

PUNTI DI VISTA

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA
A CURA DI STEFANO BAGNOLI
ANNO 1, NUMERO 6 DEL 6 OTTOBRE 2014.

Editoriale

Esiste la realtà ed esiste la percezione della realtà. Ciò che muove l'agire umano in ogni ambito, compresi l'economia e i mercati, è la seconda.



IPOTESI PRINCIPALE DI SCENARIO

U. Crescita

La crescita economica americana rimane solida, sostenuta da una politica monetaria ancora espansiva nonostante la prosecuzione del tapering: il PIL è in crescita, la disoccupazione in calo, tutti gli indicatori economici si confermano a vicenda nel generare ottimismo, la crescita degli utili è costante, e i prezzi non sopravvalutano le azioni. *La crescita attesa negli USA per il 2014 è stata rivista al rialzo al 2,10% dalla precedente stima del 2%.*

In Europa la situazione è diversa tra i vari paesi, ma nell'insieme la ripresa rimane incerta, sebbene sia visibile un cauto miglioramento. La disoccupazione rimane alta. C'è attesa per le misure di stimolo monetario annunciate in giugno dalla BCE. *La crescita attesa in Eurozona per il 2014 è stata rivista al ribasso a +0,80% dalla precedente stima dell'1%.*

i. Inflazione, tassi e 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 ne sta mettendo in campo proprio ora gli strumenti convenzionali e non convenzionali.

Le misure di stimolo messe in campo dalla Fed hanno guidato l'economia USA fuori dalla crisi, fino a raggiungere la condizione quasi ottimale di oggi, con crescita non lontana dal potenziale, disoccupazione in calo e inflazione vicina al target. *L'inflazione attesa nel 2014 è oggi del 2% in linea con la survey precedente. La politica monetaria della Fed rimane espansiva, sebbene con bias (orientamento) restrittivo.*

In Eurozona l'inflazione molto bassa, ampiamente sotto i limiti del 2% fissato dalla BCE, ha reso possibile ciò che era necessario, e cioè una vigorosa serie di misure di allentamento monetario e di incentivo al credito. In queste settimane alcune delle misure annunciate in giugno iniziano a concretizzarsi, altre si delineano con maggiori dettagli. Il 18 settembre è stata posta in essere la prima asta TLTRO, con un'adesione leggermente inferiore alle attese. *L'inflazione attesa nel 2014 è oggi dello 0,60%, in linea con la survey precedente. La politica monetaria della BCE rimane espansiva, con bias espansivo.*

R. Rischio

Già da qualche mese i modelli di valutazione del rischio - ricompresi all'interno dei modelli di valutazione del fair value dei titoli azionari, basati sulla consueta struttura $FV = U / (i+R)$ - hanno iniziato a prezzare il rischio geopolitico in modo diverso, più centrato sulle condizioni attuali dei fatti, e sul reale e concreto impatto delle condizioni attuali sui meccanismi di generazione degli utili aziendali, ovvero sugli utili attesi presi in aggregato, e non più sul rischio potenziale, come invece è sempre stato, e come sarebbe codificato dalle teorie classiche di valutazione fondamentale. Questo ha permesso ai mercati di salire anche in presenza, come è stato negli ultimi mesi, di forti tensioni geopolitiche.

Sui tanti fronti di guerra aperti prevale oggi una tendenza complessiva al miglioramento, e il quadro di ogni singolo scenario sembra definito in maniera più precisa. Proprio per il modo in cui i modelli prezzano il rischio, uno scenario geopolitico negativo ma chiaro a volte è meglio di uno scenario incerto e indefinito.

Le tensioni in Ucraina, dopo la firma di un protocollo di pace non ufficiale ad inizio settembre, sembrano temporaneamente allentate: ciò determina immediati benefici nei modelli di valutazione prospettica delle economie europee interessate direttamente dagli effetti delle sanzioni commerciali contro la Russia (come l'Italia). In Siria e Iraq il conflitto continua con la medesima ferocia, ma il suo impatto sul quadro economico e sui mercati, nella situazione attuale, rimane irrilevante. Anche la crisi israelo-palestinese sta conoscendo una fase di allentamento delle tensioni. L'insieme degli scenari di crisi, sebbene complesso, si presenta oggi delineato con più chiarezza, e dunque i modelli di valutazione del rischio hanno diminuito la quota di variabilità e imprevedibilità di tali scenari. Ne deriva che *oggi i mercati prezzano un rischio geopolitico molto basso, e il focus delle valutazioni si è riposizionato sulla crescita e sulla stima degli effetti della politica monetaria:* effetti positivi delle misure di politica monetaria espansiva messe in campo dalla BCE, ed effetti che potrebbero essere negativi entro i prossimi 12 mesi a seguito del ritiro dello stimolo monetario da parte della Fed, soprattutto con l'inizio del rialzo dei tassi, atteso per la seconda metà del 2015.

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.



