

Punti di Vista

Analisi, Ricerche e Testi
A cura dell'Ufficio Studi AVM

Febbraio 2015

Anno II – N. 2

Editoriale

La parola al Portfolio Manager

I mercati, dicono, sono fatti per sorprendere. Ma noi cerchiamo, per quanto possibile, di non sorprenderci troppo, anche se il mondo sta cambiando velocemente e ciò che è vero oggi non lo sarà dopodomani.

Operativamente manteniamo una forward guidance rialzista sui mercati azionari per il breve e per il medio termine, ma guardando lontano all'orizzonte iniziano a stagliarsi delle nuvole nere...

Giorgio Saronne



Ipotesi principale di scenario

La crescita economica americana rimane solida, sostenuta da una politica monetaria ancora espansiva relativamente al livello dei tassi, nonostante la fine del QE della Fed. La crescita per il 2015 è at-

sa, nei dati di consenso attuali, al 3,20% e al 2,80% per il 2016. L'inflazione attesa per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, allo 0,85%, e al 2,20% per il 2016, in linea con il target della

Fed che vuole, come la BCE, un tasso vicino ma inferiore al 2%. La disoccupazione è attesa al 5,40% per l'intero 2015 e al 5,10% per il 2016. Da alcuni anni nelle earning season le aziende

In questo numero

...

Editoriale

Ipotesi principale di scenario

La politica monetaria

Ipotesi di revisione della forward guidance di lungo termine

Mercati

*In ottica di medio termine
In ottica di breve termine
Laboratorio economico*

Il Punto di Vista della BCE Il Quantitative Easing

Il punto di vista della FED

Syriza Affaire

Global market Overview

...

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 per una prosecuzione del rialzo dei listini azionari americani almeno per il primo semestre. Il punto cruciale sarà l'inizio del ciclo di rialzi dei tassi della Fed, che impatterà negativamente sui mercati azionari americani e globali, e che il consenso "vede" compreso nella finestra temporale tra la metà del 2015 e l'inizio del 2016. La nostra view si focalizza sul terzo quarter del 2015.

In Eurozona la situazione è diversa tra i vari paesi componenti, ma nell'insieme la ripresa rimane incerta. La crescita attesa per il 2015 è attesa, nei dati di consenso attuali, a +1,10%, ben al di sotto del potenziale. La crescita attesa per il 2016 è all'1,60%. L'inflazione finale nel 2014 è stata dello 0,44%, lontana dal target della BCE di un tasso vicino ma inferiore al 2%. L'inflazione attesa per il 2015 è oggi allo 0,20 e all'1,20% per il 2016. La disoccupazione rimane alta: 11,30% il dato atteso per il 2015 e 11,10% per il 2016. All'attesa degli effetti per le misure di stimolo monetario annunciate in giugno dalla BCE si aggiunge quella ben più rilevante per il QE annunciato finalmente il

22 gennaio, affiancando alle misure già in essere l'acquisto da marzo di governative bond. L'annuncio ha sorpreso per le dimensioni e la durata della misura, non solo maggiori delle attese, ma anzi da intendere come potenzialmente illimitate nel caso in cui non siano raggiunti gli obiettivi nel termine previsto (vedere articolo nelle pagine successive).

Il QE, così come presentato, avrà un impatto positivo forte sui mercati, e garantirà una prosecuzione del rialzo sui mercati azionari per almeno altri 6-12 mesi. Diversa e quantomeno incerta è la valutazione degli effetti del QE sul quadro economico di Eurozona, che necessita sempre più di interventi radicali e urgenti della politica dei singoli stati, e di riforme strutturali, come Draghi ripete da anni. E se queste dovessero continuare a mancare, o ad essere posticipate ancora, 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.

Considerando gli effetti del QE europeo, delle altre misure di stimolo monetario già posto in essere

dalla BCE, il perdurante ritmo di crescita dell'economia e dei listini americani, e le condizioni di oggettiva sottovalutazione prospettica delle aziende europee nel caso di uno scenario stabile, è possibile riconfermare una view rialzista di medio termine (diciamo almeno sino all'estate) sui mercati azionari di Eurozona e globali. Diversa è invece la valutazione in un orizzonte di lungo termine.

