

Punti di vista

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA
ANALISI, RICERCHE E TESTI A CURA DI STEFANO BAGNOLI
ANNO 2, NUMERO 7 DEL 3 NOVEMBRE 2015.

EDITORIALE



Giorgio de Chirico - Piazza d'Italia

Lo sai: debbo riperderti e non posso.
Come un tiro aggiustato mi sommuove
ogni opera, ogni grido e anche lo spiro
salino che straripa
dai moli e fa l'oscura primavera
di Sottoripa.

Paese di ferrame e alberature
a selva nella polvere del vespro.
Un ronzio lungo viene dall'aperto,
strazia com'unghia ai vetri. Cerco il segno
smarrito, il pegno solo ch'ebbi in grazia
da te. E l'inferno è certo.

Eugenio Montale, da "Le occasioni", Mottetti

IN QUESTO NUMERO:

Ipotesi principale di scenario: pag.2

Analisi economica: pag.5

La politica monetaria: pag.9

Questa volta gioco con il nero: pag.7

Il punto di vista delle banche centrali: pag.10

Un punto di vista sulla Cina: pag.12

Schema dei mercati: pag.15

Laboratorio economico: pag.16

Mercati: pag.17

Risultati operativi: pag.18



IPOTESI PRINCIPALE DI SCENARIO

Le due economie occidentali di riferimento (Usa ed Eurozona), e relative banche centrali, continuano ad evidenziare 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, 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.

In pratica i tassi della BCE sono e rimarranno a lungo vicino a zero, e anzi siamo in piena accelerazione della fase espansiva della politica monetaria con il recentissimo annuncio della BCE che potrebbe aumentare la misura e allungare i tempi del QE. I tassi della Fed sono ancora vicini a zero, ma qui la situazione è diversa, e da mesi si parla di un possibile ciclo di rialzi che potrebbe iniziare (dice ora il consenso) in dicembre.

Negli USA la crescita è forte e sostenibile, la disoccupazione in calo, l'inflazione è bassa (per la Fed anche troppo bassa), i tassi sono vicini a zero e potrebbero non salire né presto, né tanto. Si tratta delle condizioni ottimali per una prosecuzione della crescita sistemica e del rialzo sui mercati azionari, almeno fino a quando i tassi Fed resteranno vicino a zero.

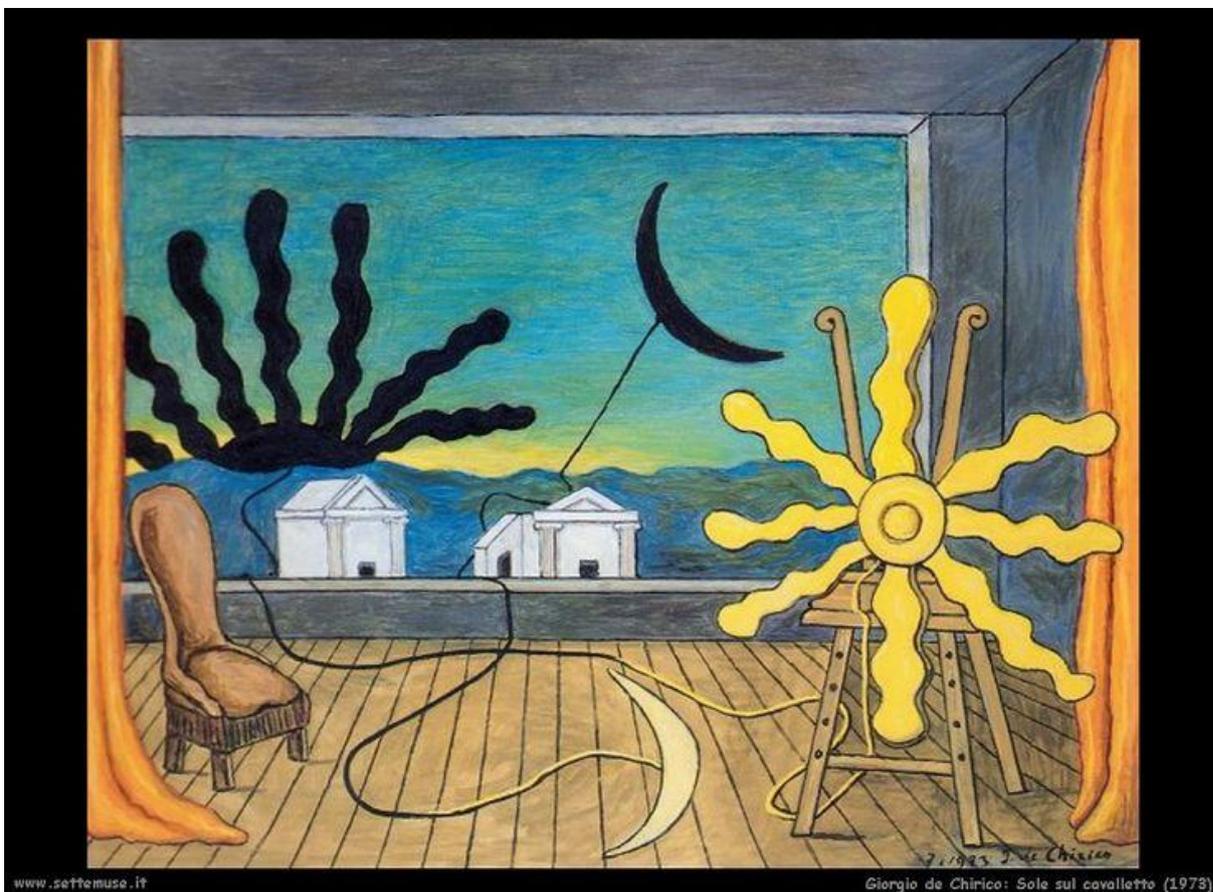
L'orientamento ultra-espansivo della BCE sostiene il quadro economico e i mercati azionari di Eurozona. Fino a quando anche la Fed manterrà i suoi tassi vicino a zero, in assenza di input extraeconomici, la situazione rimarrà sotto controllo, e anzi i mercati azionari europei continueranno il loro rialzo, seguendo quelli americani.