IPOTESI SECONDARIA DI SCENARIO (BREVE TERMINE)

Note generali sulla congiuntura economica

Molti temi hanno interessato o interessano l'attualità economica: accanto ai progressi nell'unione bancaria europea e ai primi timidi passi verso le riforme nei paesi di Eurozona più penalizzati da strutture inefficienti (a partire dall'Italia) si pone un miglioramento complessivo del quadro geopolitico (cfr. Ipotesi principale di scenario, paragrafo sul Rischio). Sui mercati il collocamento di Alibaba ha creato grande attesa, sostenendo i prezzi del settore tecnologico per alcune settimane, e di fatto traghettando l'indice S&P a oltrepassare per la prima volta la soglia psicologica dei 2.000 punti. Viceversa l'attesa del referendum sull'indipendenza scozzese, ha minacciato sino all'ultimo istante di avere un esito clamoroso (il fronte del sì è stato negli exit pool dell'ultima settimana sempre vicino al 50%), creando una forte tensione nei modelli, con una variabile R specifico fuori controllo. Il pericolo è poi rientrato.

Note specifiche sulla congiuntura economica e di mercato

Nel breve termine il mercato non ha un driver dominante. Ferma restando la tendenza rialzista principale di medio-lungo termine per i mercati azionari, esiste una serie di motivi potenzialmente in grado di innescare, nelle prossime settimane o mesi, fasi correttive di breve durata. Dati macro molto più positivi del consenso, o dichiarazioni istituzionali che possano far pensare ad un inizio più ravvicinato del ciclo di rialzo dei tassi della Fed, o ad un'imprevista pausa nell'orientamento espansivo della BCE, avrebbero un impatto negativo sui mercati. Stesso risultato, ma per via specularmente opposta, potrebbe arrivare da qualche sorpresa negativa sul fronte economico (dati macro e/o trimestrali delle aziende leader): aggregati di consenso ancora un po' troppo generosi potrebbero incontrare dati riportati meno brillanti, con relativi temporanei effetti negativi sui mercati. Le due cose non sono in contraddizione, aldilà dell'apparenza, per il semplice fatto che oggi il modo in cui i mercati leggono i dati economici dipende da numerose circostanze: si tratta sempre più di un sistema complesso, dove una pluralità di concause determina una pluralità di effetti. Un dato positivo può far pensare ad un miglioramento dello scenario economico-finanziario, determinando flussi di acquisto e dunque una salita dei prezzi; ma può anche significare uno scenario con minore bisogno degli stimoli della politica monetaria, e dunque un aumento della probabilità di una tendenza restrittiva della politica monetaria, o una diminuzione della probabilità di una tendenza espansiva, con prospettive deteriori di ciclo economico, diminuzione del fair value dei titoli azionari e discesa dei prezzi. Tutto ciò dipende da quale è il focus del mercato in una certa fase. Ecco perché a volte i mercati azionari fanno movimenti logici, con un allineamento razionale delle cause e degli effetti, mentre altre volte danno la sensazione di muoversi senza logica (salgono con dati negativi, o scendono con dati positivi), o senza un motivo apparente. Diminuisce in questa fase la probabilità di ribassi scatenati da improvvise escalation in uno dei vari punti critici del rischio geopolitico.

Dati macro positivi o dichiarazioni istituzionali con impatto sulle view di consenso sugli orientamenti della politica monetaria, o viceversa sorprese negative sui dati e ridimensionamenti negli scenari di consenso sulla crescita, soprattutto in Eurozona, potrebbero dunque essere i temi del prossimo futuro. I listini azionari americani hanno iniziato in effetti una tiepida correzione dopo aver superato e poi perso il livello importante dei 2000 punti di S&P500, con estensione del ribasso fino a 1920 punti completato nella giornata di giovedì 2 ottobre. Nulla però fa immaginare un'inversione seria del trend rialzista, e queste discese, in ottica di lungo termine, sono solo correzioni e dunque occasioni per incrementare l'esposizione azionaria. Ad oggi, infatti, esaurita la fase impulsiva della correzione, nel breve termine lo scenario più probabile è di una ripresa del trend rialzista.

Da annotare che se il Dax, così come l'S&P500 americano, ha corretto dai massimi storici, l'indice italiano, confrontando i valori di oggi con i minimi del 2012, non ha recuperato nemmeno un quarto di ciò che aveva perso dai massimi del 2000 fino a quei minimi. Dax e Fib hanno un beta più alto degli indici americani rispetto alle dinamiche sistemiche, ma l'indice italiano ha un'impostazione rialzista di lungo termine meno accentuata: ne deriva che in questa fase esso amplifica i movimenti di discesa, ma non altrettanto quelli di salita.

In sintesi è consigliata per le prossime settimane la ricerca di trend veloci, più probabilmente rialzisti, per chi privilegia un approccio direzionale strutturato per il breve termine. A chi invece usa un approccio Absolute Return, si consiglia di continuare l'accumulo di titoli non sopravvalutati, diminuendo la copertura.



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.