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

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

Stefano Bagnoli
Ufficio Studi AVM

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

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

Ipotesi di revisione della forward guidance di lungo termine

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

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

Ora ci troviamo nella fase sommitale del ciclo economico americano, al massimo della crescita dopo uno sforzo prolungato della Fed, ma anche nel pieno del massimo sforzo espansivo della BCE. In

questa fase è normale che gli utili abbiano una dinamica positiva.

Le due economie occidentali di riferimento (quella Usa e quella di Eurozona) evidenziano in questa fase una condizione di decoupling, con differenze radicali di ciclo economico e soprattutto di politica monetaria. Mentre la Fed si disimpegna progressivamente da una politica monetaria espansiva durata anni, in Eurozona la BCE, sollecitata da un quadro generale lontano dagli obiettivi, ha iniziato e continua a metterne in campo gli strumenti convenzionali e non convenzionali. La politica monetaria della Fed rimane espansiva, con bias (orientamento) restrittivo. La politica monetaria della BCE è fortemente espansiva, con bias espansivo.

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

Un forte contributo alla permanenza del valore e del fair value dei titoli azionari su livelli alti per la corporate America e storicamente accettabili per le aziende di Eurozona, è stato e continua ad essere quello dei tassi vicini a ze-

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

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

La politica monetaria espansiva, soprattutto della Fed, è stata il vero motore dei rialzi azionari



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

L'ipotesi di lavoro per il lungo termine è oggi che la poderosa crescita americana attuale verrà progressivamente scontata da prezzi azionari crescenti, fino al punto in cui il rialzo dei tassi ne

arginerà la forza; la crescita degli utili diminuirà proprio nel momento in cui il rapporto tra prezzi e utili sarà molto alto e dunque penalizzante. Dalla parte di qua dell'oceano gli effetti positivi del QE andranno a interessare perlomeno i mercati, solo in minima parte l'economia, e per un periodo non superiore a un anno.

Per questi motivi la nostra forward guidance per il lungo termine viene formalmente messa in revisione. La nostra view di una direzione rialzista dei mercati oltre l'orizzonte temporale di un anno potrebbe, alla fine del 2015, non avere più il sostegno dei motivi fondamentali che l'avevano originata. Ciò non significa che i mercati debbano iniziare a scendere immediatamente. Anzi è probabile che la discesa delle prime sedute dopo la terna di eventi tra il 22 e il 28 gennaio (il meeting della BCE, quello della Fed e le elezioni in Grecia), contenesse

una componente emotiva e rappresentasse una fase di overshooting, ovvero di eccesso. Lo scenario più probabile ora è un periodo di alcuni mesi di trading range distributivo in prossimità dei massimi. Il fatto nuovo è che per la prima volta dopo molti anni, in ottica di lungo termine, non ci sono motivi rilevanti e significativamente nuovi (dunque non scontati dai prezzi) per pensare ad ulteriori rialzi. Rimaniamo invece in attesa di vedersi materializzare, in un tempo compreso tra uno e due anni, i motivi che determineranno o potrebbero determinare l'inizio di una prolungata fase di ribassi.

Il mondo sta cambiando velocemente e ciò che è vero oggi non lo sarà dopodomani.

Stefano Bagnoli
Ufficio Studi AVM

Mercati

La campanella dell'ultimo giro
Dopo il "mese facile" di gennaio, in cui la nostra forward guidance si è realizzata perfettamente in ogni suo aspetto, dalla nostra analisi periodica prende forma un tracciato previsionale tutto sommato chiaro anche per i prossimi mesi.

Per il medio termine continua a dominare la condizione risk on. I mercati azionari continueranno a salire almeno fino a giugno, poi vedremo. S&P e Dax all'attacco dei massimi storici, Ftse Mib meglio di tutti. I settori da preferire sono il settore bancario italiano e la tecnologia USA, con un occhio di riguardo per il breve termine anche al settore oil, che avevamo eliminato alcuni mesi fa e che continua a non piacerci per il medio-lungo termine.