Un forte contributo alla permanenza del fair value dei titoli azionari su livelli alti per la corporate America e storicamente accettabili anche per le aziende di Eurozona, è stato e continua ad essere dunque quello dei tassi vicini a zero. Fino a quando questa situazione si manterrà invariata, ovvero fino a quando la politica monetaria della BCE resterà in fase di accelerazione dello stimolo monetario, e la Fed non alzerà i tassi almeno una volta, creando poi nel consenso degli analisti l'idea di un ciclo di rialzi, fino a quel momento, salvo effetti imprevedibili di input extraeconomici, i mercati azionari non scenderanno, e anzi rinnoveranno ulteriormente la loro tendenza rialzista. In tale contesto anche la Cina e gli altri emergenti continueranno a crescere.

In ogni modo la crescita degli utili è costante e i prezzi ancora non sopravvalutano le azioni. Permangono dunque le condizioni per una prosecuzione del rialzo dei listini azionari americani almeno fino al famigerato eventuale inizio dei rialzi dei tassi Fed.

Il disallineamento di cui sopra delle politiche monetarie, unito al differenziale di crescita strutturalmente a favore delle aziende USA, dovrebbe determinare con elevate probabilità un ulteriore rafforzamento del dollaro contro euro, fino a raggiungere quel target di parità 1:1 che da oltre un anno avevamo definito.

Il prezzo del petrolio continuerà nel breve a muoversi con elevata volatilità e orientamento prevalentemente ribassista, spinto da elementi che agiscono sul lato dell'offerta. L'accordo con l'Iran sul suo programma nucleare, infatti, ha riportato sul mercato il petrolio di questo paese, ma anche altri esportatori hanno aumentato l'output. Sul lato della domanda il rallentamento globale ha ridotto i consumi; inoltre gli Stati Uniti, grazie alle nuove tecniche di produzione di shale oil, hanno fortemente diminuito la loro dipendenza dalle importazioni, con un impatto ulteriormente ribassista sulla domanda globale.



Prima o poi in sede OPEC ci sarà un accordo per la riduzione delle quote di produzione. A quel punto i prezzi torneranno a salire. Come era previsto nel nostro scenario-base precedente, ciò potrebbe essere il primo input di una catena di cause-effetti che porterebbe l'inflazione a salire fino al target delle banche centrali e a superarlo, inducendo la Fed a iniziare o accelerare il suo ciclo di rialzi, con gli effetti negativi sui mercati azionari che ciò normalmente dovrebbe avere. Questi effetti negativi saranno comunque compensati da quelli rialzisti sviluppati da una probabile imminente espansione del QE della BCE, nella sua misura (oggi 60 miliardi al mese) e nella sua durata (inizialmente prevista fino a settembre 2016), così come anticipato nello speech di Mario Draghi del 22 ottobre.

La volatilità dei mercati azionari è in diminuzione.
Il rischio geopolitico è in aumento.



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. Tuttavia le stime di crescita, così come quelle di inflazione, per l'anno in corso e i due successivi sono leggermente calate nell'ultimo mese. La disoccupazione continua a calare ed è ormai ben oltre il target iniziale della Fed. Il permanere dell'inflazione su livelli inferiori al target della Fed, che la vorrebbe vicina ma inferiore al 2%, agisce ancora una volta sul timing di inizio dei rialzi dei tassi. La nostra view, già più volte cambiata in proposito, così come il consenso degli analisti, si focalizza ora sul mese di dicembre, ma non stupirebbe se ancora una volta arrivassimo a un nulla di fatto. L'inizio del ciclo di rialzi dei tassi della Fed impatterà negativamente sui mercati azionari americani e globali, e dunque questa perdurante debolezza del quadro inflattivo si trasforma in realtà sui mercati in una condizione favorevole alla prosecuzione del rialzo.

In Eurozona la situazione è diversa tra i vari paesi componenti: nell'insieme la ripresa rimane incerta ma in miglioramento. Anche qui, e a maggior ragione qui, le stime su crescita e inflazione per l'anno in corso e i due successivi sono leggermente calate nell'ultimo mese. Viceversa la disoccupazione continua a migliorare. Il QE della BCE continua a produrre 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 condizioni sempre più favorevoli per la ripresa economica da un lato, e per un flusso strutturale dei capitali verso il rischio, cosa che garantirà una prosecuzione del rialzo sui mercati azionari ancora per qualche tempo. 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. Qualche progresso si vede, ma non è sufficiente. 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.



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 **restrittivo**.

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

Tabella del consenso degli analisti sull'evoluzione futura dei tassi USA

Meeting	Prob Of Move	0-0.25	0.25-0.5	0.5-0.75	0.75-1	1-1.25	1.25-1.5	1.5-1.75
12/16/2015	50.0%	50.0%	50.0%	--	--	--	--	--
01/27/2016	57.0%	43.0%	50.0%	7.0%	--	--	--	--
03/16/2016	73.3%	26.7%	47.3%	23.3%	2.7%	--	--	--
04/27/2016	77.1%	22.9%	44.4%	26.7%	5.6%	0.4%	--	--
06/15/2016	84.9%	15.1%	37.1%	32.7%	12.7%	2.1%	0.1%	--
07/27/2016	87.9%	12.1%	32.7%	33.6%	16.7%	4.3%	0.5%	0.0%
09/21/2016	92.0%	8.0%	25.7%	33.3%	22.5%	8.5%	1.8%	0.2%
11/02/2016	93.8%	6.2%	21.7%	31.6%	24.9%	11.7%	3.3%	0.6%
12/14/2016	96.0%	4.0%	16.2%	28.1%	27.3%	16.4%	6.3%	1.5%
02/01/2017	97.1%	2.9%	12.8%	24.8%	27.5%	19.4%	9.1%	2.9%

I futures sui tassi segnalano in questo momento tassi impliciti allo 0,19% per fine dicembre 2015, 0,33% per fine marzo 2016 e 0,46% per fine giugno 2016.