Euro-dollaro

Continua il rafforzamento del dollaro contro euro, che ha raggiunto il primo target da noi previsto già vari mesi fa, ovvero l'area 1,28-1,32. Non si è però formato il trading range da noi previsto nella griglia indicata: viceversa la discesa ha sfondato ogni livello di possibile supporto, ed è proseguita senza pause. 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, le robuste misure di politica monetaria espansiva della BCE indeboliscono l'euro, senza contare il netto differenziale di crescita tra le due economie, a favore di quella americana). 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. A questo punto un possibile target di arrivo del cross è 1,20, ma valuteremo strada facendo gli sviluppi del movimento.

Dopo la forte discesa nel brevissimo termine sono possibili dei rimbalzi che si inseriscono però nella tendenza di medio-lungo termine già delineata.

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
PIL REALE (A/A)	1,80	-0,30	-2,80	2,50	1,60	2,30	2,20	2,10	3,00	2,90
INFLAZIONE (A/A)	2,87	3,85	-0,35	1,63	3,17	2,08	1,48	1,90	2,10	2,20
DISOCCUPAZIONE (%)	4,62	5,80	9,28	9,63	8,93	8,08	7,35	6,20	5,70	5,40
FED FUND RATE	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,32	1,13	-

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	1,30	1,70
INFLAZIONE (A/A)	2,13	3,28	0,30	1,61	2,70	2,50	1,34	0,60	1,10	1,50
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	0,09	0,10	-

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	0,20	0,80	1,05
INFLAZIONE (A/A)	2,04	3,49	0,77	1,64	2,91	3,31	1,31	0,40	0,80	1,35
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,78	7,82	8,42	8,41	10,68	12,21	12,55	12,30	12,50
TASSO BANCA CENTRALE EUROPEA	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	0,09	0,10	-

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	2,49	2,95	3,11
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,36	8,18	8,24	7,88	7,82	7,88	7,47	7,23	7,21

IL PUNTO DI VISTA DELLA FED

Commento alla congiuntura e allo speech di Janet Yellen a margine del meeting Fed del 17 settembre 2014

In linea con le attese, anche nella riunione del 17 settembre la Fed continua il suo disimpegno progressivo dall'orientamento espansivo della sua politica monetaria. Come annunciato nel meeting di luglio continua il tapering, cioè la rimozione dell'acquisto di asset, e dai 25 miliardi di dollari mensili precedenti si è passati agli attuali 15, già con l'indicazione precisa che la misura sarà eliminata totalmente nel prossimo meeting di ottobre.

La rimozione di questa terza fase di QE si inserisce però in un orientamento ancora espansivo sul lato dei tassi, che resteranno vicini allo zero per un "periodo rilevante". La prosecuzione dello stimolo monetario sul lato dei tassi rimane ancora subordinata all'osservazione dei dati su crescita, inflazione e mercato del lavoro. Nelle analisi della Fed la crescita "avanza a passo moderato" e l'inflazione rimane leggermente "al di sotto del target", ma si può dire che entrambi continuano a rispondere positivamente agli input della Banca Centrale. Quanto al mercato del lavoro, pur avendo raggiunto il target di disoccupazione che la Fed si era prefissa all'inizio della sua manovra di stimolo monetario (6%), esso continua a presentare un significativo sottoutilizzo delle risorse, soprattutto rispetto ai livelli pre-crisi, e miglioramenti mensili non costanti. Ne deriva che la Fed continuerà a monitorare questi dati macroeconomici, e al momento esistono solo ipotesi sui tempi di inizio del prossimo ciclo di rialzi dei tassi, che dovrebbe comunque avvenire nella seconda metà del 2015, con qualche voce fuori dal coro che parla di secondo quarter 2015 e altre che si spingono invece fino al 2016. La Fed sceglie dunque un percorso cauto per il ritiro degli stimoli monetari, nel processo verso la normalizzazione del sistema e della politica monetaria, mirando a rassicurare sia gli operatori economici, sia i mercati. Nella progressiva formulazione della *exit strategy* dalle politiche monetarie espansive la presidente Yellen ha precisato che per muovere i tassi interbancari interverrà sui tassi di interesse sulle riserve in eccesso depositate dalle banche presso la Fed; ha aggiunto anche che appena sarà iniziato il ciclo dei rialzi dei tassi la Fed interromperà il meccanismo di reinvestimento di titoli in scadenza accumulati nel suo bilancio nel corso dei diversi QE. Un altro passaggio interessante è stato quello sulla crisi europea: la presidente Yellen ha infatti manifestato preoccupazione per la situazione in Eurozona e ha affermato che "una ripresa della crescita e un aumento dell'inflazione (in Eurozona) saranno un bene per gli Stati Uniti e per il resto del mondo".

La Federal Reserve terminerà dunque il suo programma di acquisti di asset in ottobre. Rimane una finestra di incertezza solo sui tempi di inizio del rialzo dei tassi. Ma relativamente ai tassi la presidente Yellen ha ripetutamente dichiarato in modo esplicito di subordinare le scelte future di politica monetaria principalmente all'analisi del mercato del lavoro: i tassi ricominceranno a salire solo quando questo avrà dato ulteriori segni di miglioramento, e comunque il consenso, come detto, è orientato a ipotizzare l'inizio dei rialzi nella seconda metà del 2015. A quel punto, sia l'economia, sia e soprattutto i mercati, risentiranno negativamente del venir meno del driver principale della crescita (economica e dei mercati) degli ultimi anni. Ma proprio quando la Fed si troverà in una condizione di politica monetaria restrittiva, ci sarà ancora una rete di protezione per i mercati azionari da parte di una politica monetaria accomodante: quella della BCE.

