strategia è stato nel periodo 17 luglio / 20 novembre 2014
pari a 13.972,50 euro** su 120.000 euro che oggi rappresentano l'investimento iniziale
(dai 140.000 precedenti, ma abbiamo eliminato due titoli, computando la relativa perdita),
con una **performance lorda dell' 11,64% in quattro mesi**. 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.

=====

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



Stefano Bagnoli

LA PSICOLOGIA DEL SISTEMA ECONOMICO-FINANZIARIO

La teoria del sistema economico e lo studio della distribuzione dei flussi di investimento