QUESTA VOLTA GIOCO CON IL NERO

Premessa

Nel gioco degli scacchi giocare con il bianco è normalmente un vantaggio, perché attribuisce la prima mossa. In certi casi però giocare con il nero ha una sua utilità, poiché consente di vedere come sviluppa la partita l'avversario.

Nel febbraio 2015 abbiamo messo sotto osservazione la nostra forward guidance di medio termine, che era rialzista da sei anni, e in giugno l'abbiamo formalmente modificata in ribassista. La modifica della view era basata su quattro punti:

- 1) il rialzo dei mercati azionari degli ultimi anni non è stato generato da una forte crescita economica di sistema ma principalmente dagli effetti della politica monetaria espansiva;
- 2) l'evidenza dei dati macroeconomici, avallata dall'analisi periodica delle banche centrali, soprattutto nello scenario USA, ha evidenziato in questi ultimi anni un graduale ma costante miglioramento su almeno due dei tre fronti monitorati, disoccupazione e crescita; rimane ancora fuori target solo l'inflazione;
- 3) usciti dalla fase acuta della crisi del 2008, e raggiunti alcuni dei target stabiliti, in ottobre 2014 la Fed ha interrotto la sua terza fase di QE, e ha correttamente comunicato di voler gradualmente normalizzare la politica monetaria, con l'opzione implicita di un ciclo di rialzo dei tassi;
- 4) essendo i mercati azionari saliti (come detto) principalmente per effetto di quelle politiche monetarie ultraespansive, ciò produrrebbe un più che giustificato tempo di normalizzazione anche sui mercati azionari, che conoscerebbero una pausa di correzione.

Negli ultimi mesi la Fed ha testato i mercati provando a comunicare il concetto di una lenta e graduale normalizzazione delle politiche monetarie. La risposta dei mercati è stata la discesa secca di agosto e settembre. La Fed ne ha rapidamente preso atto, e allo stato attuale il suo scenario di intervento sembra essersi modificato, o quantomeno posticipato. Se così fosse anche l'ipotesi di ribasso dei mercati azionari verrebbe ridimensionata e posticipata nel tempo.

Regole di valutazione dei mercati

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

Il mercato azionario è un modello di sconto degli utili attesi nel futuro, scontati, cioè riportati ad oggi, ad un tasso corretto per il rischio. In concreto scontare un utile futuro, cioè riportarlo a oggi, significa dividerlo per il tasso scelto. La struttura di sintesi di ogni addendo della formula per la ricerca del fair value di un titolo azionario, e dunque dei mercati in aggregato, è quella nel riquadro a sinistra. Ogni rata di utile futuro è rappresentata da un addendo.

Il fattore "U" rappresenta le dinamiche di crescita, con riferimento agli utili attesi delle aziende, e in maniera figurata anche al PIL. Ora ci troviamo quasi nella fase sommitale del ciclo economico americano, vicino al massimo della crescita dopo uno sforzo prolungato di politica monetaria espansiva della Fed, ma anche nel pieno del massimo sforzo espansivo della BCE. In questa fase è normale che gli utili abbiano una dinamica positiva.

Il fattore "i" rappresenta la dinamica dei tassi: parliamo dei tassi usati per l'attualizzazione degli utili futuri, che derivano dai tassi delle curve; i tassi delle curve a loro volta sono fortemente influenzati dai tassi di riferimento delle banche centrali. In questa fase i tassi di riferimento delle banche centrali sono ai minimi storici (0,05% per la BCE, range 0-0,25% per la Fed); ovviamente anche le curve e i tassi di attualizzazione sono storicamente molto bassi.

Il fattore "R" rappresenta il rischio, ovvero la misura della probabilità che un evento (in questo caso economico: numeri aziendali e dati macro) sia diverso dalle attese. Oggi 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.

E' intuitivo, guardando la formula, che tassi bassi o calanti, o addirittura vicino a zero come adesso, anche solo per una semplice questione matematica, impattano positivamente sul fair value dei titoli azionari, poiché diminuiscono il denominatore nella frazione di cui sopra. Allo stesso modo tassi alti o crescenti aumentano "i" e impattano negativamente sul fair value dei titoli azionari, poiché aumentano il denominatore.

In sintesi i mercati azionari sono saliti in questi anni per un calo della variabile "i", e solo in parte per un aumento di "U", mentre "R" aumentava.

Conclusioni

La volontà della Fed di normalizzare la sua politica monetaria contiene implicitamente lo scenario di un ciclo di rialzo dei tassi. Il fattore "i" aumenterebbe, e dunque diminuirebbe il fair value di ogni singolo titolo azionario, e in aggregato di tutti i mercati azionari. Ecco i motivi della discesa di agosto e settembre. Ed ecco perché appena le banche centrali sono corse ai ripari, ridimensionando la sostanza di un orientamento di politica monetaria che sembrava avviato a diventare restrittivo sul lato Fed, e insufficiente sul lato BCE, il rialzo sui mercati è ripartito veemente.