Economia e mercati globali continuano dunque a essere sostenuti da uno stimolo monetario che non sembra più di ordine ciclico, ma si è trasformato di fatto in strutturale.



IL PUNTO DI VISTA DELLA BCE

Nota flash sul meeting del 4 settembre

Nel meeting del 4 settembre la BCE ha deciso di abbassare il tasso di riferimento principale REFI dallo 0,15% allo 0,05% e il tasso di rifinanziamento marginale MRI dallo 0,40% allo 0,30%; inoltre è stato modificato il tasso di deposito overnight da -0,10% a -0,20%. Come già annunciato in giugno, la BCE entrerà come acquirente strutturale nel mercato delle ABS. L'operazione inizierà in ottobre, e il prossimo meeting fornirà ulteriori dettagli.

Sintesi commentata del discorso di Mario Draghi del 2 ottobre 2014

Nel meeting del 2 ottobre la BCE ha lasciato invariati i tassi dopo averli abbassati nel penultimo 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%. Come già annunciato in giugno, la BCE entrerà come acquirente strutturale nel mercato delle ABS e comprerà anche obbligazioni garantite (covered bond). L'operazione inizierà a metà ottobre per i covered bond ed entro il quarto trimestre per le ABS, per un importo massimo fino a 1.000 miliardi nell'arco di due anni. Verrà posta in essere anche una serie di operazioni mirate al rifinanziamento a più lungo termine, che saranno condotte fino a giugno 2016. Le misure annunciate il 4 settembre e perfezionate il 2 ottobre vanno intese come la prosecuzione naturale del discorso iniziato a giugno. Sono state elaborate considerando paesi di Eurozona che si trovano in differenti fasi di ciclo, nella considerazione che i risultati fino ad ora ottenuti non sono stati soddisfacenti. Queste misure sono state strutturate con l'obiettivo di raggiungere un livello di inflazione vicina ma inferiore al 2%. Se il periodo di bassa inflazione durerà più del previsto la BCE prolungherà le azioni già annunciate.

Intanto, il 18 settembre è stata posta in essere la prima asta TLTRO. Hanno aderito 255 banche europee, per un ammontare complessivo di 82,6 miliardi di euro: un risultato sotto le attese, orientate su una cifra superiore ai 100 miliardi, rispetto ai teorici 200 messi a disposizione dalla BCE per questa prima tranche. I fondi in oggetto sono stati concessi, sotto forma di prestito al tasso dello 0,15%, con scadenza a 4 anni, in proporzione agli impieghi che le banche avevano in bilancio alla data del 30 aprile. La prossima asta è in agenda per il 9 dicembre.

Dal discorso introduttivo del presidente

"Queste nuove misure sosterranno specifici segmenti di mercato che svolgono un ruolo fondamentale nel finanziamento dell'economia. Inoltre gli interventi decisi miglioreranno ulteriormente il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, favoriranno l'offerta di credito all'economia reale e avranno ricadute positive su altri mercati. Tenuto conto delle prospettive dell'inflazione complessivamente contenute, del recente indebolimento del ritmo di crescita nell'area dell'euro e del perdurare di una dinamica del credito non soddisfacente, gli acquisti di attività dovrebbero allentare in modo più ampio l'orientamento di politica monetaria. Inoltre dovrebbero rafforzare le indicazioni prospettiche sui tassi di riferimento della BCE; rimarchiamo il fatto che vi sono differenze significative e crescenti tra le principali economie avanzate in termini di ciclo di politica monetaria. Insieme all'accomodamento monetario già presente l'attuazione determinata delle nuove misure sosterrà il solido ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine in linea con il nostro obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2%. Man mano che tutte le misure si trasmetteranno all'economia contribuiranno a riportare il tasso di inflazione più vicino al nostro obiettivo. Qualora si rendesse ancora necessario far fronte ai rischi connessi con un periodo di bassa inflazione eccessivamente prolungato, il Consiglio direttivo è unanime nel suo impegno a ricorrere a ulteriori strumenti non convenzionali nell'ambito del proprio mandato.