Gli spread continueranno a comprimersi, e dunque c'è valore an-



che nei bond periferici, forse più nelle parti medio-lunghe delle curve, ma anche corporate bond e high yield bond (opportunamente scelti) sembrano interessanti nel

breve. Tuttavia, data la condizione fortemente risk on di questa fase, l'investimento azionario dovrebbe essere considerato più di quello obbligazionario, pur senza snatu-

rare gli equilibri personali di ogni portafoglio.

Se nel secondo semestre del 2014 il driver principale e il tema più semplice per l'operatività era stato lo short su euro-dollaro, che abbiamo seguito fin da maggio, nel primo semestre 2015 i temi interessanti saranno il rialzo del petrolio, che tornerà in questi mesi in area 70 dollari, e il rublo.

Il cross euro-dollaro conoscerà nel breve una fase di assestamento, necessaria dopo la forte accelerazione ribassista degli ultimi mesi, ma presto (ipotizziamo da marzo) riprenderà la sua discesa verso il

target 1:1 e anche altri obiettivi più ambiziosi.

Bisognerà fare attenzione ai deliri di Syriza e del governo greco, che pur mettendo in luce aspetti certamente non limpidi nelle relazioni tra mondo finanziario e Grecia degli ultimi anni, sembra aver perso di vista completamente la logica e la realtà. Il "fronte greco" è in grado di creare instabilità al sistema e dunque anche all'ipotesi di rialzo di medio termine che abbiamo formulato.

Nei prossimi mesi ci saranno anche ulteriori accelerazioni del rischio geopolitico in Ucraina e in Israele, forse Iran (non probabile

in questa fase) oltre ai tanti fronti di guerra dimenticati come Siria, Libia e Isis. Purtroppo anche gli attacchi terroristici saranno più frequenti, come è normale in questa fase ciclica. Il mondo sta cambiando velocemente e ciò che vediamo oggi non lo vedremo dopodomani.

L'aumento del rischio geopolitico determinerà occasionali fasi di volatilità, che però non dovrebbero per ora intaccare il trend rialzista di fondo dei mercati azionari nel periodo considerato (medio termine).

Per il lungo termine, invece, le cose si sono un po' complicate...

In ottica di medio 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, dalle aree no risk e valute difensive (come JPY e CHF), verso l'azionario, in particolare americano ed europeo, aree e valute growth sensitive (come AUD e GBP).

In ottica di breve termine



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

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	2,40	3,20	2,80
INFLAZIONE (A/A)	2,87	3,85	-0,35	1,63	3,17	2,08	1,48	1,63	0,85	2,20
DISOCCUPAZIONE (%)	4,62	5,80	9,28	9,63	8,93	8,08	7,35	6,15	5,40	5,10
FED FUND RATE	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,70	-

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	1,10	1,60
INFLAZIONE (A/A)	2,13	3,28	0,30	1,61	2,70	2,50	1,34	0,44	0,20	1,20
DISOCCUPAZIONE (%)	7,53	7,58	9,55	10,10	10,12	11,30	11,95	11,58	11,30	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	-0,40	0,40	1,00
INFLAZIONE (A/A)	2,04	3,49	0,77	1,64	2,91	3,31	1,31	0,2-1	0,10	0,90
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,78	7,82	8,42	8,41	10,68	12,21	12,81	12,80	12,55
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	2,43	2,75	3,05
DISOCCUPAZIONE (%)	6,11	6,36	8,18	8,24	7,88	7,82	7,88	-	7,13	6,97

Il punto di vista della BCE Il Quantitative Easing

Introduzione

Si erano create attese molto forti per il QE in versione europea, e la BCE ancora una volta non ha deluso. Nello speech a margine del meeting del 22 gennaio, nel quale peraltro i tassi sono stati lasciati invariati, il presidente Draghi ha annunciato il primo vero Quantitative Easing nell'Eurozona.