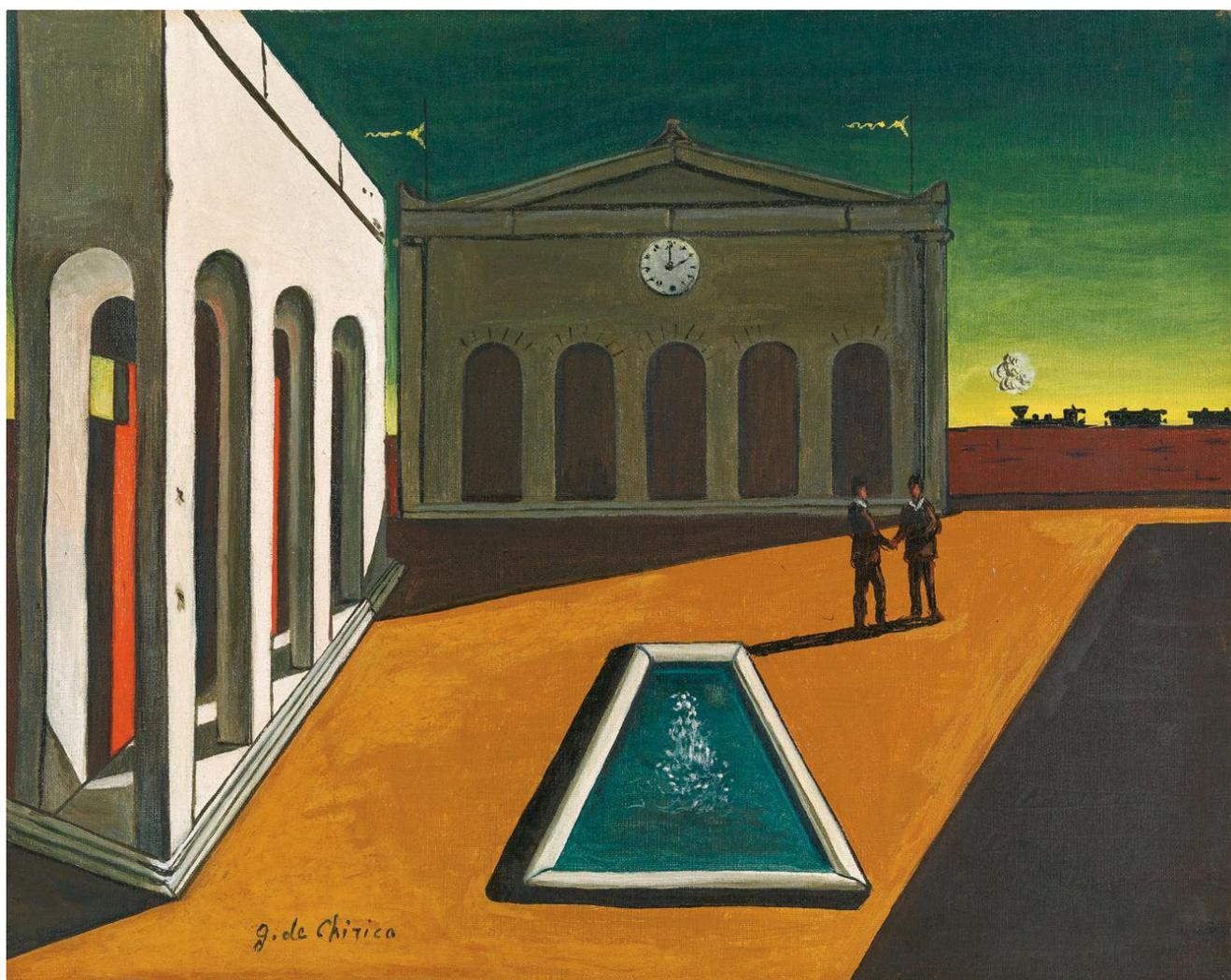


È sempre stata una variabile importante, ma ora più che mai per prevedere il movimento generale dei mercati azionari bisogna preventivamente capire le mosse delle banche centrali. La faccenda è molto semplice. Tassi bassi o calanti determinano mercati azionari su livelli alti o al rialzo.

Tassi alti o crescenti determinano mercati azionari su livelli bassi o al ribasso. E dunque se l'allentamento monetario spinge (come motivo principale) i mercati al rialzo, la fine dell'allentamento monetario elimina il motivo principale del rialzo, ed espone i mercati agli effetti di un ambiente ribassista.

Se e quando la Fed alzerà i tassi i mercati azionari tenderanno al ribasso. Questa è la regola generale. Tuttavia abbiamo visto che i tempi di questo rialzo potrebbero allungarsi, e in ogni modo in soccorso dei mercati potrebbe arrivare un'ulteriore fase di espansione del QE della BCE, che contribuirà a mantenere il valore di "i" sufficientemente basso da far continuare il rialzo sui mercati azionari.

A breve termine viene quindi meno il motivo principale di quello che doveva essere nella nostra view un ribasso di 1-2 anni dei mercati azionari, come avevamo scritto in giugno. Ma se cambiano idea persino le banche centrali, che con le loro scelte determinano il movimento di tutti i mercati, oltre che del quadro economico, posso cambiare idea anch'io. D'ora in poi quindi gioco col nero. Prima muove la Fed. Poi io analizzo lo scenario.

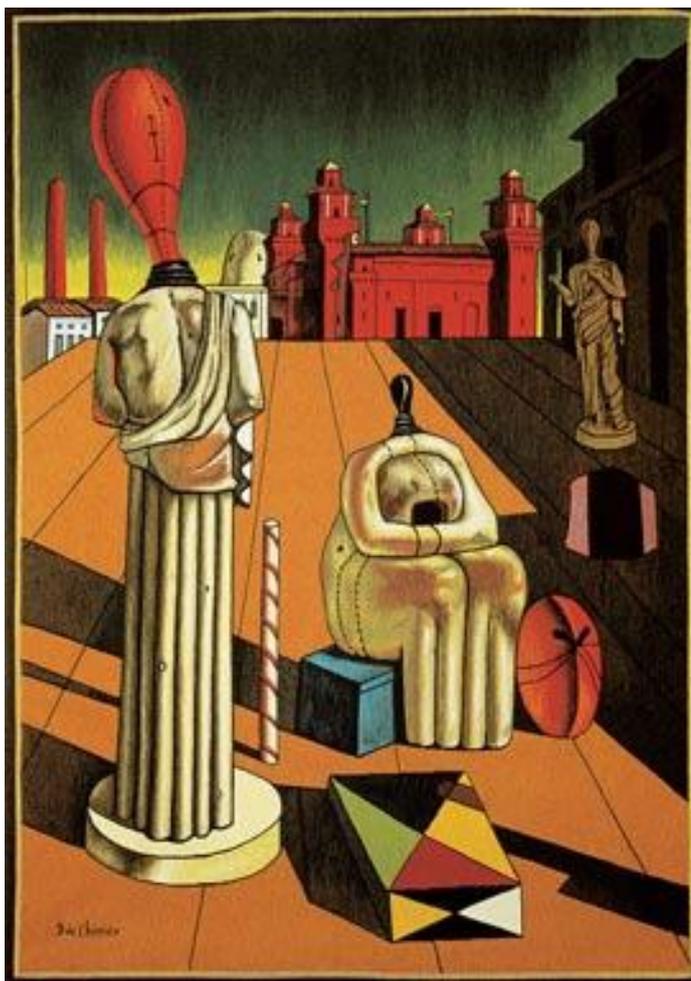


IL PUNTO DI VISTA DELLE BANCHE CENTRALI

In linea con le attese, e come era ovvio, nel meeting del 22 ottobre 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%.