Analisi economica

Dopo quattro trimestri di moderata espansione il PIL in termini reali dell'area euro è rimasto invariato tra il primo e il secondo trimestre di quest'anno. I dati delle indagini congiunturali disponibili fino a settembre confermano l'indebolimento della dinamica di crescita nell'area dell'euro pur rimanendo coerenti con una modesta espansione economica nella seconda metà dell'anno. Guardando al 2015 continuano a sussistere le prospettive per una moderata ripresa nell'area euro, occorre tuttavia seguire con attenzione i fattori e le ipotesi principali che delineano questa valutazione: la domanda interna dovrebbe essere sostenuta dalle nostre misure di politica monetaria, dai miglioramenti in atto delle condizioni finanziarie, dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali, nonché dal calo dei prezzi dell'energia, che sostiene il reddito disponibile reale. La domanda di esportazioni dovrebbe inoltre beneficiare della ripresa globale. Al tempo stesso è probabile che la disoccupazione elevata, la cospicua capacità produttiva inutilizzata, il perdurare di un tasso di variazione negativo dei prestiti bancari al settore privato e gli aggiustamenti di bilancio necessari nel settore pubblico e privato continuino a frenare la ripresa. I rischi delle prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati al ribasso. In particolare, il recente indebolimento della dinamica di crescita dell'area dell'euro, unitamente all'aumentare dei rischi geopolitici, potrebbero ripercuotersi sul clima di fiducia e dunque sugli investimenti privati. Inoltre progressi insufficienti sul fronte delle riforme strutturali nei paesi dell'area rappresentano un rischio cruciale al ribasso per le prospettive economiche.

Secondo la stima flash dell'Eurostat l'inflazione sui dodici mesi si è collocata in settembre allo 0,3% dopo lo 0,4% di agosto. Rispetto al mese precedente questo andamento riflette un calo più marcato dei prezzi dell'energia e rincari lievemente inferiori per la maggior parte delle altre componenti del paniere. In base alle informazioni attualmente disponibili l'inflazione armonizzata dovrebbe rimanere su livelli modesti nei prossimi mesi per poi aumentare gradualmente nel corso del 2015 e del 2016. Il consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo. In particolare guarderemo ai possibili effetti derivanti

dall'indebolimento della crescita, dagli sviluppi geopolitici, dall'evoluzione del cambio e dalla trasmissione delle nostre misure di politica monetaria.

Analisi monetaria

I dati di agosto seguitano a indicare una contenuta espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio (M3), che ha registrato un moderato incremento sui 12 mesi pari al 2% in agosto, dopo l'1,8% di luglio. La dinamica dell'M3 continua a essere sostenuta dalle sue componenti più liquide con una crescita sui 12 mesi dell'aggregato monetario M1 pari al 5,8% in agosto. Il tasso di variazione sui 12 mesi dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto negativo in agosto a -2%, dopo il -2,2% del mese precedente. La dinamica dei prestiti alle società non finanziarie continua a riflettere, con il consueto scarto temporale, la relazione con il ciclo economico. Il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti alle famiglie è stato dello 0,5% in agosto. In tale contesto di debole espansione dei prestiti la BCE è prossima a concludere la valutazione approfondita dei bilanci bancari, che rivestono un ruolo fondamentale per superare le restrizioni nell'offerta di credito.

Conclusioni

In sintesi, la verifica incrociata degli esiti dell'analisi economica con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria corrobora le recenti decisioni del Consiglio direttivo di realizzare un ulteriore accomodamento della politica monetaria e di sostenere e favorire il credito all'economia reale. La politica monetaria è incentrata sul mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine e il suo orientamento accomodante concorre a sostenere l'attività economica. Tuttavia, per rafforzare l'attività di investimento, la creazione di posti di lavoro e la crescita potenziale è necessario che anche gli altri settori di politica economica forniscano un contributo decisivo. In particolare alcuni paesi devono chiaramente imprimere slancio al processo legislativo e attuativo delle riforme strutturali per ciò che riguarda i mercati dei beni e dei servizi, del lavoro, nonché gli interventi volti a migliorare il contesto in cui operano le imprese. Quanto alle politiche di bilancio i paesi dell'area non dovrebbero vanificare i progressi già conseguiti, ma procedere in linea con le regole del Patto di stabilità e di crescita. (...) La flessibilità consentita nell'ambito delle regole dovrebbe permettere ai governi di far fronte agli oneri di bilancio connessi a grandi riforme strutturali, di sostenere la domanda e di realizzare una composizione delle politiche di bilancio più favorevole alla crescita. La piena e coerente osservanza di queste indicazioni è necessaria per ridurre gli elevati rapporti debito/Pil, aumentare la crescita potenziale e rafforzare la capacità di tenuta dell'area agli shock" (sintesi dello speech di Mario Draghi a margine del meeting BCE del 2 ottobre 2014).

Commento di sintesi

Il pacchetto di misure comunicate dalla BCE in giugno, e che iniziano oggi ad assumere una forma più definita è davvero imponente. La BCE si è trovata a fronteggiare negli ultimi anni problemi ben più gravi di quelli della Fed, dal rischio fallimento di vari stati membri dell'Eurozona, alla messa in discussione della stessa moneta unica, dalla lentezza delle riforme del mercato del lavoro alla mancanza di compattezza nelle politiche economiche dei singoli paesi componenti. Ora la sfida è contro la bassa inflazione e il rischio di deflazione, sintomo e riflesso di una stagnazione profonda, che minaccia di durare ancora a lungo.