Le modalità tecniche di realizzazione del QE, con dimensioni e durata superiori alle attese, hanno già avuto e avranno un impatto positivo, almeno sui mercati. Ma ciò che ha trasformato il 22 gennaio in un'altra data storica per la BCE, per l'euro e per l'Eurozona, così come lo fu il 26 luglio 2012, è stato il fatto che la BCE ha avviato per la prima volta, dopo anni di dibattito, un massiccio programma di acquisto di titoli di stato, cosa finora fortemente osteggiata dalle componenti forti del Board, Germania in primis. Questo dimostra che l'Europa è in grado di fare significativi passi avanti, quando le sue politiche sono affidate ad una istituzione sovranazionale, le cui decisioni sono sottratte alla contrattazione tra i governi, che perseguono l'interesse nazionale (un interesse di parte, dunque, non l'interesse del sistema).

Dimensioni e tempi

La dimensione del piano di acquisti è l'aspetto più positivo. Non solo perché la cifra complessiva (1.140 miliardi, distribuiti sul periodo marzo 2015 – settembre 2016) è superiore alle attese del mercato, ma soprattutto perché la BCE ha dichiarato che proseguirà il piano di acquisti fino a quando il tasso di inflazione nell'Eurozona non sarà tornato su una traiettoria coerente con il raggiungimento dell'obiettivo del 2%. Il fatto che la dimensione e i tempi del piano siano potenzialmente illimitati è un elemento importante per condizionare i mercati e le dinamiche di fiducia e dunque, in seconda



battuta, di formazione della domanda aggregata.

La cifra complessiva di 1.140 miliardi comprende non solo gli acquisti di titoli di stato (che comunque saranno la parte più consistente del programma), ma anche di istituzioni sovranazionali europee (quali BEI ed ESM), di Covered bonds bancari e di Asset Backed Securities (ABS). La ripartizione degli acquisti per paese rifletterà le quote detenute da ciascun paese di Eurozona nel capitale della BCE (per l'Italia è il 17,5%).

Attribuzione del rischio

Il rischio di un'eventuale insolvenza degli emittenti dei titoli che verranno acquistati sarà in larga parte sopportato dalle singole banche centrali nazionali (per l'80% della dimensione complessiva del piano). Questo è il prezzo "politico" che Draghi ha dovuto pagare per raggiungere il consenso nel Consiglio direttivo della BCE. Peraltro la mancanza di una condivisione del rischio non è necessariamente un problema per l'efficacia del piano. Tuttavia, in una prospettiva più ampia, essa rappresenta un segnale negativo, dando forma ad un'implicita ufficializzazione del fatto che l'Eurozona non ha ancora quella com-

pattezza e quell'unità di intenti che dovrà raggiungere prima possibile, se l'obiettivo di lungo termine è la nascita degli Stati Uniti d'Europa sul modello americano. Va detto anche che forse questa non era la strada giusta: la condivisione dei rischi non può essere altro che il punto d'arrivo di un processo di progressivo accentramento nella gestione della politica fiscale, e non può essere surrettiziamente introdotta con una misura di politica monetaria. In altre parole, la scelta del 22 gennaio mette ancora una volta in evidenza la contraddizione di fondo dell'Eurozona: politica monetaria unica e politiche fiscali separate.

Riflessioni generali

Il QE è una misura concepita per contrastare le prospettive di deflazione o di un'inflazione troppo bassa in Eurozona, fornendo un sostegno alla domanda aggregata di beni e servizi attraverso un aumento della massa monetaria e l'aumento dei livelli di fiducia. Gli effetti reali determinati dal QE sono vari e su diversi fronti. Il primo effetto visibile sul mercato è la discesa dei tassi e degli spread periferici, passando per un rafforzamento della domanda nei book obbligazionari: ciò facilita il collocamento futuro di bond governa-

tivi e corporate, e di fatto si traduce anche in un minore costo del debito (elemento di importanza basilare per paesi come l'Italia con un elevato carico di debito) e in una diminuzione del rischio emittenti. Un generale repricing migliorativo del rischio emittenti governativi, e dunque del rischio sistemico, porta ad un aumento del fair value degli asset quotati, soprattutto azionari, e dunque ad un rialzo sui mercati relativi. Il secondo è la discesa ulteriore dell'euro contro dollaro, che porta un vantaggio competitivo per le imprese europee, agevolando le esportazioni e il turismo.