Ma soprattutto la BCE ha comunicato di voler riesaminare (in direzione espansiva) il grado di accomodamento monetario adottato nel corso di quest'anno: potrebbe dunque aumentare la misura e allungare i tempi del QE oltre i 60 miliardi mensili programmati fino a settembre 2016, se non verranno raggiunti gli obiettivi fissati, in particolare di un'inflazione vicina ma inferiore al 2%. In pratica il QE, come peraltro fu annunciato fin dall'inizio, potrebbe teoricamente non avere più fine, continuando fino a quando il quadro economico non sarà tornato ad una condizione di forza. E fino ad allora, in assenza di nuovi input gravemente negativi su versanti non economici, i mercati azionari continueranno a non scendere, sviluppando anzi una tendenza artificialmente rialzista. Ecco la parte iniziale del discorso di Draghi che introduce la nuova view della BCE.

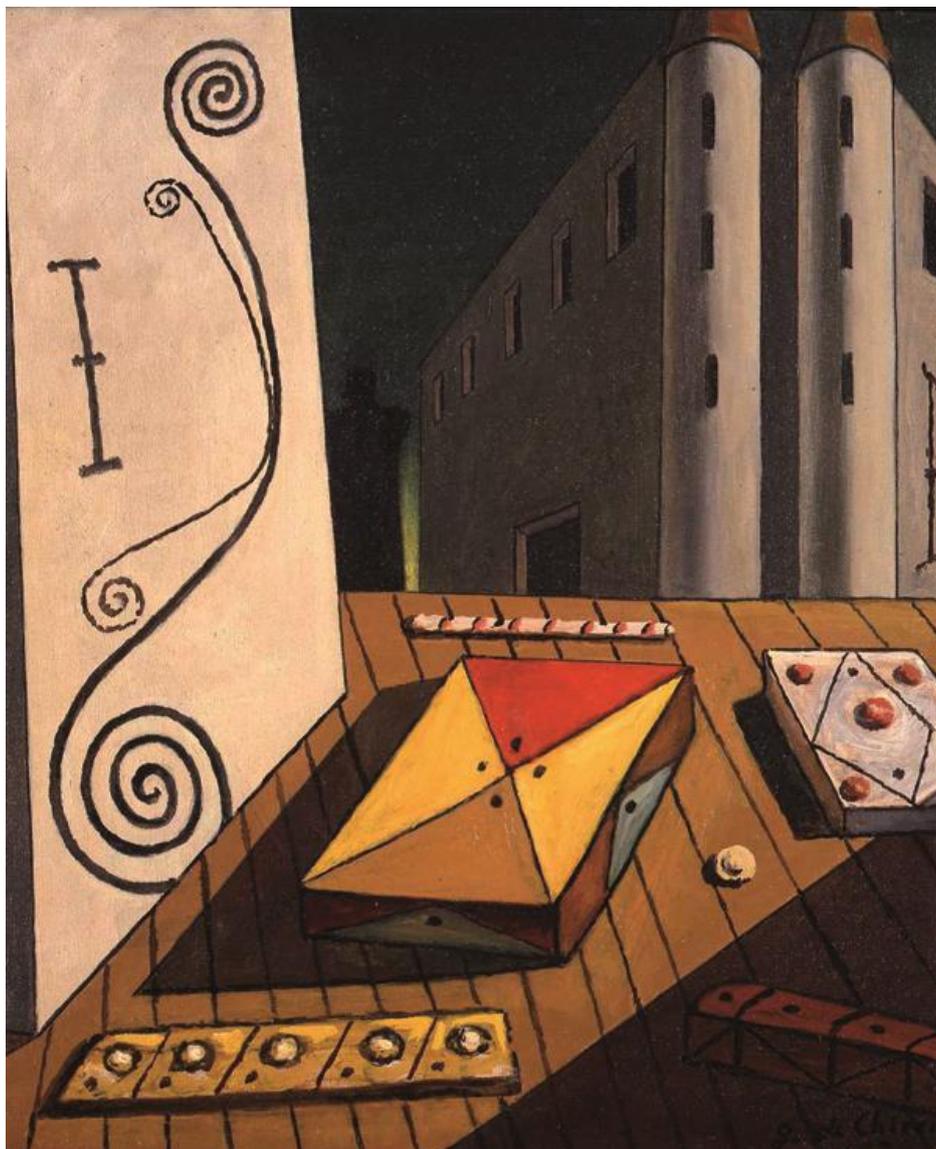
"Sulla base della consueta analisi economica e monetaria e in linea con le indicazioni prospettiche (forward guidance), il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Per quanto riguarda le misure non convenzionali di politica monetaria, gli acquisti di attività procedono in maniera regolare e continuano ad avere un impatto favorevole sul costo e sulla disponibilità del credito a famiglie e imprese. (..) Se da un lato la domanda interna dell'Eurozona mostra ancora una buona tenuta, dall'altro segnali di rischi al ribasso per le prospettive di crescita e di inflazione continuano a provenire dai timori sulle prospettive di crescita nei paesi emergenti e sulle possibili ripercussioni economiche degli andamenti nei mercati finanziari e delle materie prime. In particolare, richiedono un'analisi approfondita l'intensità e la persistenza dei fattori che attualmente rallentano il ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo. Occorrerà pertanto riesaminare il grado di accomodamento monetario nella riunione di politica monetaria di dicembre, quando saranno pronte le nuove proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo ha la volontà e la capacità di agire ricorrendo a tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del proprio mandato, se necessario, per mantenere il grado appropriato di accomodamento monetario. In particolare il Consiglio direttivo rammenta che il programma di acquisto di attività consente sufficiente flessibilità per adeguarne dimensioni, composizione e durata. Nel frattempo continueremo a effettuare per intero gli acquisti mensili di attività per 60 miliardi di euro. Secondo le intenzioni, tali acquisti saranno condotti sino alla fine di settembre 2016, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontreremo un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il nostro obiettivo di conseguire tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine".