Per inciso, al di là delle considerazioni economiche, vista la difficoltà o l'impossibilità politica per alcuni stati dell'Eurozona di ridurre il debito, di razionalizzarlo, o anche solo di non aumentarlo a dismisura, un'inflazione più alta è oggi da considerare come uno strumento estremo, cercato dalla BCE, per una svalutazione di fatto del debito stesso, e per un contenimento di fatto della spesa per interessi.

I mercati subito dopo lo speech di Draghi hanno reagito molto male, con il FIB italiano che ha chiuso con un sonoro -4,28%. Ma la reazione immediata dei mercati non è un elemento di valutazione definitivo. Vedremo cosa succederà in futuro. Solo i prossimi mesi ci diranno se le misure assunte questa estate dalla BCE saranno state sufficienti.



IL CASO: ALIBABA

Con un collocamento che per numeri e sensazioni ha riportato indietro nel tempo ai fasti della New Economy, quando un sedicente nuovo modello di sviluppo prometteva di cambiare il mondo nel verbo di internet, rivelandosi poi solo il delirio di un biennio di svolta, Alibaba si presenta sulla scena finanziaria tutt'altro che in punta di piedi. Quotandosi a Wall Street la società cinese ha raccolto 21,77 miliardi di dollari con l'initial public offering, ma l'esercizio delle opzioni da parte delle banche ha portato i capitali raccolti a 25 miliardi, trasformando l'operazione nella più grande ipo della storia.

Il 19 settembre, primo giorno di quotazione, i titoli Alibaba hanno aperto a 92,20 dollari, ben al di sopra dei 68 dollari del collocamento. Il 26 settembre il prezzo di chiusura è stato di 90,46 dollari, determinando per Alibaba una capitalizzazione di 223 miliardi di dollari, superiore a quella di Amazon e eBay messe insieme.

L'azienda ha sede a Hangzhou ed è stata fondata alla fine del 1998 da Jack Ma, un ex insegnante di inglese. All'inizio era un sito di e-commerce per le piccole imprese locali. Jack Ma ha oggi un patrimonio personale di 12,5 miliardi di dollari e possiede l'8,9% del gruppo.

Alibaba ha 500 milioni di clienti, contro i 128 di eBay. Nel 2013 il valore delle merci vendute sui siti di Alibaba ha raggiunto i 248 miliardi di dollari, scrive Bloomberg Businessweek, circa il doppio di Amazon e il triplo di eBay.

I tre siti principali che fanno riferimento al gruppo sono Taobao, Tmall e Alibaba. Taobao, simile ad Amazon, è il principale negozio online del gruppo. Ospita sette milioni di commercianti che vendono di tutto. È gratuito per gli utenti, ma i commercianti possono comprare degli spazi pubblicitari per avere più visibilità sul sito.

La nuova frontiera per Alibaba sono i servizi finanziari. Alibaba controlla la società di servizi finanziari Alipay. L'applicazione Alipay, nata come un servizio per i pagamenti online simile allo statunitense Paypal, oggi permette di comprare di tutto, e persino di pagare le tasse. Oggi internet significa soprattutto mobile e la crescita del mobile di Alibaba è spettacolare. Tuttavia, il commercio elettronico mobile attrae un livello inferiore di commissioni. Nella relazione trimestrale di giugno 2014, se le commissioni complessive ammontano al 2,18% del totale lordo venduto, le spese di telefonia mobile ammontano a solo lo 0,98% del totale lordo venduto su mobile.

I numeri di Alibaba, e il suo ritmo di crescita, sono comunque impressionanti. Si annota che l'esercizio fiscale di Alibaba chiude il 31 marzo.



	2009-10	2010-11	2011-12	2012-13	2013-14	2014-15	2015-16	2016-17
Ricavi*	6.670	11.903	20.025	34.517	52.504	73.131	98.809	127.924
Utile*	-503	1.608	4.665	8.649	23.403	35.091	46.917	63.001
EPS	-0,34	0,48	1,67	3,57	10,00	14,045	-----	-----

*dati in milioni di dollari

Giudizi

La quotazione di Alibaba è un fatto simbolico di grandissima rilevanza; se ce ne fosse stato bisogno, la Cina ha nuovamente dimostrato la sua potenza e potenzialità finanziaria, mettendo a segno la più grande ipo della storia. "Credo che gli investitori non debbano eccedere nell'entusiasmo, anche se ritengo che se verrà adottato da Jack Ma il giusto piano, senza cadere nella tentazione della globalizzazione ma focalizzandosi sulla Cina, credo che sia un investimento interessante nonostante i prezzi a cui sta partendo l'Ipo". Lo ha affermato Giuliano Noci, dell'Università Bocconi di Milano, ai microfoni di Class-CNBC. Secondo Noci "le nostre aziende sono molto indietro, la Cina è un mercato straordinario dal punto di vista dell'e-commerce, i consumatori cinesi sono nati con le tecnologie digitali e quindi non hanno problemi rispetto al commercio elettronico, e Jack Ma ha capito le specificità di quel mercato perché Alibaba è un fenomeno di commercio elettronico specificamente votato al contesto cinese. Le nostre imprese devono imparare a capire che un po' meno punti di vendita fisici e un po' più di commercio elettronico è uno degli elementi attraverso i quali in Cina si possono ottenere risultati importanti. Certo non basta aprire un sito elettronico, ma bisogna sviluppare un'attività di marketing digitale strutturale partendo da una consapevolezza di fondo: la Cina è un'opportunità, ma va molto ben contestualizzata rispetto a quelle che sono le caratteristiche specifiche del processo d'acquisto dei consumatori cinesi".