Tutto ciò determina un generale aumento dei livelli di fiducia per consumatori, imprese e investitori, con effetti a cascata sulla domanda aggregata, sugli investimenti produttivi, sul mercato del lavoro (determinando nuove assunzioni) e sui prezzi nei mercati azionari.

Solo con il passare del tempo potremo valutare se questo passaggio cruciale della politica monetaria europea sarà veramente efficace. Draghi è riuscito a far passare la sua linea: si farà tutto il necessario (il "whatever it takes" del famoso discorso di Londra) per preservare l'Eurozona dalla deflazione o addirittura da scenari che potrebbero portare, secondo qualcuno, ad un break-up. A nostro avviso nulla potrà mai mettere in crisi l'euro o il progetto di Eurozona, ma dal punto di vista strettamente economico non è

detto che il QE e le altre misure annunciate possano essere sufficienti per avviare e consolidare una ripresa strutturale. Nessuno però potrà dire che la BCE non ha provato a fare la sua parte.

E' ovvio che l'efficacia sarà maggiore se questa manovra sarà accompagnata da una serie di altre misure esterne al perimetro della politica monetaria ma ugualmente finalizzate all'efficienza del sistema e/o di orientamento espansivo. Il piano BCE per un rilancio dell'economia di Eurozona è basato su tre pilastri: una politica monetaria espansiva, l'inizio e/o la prosecuzione delle necessarie e urgenti riforme strutturali nei paesi non virtuosi e la ristrutturazione del sistema bancario. La politica monetaria è di pertinenza della Banca centrale, che sta facendo egregiamente la sua parte. Servono poi riforme strutturali dei paesi non virtuosi, finalizzate a creare condizioni di maggiore efficienza nel mercato del lavoro, nella burocrazia, nella fiscalità e nel contesto in cui operano le imprese, salvo altro. Qui dovrebbero agire i governi, che però non sembrano in grado di farlo continuativamente. E poi serve una riforma organica del sistema bancario, al fine di mettere le banche nella condizione ottimale per ricominciare a finanziare l'economia reale, al di là dei limiti sul lato della domanda dei capitali (basso merito creditizio, assenza di progetti concreti da finanziare, ecc). Siamo di nuo-

vo nella sfera di competenza della BCE, che da qualche tempo si è assunta l'incarico della vigilanza unica sulle banche.

Se queste riforme dovessero continuare a mancare, o ad essere posticipate ancora, il QE diventerà probabilmente l'ennesimo vano tentativo di comprare tempo che poi la politica sprecherà, senza portare ad una soluzione della crisi. In questo caso lo scenario di lunghissimo termine (ovvero guardando ben oltre l'orizzonte temporale entro il quale si svilupperanno gli effetti positivi del QE) potrebbe farsi sempre più inquietante.

Si e' spento oggi il rialzo sui mercati azionari. Era nato il 9 marzo 2009. Lo ricordano in lacrime gli investitori di tutto il mondo.

Del resto lo solo

Ero stato il primo ad intuire e ad annunciare pubblicamente l'ipotesi di inizio del rialzo, quando ancora eravamo in pieno panico, tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012: ora vorrei essere il primo anche a segnalare l'inizio del ribasso. Un dettaglio ben preciso mi fa pensare che non ci saranno nuovi massimi, anche se magari il mercato fluttuerà in prossimità di quest'area ancora per mesi. Ma sono fermamente convinto che la direzione futura sia al ribasso.

Ufficio Studi AVM

Il punto di vista della FED

Come da attese e come era ovvio che fosse, nella sua prima riunione del 2015 il Federal Open Market Committee - il braccio di politica monetaria della Federal Reserve - ha lasciato i tassi di interesse nel range 0-0,25%, livello a cui si trovano dal dicembre del 2008. La Fed avrà un atteggiamento "paziente", in merito ai tassi di riferimento poiché il contesto generale dell'economia americana sta continuando a migliorare: "L'economia Usa si sta espanden-



do a un ritmo solido, con forti incrementi dell'occupazione e un tasso di disoccupazione più basso", si legge nel comunicato. Il tasso di inflazione headline scenderà nel breve termine per effetto del calo dei prezzi energetici, ma la forward guidance della Fed prevede una ripresa dei prezzi in tempi brevi.