Dall'altra parte dell'oceano la presidente Yellen ha sempre ripetuto che al raggiungimento degli obiettivi perseguiti, disoccupazione inferiore al 6,5% (target raggiunto da tempo), inflazione vicina ma inferiore al 2%, e crescita tendente al potenziale (ma qui non è mai stato dato un target), la Fed avrebbe proceduto ad un processo di normalizzazione della politica monetaria, iniziando un ciclo di rialzi dei tassi, dopo aver interrotto ad ottobre 2014 la terza fase del suo QE. In realtà, il timing di questa normalizzazione e di questo inizio di rialzi viene sempre posticipato: doveva essere prima in luglio, poi in settembre, adesso si parla di dicembre.

Anche nel meeting del 27-28 ottobre la Fed ha rinviato il primo, atteso, rialzo dei tassi. Il FOMC, il braccio operativo della Fed sui temi di politica monetaria, ha lasciato invariati i Fed Funds al minimo storico, vicino a zero, e più precisamente nel range 0-0,25%. La Fed però ha esplicitamente indicato la prossima riunione come quella in cui potrebbe iniziare il ciclo di rialzi: essa infatti ha tolto dal comunicato il riferimento all'impatto degli sviluppi economici internazionali sull'economia americana, un'omissione che secondo gli osservatori potrebbe preludere a un rialzo dei tassi a dicembre (il prossimo meeting è fissato per il 15-16 dicembre).

"Nel determinare se sarà appropriato alzare il target range alla prossima riunione il Comitato valuterà i progressi - sia effettivi che attesi - verso gli obiettivi di piena occupazione e di un'inflazione inferiore ma vicina al 2%". Il tono più assertivo del comunicato ha convinto i mercati che la prossima volta potrebbe cambiare qualcosa. Il dollaro si è immediatamente rafforzato sull'euro fino a quota 1,09, ai massimi da quasi tre mesi, mentre Wall Street nell'ora successiva ha azzerato i guadagni di giornata.



Probabilmente ciò che oggi la Fed intende per normalizzazione della politica monetaria sarà un ciclo di pochi rialzi, diluiti in almeno due anni, giusto per dare un senso ciclico anche alla politica monetaria. Sembra infatti ormai chiaro che la situazione economica complessiva è strutturalmente peggiorata rispetto ai decenni scorsi, ma questo intervento sistematico e coordinato fra le banche centrali, di politica monetaria espansiva convenzionale e non convenzionale, in particolare la politica dei quantitative easing, sebbene fortemente distorsiva del normale equilibrio ed efficienza dei mercati, è certamente in grado di evitare discese profonde e prolungate dei mercati azionari, che in questa fase, incontrando un sostrato articolato di criticità su vari fronti, potrebbero risultare pericolose.

UN PUNTO DI VISTA SULLA CINA

Premessa

Siamo in un'epoca mediatica. Da anni non è la realtà a muovere i mercati, ma la percezione della realtà, e dunque diventa sempre più basilare il ruolo dei media nella rappresentazione che ne danno. Che i mercati siano manipolati da quando esistono è cosa nota. Ogni fase è caratterizzata da un tema, e il tema si diversifica in notizie. Si forma un consenso di base sul tema, si formano le correlazioni e da qui in avanti le notizie diventano il driver dei mercati, nel senso che tutte le notizie concorrono a modificare il consenso in meglio (con un impatto rialzista sui mercati azionari) o in peggio (con un impatto ribassistista). Il caso più frequente è quello delle fasi, generalmente estive, per via dei pochi volumi, in cui il mercato subisce attacchi speculativi al ribasso. È stato così per la Grecia fino a qualche mese fa, ma ora con una situazione greca assolutamente identica a prima, e cioè molto grave, nessuno ne parla più. Perché da un certo punto in avanti, il tema era diventato la Cina, con il suo più o meno oggettivo rallentamento industriale, e una crescita economica che dal 10% sta scivolando al 7, e qualcuno azzarda anche meno. In realtà non c'è nessun rallentamento drammatico in Cina, ma l'argomento è semplicemente diventato il tema di questa fase. Il vero motivo per cui i mercati sono scesi va ricercato nell'azione della Fed (cfr. articoli sull'argomento). Per la cronaca, il PIL cinese del terzo trimestre, uscito tre settimane fa a +6,9%, è stato inferiore al precedente 7% ma superiore alle attese che lo davano al 6,8%.

In verità l'economia cinese desta meraviglia proprio per l'imponenza ma anche la stabilità nel tempo dei suoi numeri, che fanno di essa un perdurante miracolo. L'elevato tasso di crescita mantenuto stabilmente per tempi lunghi, in condizioni di bassa inflazione e con un tasso di disoccupazione che dal 2008 al 2017 è rimasto e rimarrà tra il 4,05% e il 4,30% rappresentano una realtà nemmeno pensabile in altre parti del mondo. Inoltre, nello specifico del rallentamento segnalato, l'analisi degli ultimi dati dimostra che i consumi interni sono aumentati, mentre si sono indebolite le esportazioni: se ne può dedurre che il rallentamento di cui sopra è dovuto principalmente al perseguimento di un nuovo modello economico, e semmai a condizioni negative esterne.