Non tutti gli analisti però sembrano convinti dal successo di Alibaba. Alcuni hanno già parlato di una possibile nuova bolla finanziaria. Eamonn Fingleton ha scritto su Forbes: "Nella mia vita ho visto diversi titoli *tippy* (titoli che hanno raggiunto prezzi molto alti e ingiustificati, che rischiano in ogni momento di scendere vertiginosamente), ma raramente ne ho visto

uno sopravvalutato come Alibaba. Anche se probabilmente nei prossimi giorni il titolo scalerà vette ancora più alte, grazie alla speculazione finanziaria e all'abilità del presidente dell'azienda cinese, Jack Ma, sul lungo periodo le cose potrebbero decisamente cambiare".

Anche John Naughton sull'Observer ha espresso alcuni dubbi: "I numeri di queste ultime quotazioni in borsa sono talmente alti che gli analisti cominciano a chiedersi se siamo nel mezzo di un'altra bolla tecnologica, come nel 2000".

Nostro giudizio

Noi riteniamo la società molto interessante, con tassi di crescita notevoli e tutto sommato sostenibili, dato che il contesto di riferimento ha un forte potenziale di crescita ancora inespresso. Si tratta di un titolo in grado di fare meglio del mercato, con un beta molto alto rispetto alle dinamiche sistemiche, per via del settore in cui opera, eppure non direttamente collegato al sistema America, per cui potrebbe rivelarsi anche difensivo in caso di eventuali profonde discese originate da motivi interni a tale sistema. Il giudizio è di **accumulare** sulla debolezza, stante l'ipotesi di un mercato rialzista nel medio-lungo termine.



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 (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.

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, industriale ed energia.

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, ENI, Enel Green Power, Fiat, Finmeccanica.

Modifiche al portafoglio

Aggiungiamo alla lista Alibaba e togliamo Atlantia. Aumentiamo la copertura al 100% (copertura suggerita per un portafoglio costruito in parti uguali dai titoli in tabella).

TITOLO	PREZZO 17 LUGLIO	PREZZO 3 OTTOBRE	VARIAZIONE %	VALORE 17 LUGLIO (*)	VALORE 3 OTTOBRE (*)	RISULTATO
MICROSOFT	44,53	46,09	3,50%	10.000	10.350	
APPLE	93,09	99,62	7,01%	10.000	10.701	
FACEBOOK	66,41	77,44	16,60%	10.000	11.660	
GOOGLE	580,82	586,25	0,93%	10.000	10.093	
BANK OF NEW YORK MELLON	38,00	38,70	1,84%	10.000	10.184	
JAZZ PHARMACEUTICAL	141,65	161,43	13,96%	10.000	11.396	
PRICELINE	1201,37	1141,46	-4,99%	10.000	9.501	
ALISABA	68	88,10	29,55%	10.000	12.955	
INTESA SANPAOLO	2,228	2,32	4,13%	10.000	10.413	
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA	6,51	6,14	-5,69%	10.000	9.431	
ENI	19,48	17,88	-8,22%	10.000	9.178	
ENEL GREEN POWER	2,038	1,946	-4,51%	10.000	9.549	
FIAT	7,705	7,445	-3,37%	10.000	9.663	
FINMECCANICA	7,246	7,315	0,95%	10.000	9.905	
RISULTATO FINALE				140.000	144.979	+4.979
ATLANTIA	19,88	18,86	-5,13%	(10.000)	(-513)	

(*) immaginando di avere investito 10.000 euro su ognuno dei titoli

Era suggerita una copertura al 70% costruita con posizioni sul FIB. Per coprire un valore nominale di 140.000 euro al 70% (come è nell'esempio in tabella), occorre 1,36 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 0,16 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 20.175.

Il portafoglio azionario ha generato nel periodo considerato un guadagno di 4.979 euro.

Il titolo Atlantia ha perso 513 euro.

Il guadagno ottenuto con la copertura sarebbe stato pari a 475 punti x 5 euro di valore per ogni punto di FIB x 1,36 contratti di FIB = 3.230 euro.

Il guadagno totale della strategia sarebbe stato nel periodo 17 luglio / 3 ottobre pari a 4.466 (parte azionaria - saldo operazione Atlantia) + 3.230 euro (copertura), per un totale di **7.696 euro** su 140.000 euro investiti, con una performance lorda del 5,49% in due mesi e mezzo, ottenuto con strategia absolute return, dunque fortemente votata al controllo del rischio. Il 29 agosto il guadagno totale era di 5.361,50.

I conteggi sono al lordo di commissioni e tasse.