Secondo la Fed, "l'inflazione è scesa e potrebbe scendere ancora ma dovrebbe crescere nel medio termine per via del miglioramento del mercato del lavoro e dell'affievolirsi degli effetti temporanei del calo dei prezzi dell'energia". "I rischi per il mercato del lavoro e per l'economia rimangono bilanciati", sottolinea la banca centrale Usa che comunque "continua a monitorare con attenzione gli sviluppi dell'inflazione".

La Fed ci manda un messaggio nemmeno troppo implicito: il ribasso del prezzo del petrolio è temporaneo. Ne deriva un calo atteso dell'inflazione che però andrà di pari passo con il prezzo del barile, e appena il petrolio ricomincerà a salire l'inflazione sarà lo stesso: in quel momento la Fed inizierà il suo ciclo di rialzo dei tassi. Il lungo periodo di crescita dei mercati azionari avrà un suo primo momento critico. Una semplice analisi dialettica sot-

tolinea questa view. Dal discorso della Yellen è stata eliminata la frase di rito "i tassi resteranno ai bassi livelli attuali per un considerevole periodo di tempo", sostituita dalla formula secondo la quale la Fed sarà "paziente" nel rialzo del costo del denaro. Dato che i comunicati delle banche centrali sono frutto di una lunga elaborazione da parte dei membri del Board e dei loro staff, e ogni frase detta o non detta ha un significato ben preciso, andando a comporre una retorica convenzionale. La rimozione della frase in oggetto può significare che la Fed intravede già il configurarsi degli elementi che la indurranno, in tempi a questo punto brevi, a ricominciare il rialzo dei tassi. E questa potrebbe essere una svolta per i mercati azionari (cfr. articolo "Inizio revisione forward guidance").

In Grecia alle elezioni del 25 gennaio ha vinto Syriza, il partito meno market friendly. La borsa di Atene inizialmente è crollata di varie decine di punti percentuali, e anche i mercati azionari di Eurozona hanno prezzato l'evento aumentando la misura del rischio "R" nei modelli di valutazione degli asset quotati. Le prime dichiarazioni

del nuovo governo sono contraddittorie, come è normale che sia essendo stata questa vittoria prevalentemente basata su roboanti promesse populiste ed antieuropee. Tutto ciò però va ricondotto a logica, parola in verità dimenticata dalla politica (e non solo) del nostro tempo. Nel programma e nelle prime dichiarazioni del governo, non sembra esserci l'uscita della Grecia dall'euro, ipotesi tecnicamente ben più complicata di quanto si creda. C'è invece l'opzione di una trattativa serrata per una nuova rinegoziazione del debito. E sarebbe il terzo haircut in cinque anni. In pratica sta passando il principio che si possono fare debiti, poi basta dire che non ci sono soldi per pagarli, e il debito magicamente si cancella. Dopo i fasti della New Economy siamo arrivati ai deliri della Haircut Economy. Davvero degli ottimi presupposti per avere un sistema economico finanziaria sempre più solido ed efficiente. Avanti così, che va tutto bene...

Ufficio Studi AVM

Syriza Affaire

In Grecia alle elezioni del 25 gennaio ha vinto Syriza, il partito meno market friendly. La borsa di Atene inizialmente è crollata di varie decine di punti percentuali, e anche i mercati azionari di Eurozona hanno prezzato l'evento aumentando la misura del rischio "R" nei modelli di valutazione degli asset quotati. Le prime dichiarazioni del nuovo governo sono contraddittorie, come è normale che sia essendo stata questa vittoria prevalentemente basata su roboanti