Il presente

Sulla realtà cinese c'è molta mitologia e molta disinformazione organizzata. Certamente da un lato si respira una diffusa ammirazione per un sistema economico efficiente, che cresce e si modifica rapidamente; dall'altro la Cina stessa ci mette del suo ad alimentare l'incertezza per dati economici diffusi con poca trasparenza, anzi con quella coltre di reticenza che contraddistingue sistemi politici non propriamente democratici. La Cina è in una fase di transizione del proprio modello economico, che finora aveva sempre messo in primo piano le esportazioni, trascurando un mercato interno con potenzialità immense ma ancora poco sfruttate. Ora i consumi interni pesano il 60% del Pil. Il rallentamento realmente verificato è perfettamente coerente con la transizione appena detta verso il nuovo modello economico che la Cina sta cercando di perseguire.

Ma cerchiamo di renderci conto di cosa significa crescere al 7%, cosa che in Italia forse non riusciamo nemmeno a immaginare. È una crescita davvero enorme.

Inoltre potremmo dire che lo stesso metodo di calcolo del PIL, la sua interpretazione e la sua comunicazione, possono risultare in certi casi inadeguati. Il Pil viene calcolato come misura del ritmo di variazione (sotto forma di tasso) della crescita, rispetto al trimestre precedente o allo stesso trimestre dell'anno precedente. E va bene. Ma bisogna poi incrociare questi dati con l'entità effettiva della ricchezza prodotta: se un paese ha un Pil di 5.000 miliardi e cala dello 0,5% non può essere considerato peggio di un paese con un Pil di 200 miliardi che cresce del 2%.

La Cina è un paese immenso, con un immenso potenziale economico non ancora sfruttato e nemmeno capito non solo dagli analisti occidentali ma anche dalle stesse autorità cinesi. Eppure si tratta di un sistema ancora arretrato dal punto di vista della comunicazione e delle politiche economiche del governo e monetarie di controllo e stabilizzazione dell'economia e del mercato da parte della banca centrale. Per obiettività bisogna anche ammettere che gli stessi criteri di calcolo delle autorità cinesi sono da considerare non del tutto affidabili, sia per motivi di propaganda, sia per l'oggettiva arretratezza della macchina economica cinese, sia per le difficoltà di calcolo di una grandezza economica prodotta in un'area più grande dell'Europa, ma dove l'80% del territorio ha collegamenti con l'esterno e con l'apparato statale non più efficienti di quelli dell'Italia degli anni '60.

In base a tutto ciò risulta ora normale come ci possono essere difficoltà oggettive nel fare valutazioni esatte sulla Cina e sulla crescita cinese. Su queste difficoltà si inserisce poi la ricerca continua del nostro sistema di mercato di nuovi temi su cui speculare. E davvero non c'era niente di meglio della Cina per farlo.



Il futuro

Nelle scorse settimane il Quinto Plenum del diciottesimo comitato centrale del Partito comunista ha varato il Tredicesimo piano quinquennale della Repubblica popolare cinese. La prima misura ufficializzata, decisa peraltro fin dal 2013, è stata la cancellazione della politica del figlio unico, che era stata adottata 36 anni fa per tenere sotto controllo la crescita demografica del paese. Ora evidentemente questo aspetto viene percepito più come una ricchezza che come un problema. Ora si potranno avere due figli.

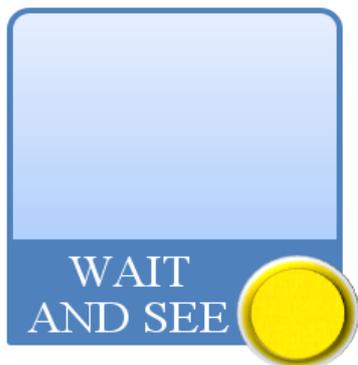
La Cina punta a raddoppiare i redditi delle famiglie, sia nelle città che nelle aree rurali, nei prossimi cinque anni. Il paese dovrà perseguire una maggiore specializzazione del settore industriale e rafforzare l'apporto dei consumi alla crescita economica. Inoltre, dovrà accelerare il processo di urbanizzazione, in un paese che ha già visto lo spostamento dalle campagne alle città di centinaia di milioni di persone.

Questo piano quinquennale nasce in un momento di rallentamento oggettivo (pur considerando quanto sopra) della corsa del PIL cinese. Pechino punta ad una crescita per il 2015 intorno al 7%. Per i prossimi cinque anni, tra il 2016 e il 2020, il PCC si pone come obiettivo una "crescita economica medio-alta". Il piano espone la forward guidance di una crescita media del 6,5% nei prossimi cinque anni. E considerando il consenso degli analisti occidentali oggi convergente su una crescita al 5%, ne deriva che il ribasso recente dei prezzi azionari sembra aver già scontato lo scenario di rallentamento più del dovuto, e tutto ciò apre certamente una finestra di buy opportunity sul mercato azionario cinese.



SCHEMA DEI MERCATI

In ottica di medio termine



Il **trend di medio termine** sui mercati azionari è nuovamente sotto osservazione.

In ottica di breve termine



Il **trend di breve** è ritornato rialzista. Il 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 in revisione.

Euro-dollaro

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

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)	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,5	2,6	2,5
INFLAZIONE (A/A)	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	0,20	1,9	2,2
DISOCCUPAZIONE (%)	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,8
FED FUND RATE	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,45	1,25	-

Eurozona

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

Italia

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL REALE (A/A)	1,70	-1	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4	0,8	1,2	1
INFLAZIONE (A/A)	2	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2	0,2	1	1,2
DISOCCUPAZIONE (%)	6,1	6,8	7,8	8,4	8,4	10,6	12,1	12,7	12,2	11,8	11,5
TASSO BCE	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05	-

MERCATI

Italia

Nel caso che sembra prevalere di mercati che continueranno il rialzo, il primo target è l'area 24.000, che rappresentano i massimi dell'anno in corso.

S&P500

Il principale indice americano può proseguire nella sua salita e incontrare in tempi brevi i precedenti massimi storici di febbraio. Il target naturale di questa ennesima accelerazione del rialzo è l'area 2.180-2.200.

Euro-dollaro

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 ha appena iniziato 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 2016.