ARTICOLI CONSIGLIATI

Il Trading efficiente

In economia aziendale, la misurazione dell'efficienza si ottiene valutando il risultato rispetto ai costi sostenuti. Si è efficienti quando si ottimizza il rapporto Risultato/Costi sostenuti: ovvero quando, dato un risultato "X", si spende un minimo di risorse per raggiungerlo.

Anche nella valutazione dell'attività di trading è possibile ricondursi al concetto di efficienza. A mio avviso, nel trading è sbagliato valutare l'efficienza di una singola operazione ex post considerando quindi solo il risultato. Trattandosi di un'attività aleatoria, dove guadagni e perdite non dipendono da qualcosa di ben definibile, il grado d'efficienza deve essere stabilito ex ante, valutando i rischi che sostiene il capitale, senza quindi aspettare la fine del trade, prescindendo da valutazioni dettate anche dalla casualità. Ad esempio, un trade con un rapporto rischio/rendimento di uno può essere considerato efficiente qualora la probabilità di successo superi il 50%, indipendentemente dall'esito del trade stesso.

L'efficienza nel trading non è quindi direttamente correlata al capitale utilizzato, ma ai rischi che corre il capitale medesimo trade dopo trade. Quindi se l'imprenditore aziendale deve cercare di minimizzare i costi di gestione della sua attività, allo stesso modo il trader deve minimizzare i rischi durante la sua operatività. Un risultato ottenuto con rischi medi elevati, se può dare un buon rendimento per una singola operazione, nel lungo periodo si alternerà anche con trade avversi, compromettendo quindi il risultato finale.

Un esempio limite può essere fatto valutando l'efficienza tra un trade relativo all'acquisto di un bund tedesco (AAA) rispetto all'acquisto di un pacchetto di un titolo azionario, detenuti entrambi per un periodo di un anno e con lo stesso controvalore di acquisto € 100.000. Qualora il risultato fosse uguale, ad esempio un utile di € 1.000, vi sembrerebbe giusto valutare le due operazioni allo stesso modo, assegnandogli lo stesso grado di rischio e quindi di efficienza? Ribadisco che quello che in termini economici è considerato un costo, nel trading non è il capitale utilizzato, ma è il rischio sul valore del capitale che ogni operazione presenta ex-ante (utilizzando, ad esempio, il coefficiente β). Un altro aspetto, che a molti trader sfugge, è che la percentuale di probabilità che un trade vada in porto positivamente non è un parametro di efficienza assoluto. Ci sono molti trade infatti, che pur avendo meno probabilità di altri di un esito positivo, possiedono un'efficienza maggiore, grazie al rischio di una minor perdita di capitale, quindi più efficienti per una positivo risultato di lungo periodo.

Ad esempio, la vendita di una Call nuda con base molto distante dalle quotazioni di mercato ha una alta possibilità di avere un risultato positivo; di sicuro, però, visto il presumibile scarso premio incassato, non risulterebbe un trade efficiente più di altri, specialmente se raffrontato alle alte perdite di capitale, che, seppur con scarse possibilità, ricorrerebbero nel caso di sviluppi avversi del mercato. Nel medesimo contesto l'acquisto di una Call con base lontana dalle quotazioni del mercato, pur avendo basse possibilità di un esito positivo, avrebbe il rischio solo limitato al costo della Call stessa, e quindi potrebbe essere considerata, in situazioni di mercato favorevoli, una operazione più efficiente della precedente.

In conclusione, il trader oculato avrà risultati positivi nel lungo periodo solo attraverso un'attività efficiente; la sua attenzione per ogni operazione che vorrà intraprendere dovrà essere rivolta raffrontando il potenziale guadagno sul quantum del capitale di volta in volta rischiato, valutando sempre con attenzione le probabilità di esito negativo dell'operazione.

Tony Cioli Puviani



NEWS

Scuola online di Investimento e trading di Stefano Bagnoli

Inizierà il 5 novembre la scuola online di investimento e trading di Stefano Bagnoli, un percorso formativo della durata di 7 mesi che insegna una corretta operatività in borsa costruita sulle caratteristiche personali di ciascuno (non esiste un'operatività valida per tutti). Ci occuperemo principalmente di tecniche di investimento, costruzione del portafoglio efficiente, approccio Absolute Return e tecniche di copertura, in ottica di medio-lungo termine, ma si parlerà anche di trading, tecniche operative e studio della direzionalità nel breve termine.

L'attività della scuola sarà suddivisa in due parti: una dedicata all'investimento e una dedicata al trading. Le lezioni si svolgeranno il mercoledì dalle ore 21.00 alle ore 22.00. Il costo di partecipazione è di 500 euro e comprende:

la partecipazione a tutte le lezioni della scuola;

l'abbonamento fino a giugno alla Newsletter settimanale operativa e di studio "Punti di vista";

i libri del docente in formato pdf ("La psicologia del sistema economico-finanziario", Seneca edizioni, Torino, 2009, e "La distribuzione dei flussi", Seneca edizioni, Torino, 2010);

tutti i materiali formativi della scuola (slides, articoli e altro).

La scuola terminerà mercoledì 27 maggio 2015.

A breve verrà inviata la scheda di presentazione con il programma.

=====

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