promesse populiste ed antieuropee. Tutto ciò però va ricondotto a logica, parola in verità dimenticata dalla politica (e non solo) del nostro tempo. Nel programma e nelle prime dichiarazioni del governo, non sembra esserci l'uscita della Grecia dall'euro, ipotesi tecnicamente ben più



complicata di quanto si creda. C'è invece l'opzione di una trattativa serrata per una nuova rinegozia-

zione del debito. E sarebbe il terzo haircut in cinque anni. In pratica sta passando il principio che si possono fare debiti, poi basta dire che non ci sono soldi per pagarli,

e il debito magicamente si cancella. Dopo i fasti della New Economy siamo arrivati ai deliri della Haircut Economy. Davvero degli ottimi presupposti per avere un

sistema economico finanziaria sempre più solido ed efficiente. Avanti così, che va tutto bene...

Ufficio Studi AVM

Global Market Overview

	Ultimo prezzo*	Variazione ultimo mese	Year to Date
Indici Azionari			
FTSE Mib	-	15,06%	9,13%
DAX	10972,14	15,87%	12,37%
S&P 500	2020,85	0,91%	-1,81%
Nasdaq 100	4188,59	1,89%	-0,98%
Eurostoxx 50	3423,04	13,80%	9,03%
Nikkei	17335,85	2,68%	-0,42%
MSCI Emerging Markets	963,80	3,11%	1,06%
MSCI World Index	1694,35	2,42%	-0,61%
Global Hedge Fund Index	1214,91	0,51%	-0,30%
Titoli Azionari Benchmark			
Microsoft Corp.	41,28	-9,57%	-11,72%
Apple Inc.	118,63	11,64%	8,51%
Facebook	74,99	-1,52%	-4,41%
Google	532,20	5,05%	0,50%
Alibaba	90,13	-12,77%	-13,00%
Intesa San Paolo	2,62	15,03%	6,68%
Fiat Chrysler	12,06	25,43%	24,65%
Forex e Commodities			
€/€	0,75	-3,99%	-3,65%
€/€	1,13	-4,97%	-5,60%
CRB Index	422,81	-2,69%	-3,38%
Gold	1283,60	5,47%	8,01%
Brent	4135,00	-14,44%	-16,92%
WTI	51,03	6,47%	-3,15%
Curve rendimenti			
T-Bond 10 anni	1,67	1,94	2,11
Bund 10 anni	0,31	0,45	0,50
BTP 10 anni	1,62	1,86	1,74
Spread Btp BUND	131,1	-	-

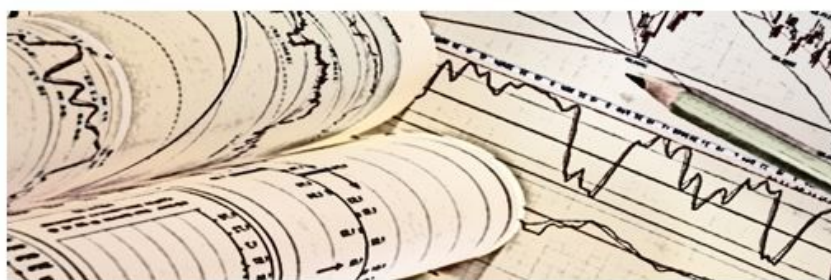
*Dati aggiornati a martedì 3 febbraio, ore 11,30. Per i mercati chiusi il dato è quello di chiusura di lunedì 2 febbraio.

Contatti



No. 11, Level 2, Casal Naxaro
Labour Avenue Street
Naxxar – NXR 9021 Malta
tel. +35 621 385851
www.avm.com.mt

120/A, Via Marconi
Noventa Padovana (PD)
35027 Italia
tel. +39 049 8934983
www.avm-italy.it
e-mail: info@avm-italy.it



DISCLAIMER Questo documento **non è né un'offerta né una sollecitazione a comprare o vendere** prodotti finanziari. Le informazioni e le ipotesi contenute in questo documento sono riportate in buona fede, sulla base di studi e convinzioni della società che l'ha prodotto. Esso è confidenziale ed è fornito per solo scopo informativo e non può essere riprodotto senza il consenso scritto dell'autore.