Petrolio

Fermo restando che il prezzo del petrolio dipende solo dall'incrocio dinamico tra domanda e offerta, si può dire che il "fair value" del WTI crude oil, cioè il livello teorico futuribile di equilibrio tra domanda e offerta, può essere considerato compreso nella forchetta 50-70\$. La nostra ENI, così come altre società petrolifere, ha strutturato la stima dei suoi numeri futuri su una forward guidance che espone un prezzo del WTI crude oil a 60\$ per fine 2016. Anche noi continuiamo a considerare probabile un prezzo medio intorno ai 70\$ al barile nella finestra temporale 2016-2017.

Rischio

Rischio geopolitico in aumento. Numerose criticità e aree di rischio prospettano scenari inquietanti, dall'Ucraina alla Siria, oltre 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. Rischio attentati in aumento. Impatto ribassista sui mercati azionari.

RISULTATI OPERATIVI

Portafoglio

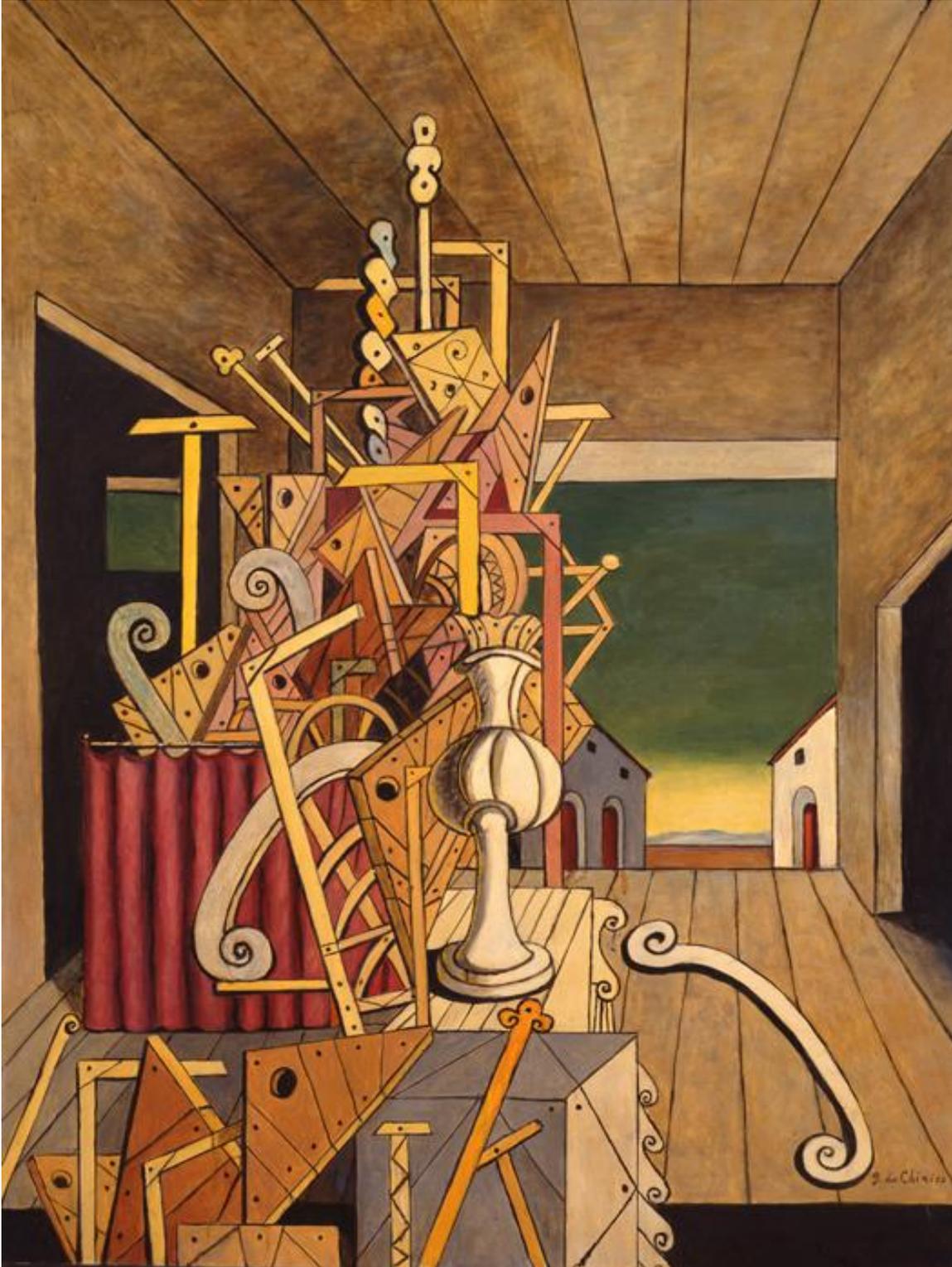
Il guadagno della strategia pubblicata nella Newsletter del 17 luglio 2014 e successivi aggiornamenti è stato nel periodo 17 luglio 2014 / 3 novembre 2015 pari a 63.550 euro sui 120.000 euro che oggi rappresentano l'investimento iniziale con una performance lorda del 52,95% in un anno tre mesi.

Report giornaliero

Il report giornaliero sta ottenendo da inizio anno una performance di 48.840 euro, pari al 325,6% in 10 mesi e 3 giorni. Oltre a queste sono state elaborate le indicazioni direzionali intraday, corrette nell'86% dei casi.

Sono numeri che forse qualcuno farà fatica a credere, ma che sono stati generati in modo molto trasparente con il portafoglio costruito nella Newsletter del 21 luglio 2014, che molte centinaia di utenti hanno ricevuto, e con il report inviato ogni giorno a clienti e allievi, e di cui sino a fine anno viene pubblicato un estratto sul sito Trend Online.





Il tema fotografico di questa Newsletter è il pittore Giorgio De Chirico. Le immagini sono riprodotte senza fini di lucro e per esclusivi motivi estetici di impreziosimento dell'opera. Vietata ogni riproduzione, anche parziale.



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

