

# Analisi di scenario

---

*Esempi di produzione editoriale dell'Ufficio Studi FIDA*

## Esempio 1 – 29.03.2018

### Scenario: incognite e opportunità

*G20, dazi, rialzo dei tassi e scandalo Facebook:  
un mese denso di eventi che fanno ballare i mercati*

#### **G20**

Si è concluso il vertice di **Buenos Aires** tra i ministri delle Finanze e dai banchieri centrali dei paesi industrializzati del G20, che si mostrano preoccupati per la politica protezionistica di Trump e per la contrazione di liquidità in atto. Sono state spese parole anche in merito alle **criptovalute**, per le quali si profila la necessità di definire una specifica regolamentazione volta a contenere il rischi di riciclaggio di denaro e di finanziamento del terrorismo, ma sarà prima necessaria un'attenta disamina della materia. Si è comunque fissata una prima scadenza nel mese di luglio, entro il quale verranno emanate raccomandazioni specifiche.

#### **Dazi**

Dopo quelli su pannelli solari e lavatrici, il 23 marzo le autorità Usa hanno iniziato ad imporre i dazi sull'**acciaio** importato (25%) e sull'**alluminio** (10%), e solo all'ultimo è stata resa nota la lista degli Stati esenti: Argentina, Australia, Brasile, Canada, Messico, Unione Europea e Corea del Sud. Si tratta tuttavia di un provvedimento di esclusione temporanea, valido fino al 1° maggio, per cui i giochi rimangono aperti. Sono quindi sicuramente colpiti i tre maggiori esportatori di alluminio: Cina, Giappone e Russia.

Negli ultimi decenni lo sviluppo dell'industria siderurgica dei Paesi emergenti ha messo in croce quella occidentale, la cui produzione è oggi circa sui livelli degli anni '70. I volumi di acciaio lavorato in Cina, India e Turchia sono invece più che decuplicati. In particolare, la sola Cina contribuisce a circa il 50% dell'acciaio grezzo mondiale, sostenuta anche dai **finanziamenti pubblici** che permettono di vendere (ed esportare) sottocosto, e dalla manipolazione del **tasso di cambio**. Lo scorso autunno l'Unione Europea ha approvato un sistema di dazi anti-dumping con lo scopo di tutelare l'industria siderurgica del vecchio continente dalla politica aggressiva del dragone.

Tuttavia, la manovra della Casa Bianca volta ad ottenere un commercio equo, più che libero, non colpisce solo l'acciaio cinese, perché il Paese non figura tra i principali importatori negli Usa. Buona parte del metallo trova altri canali per giungere oltre oceano, attraverso Paesi terzi; inoltre anche la Germania e la Turchia sono in prima linea tra i produttori della materia prima.

### ***Federal Reserve***

Mercoledì 21 marzo la Fed ha alzato i tassi di interesse: si tratta del sesto rialzo dei tassi dal dicembre 2015, che porta il corridoio del costo del denaro all'**1,5-1,75%** ( dall'1,25%-1,50%), come d'altronde ampiamente previsto dai mercati. La vera notizia riguarda però le approssimazioni sui tassi per il 2019: mentre per l'anno in corso sono ancora previsti due rialzi, per arrivare così a 2-2,25%, per l'anno prossimo la mediana delle stime raggiunge 2,75-3%, obiettivo di lungo periodo. L'ampliamento della stretta sarebbe legato alle migliori proiezioni di crescita, con il Pil che potrebbe concludere l'anno con un +2,7%, la disoccupazione ancora in calo e l'inflazione poco sopra l'obiettivo.

### **Dati macro**

Come già accennato, occupazione ed inflazione Usa, ma anche i consumi nei **mercati emergenti** (Cina, Thailandia, Corea del Sud, Russia e Sud Africa) superano le stime.

Il Caixin Manufacturing PMI (un indicatore del settore manifatturiero cinese che si concentra sulle piccole e medie imprese) ha sovraperformato, e così anche le esportazioni e la produzione industriale. In Russia le vendite al dettaglio, i salari reali e dati sul reddito hanno evidenziato un buon vantaggio. In Sud Africa a superare le attese sono stati principalmente la produzione mineraria e il PIL.

Ma non sono tutte rose e fiori. Il **Zew**, l'indice di fiducia sull'economia tedesca a marzo è crollato sui minimi da settembre 2016, ben al di sotto delle previsioni. Sulla crescita prospettica pesano le preoccupazioni per un'eventuale guerra commerciale (successivamente e momentaneamente scongiurato), ma anche l'euro ha fatto la sua parte. Il rafforzamento della moneta unica potrebbe avere infatti ripercussioni su una nazione fortemente dipendente dalle **esportazioni**.

### **Mercati azionari**

In linea generale l'impostazione degli asset azionari appare contrastata, in lieve flessione per il secondo mese consecutivo. L'anno era cominciato nel migliore dei modi, con un rally degno di nota. Il crollo della prima metà di febbraio era stato quasi totalmente recuperato, ma pur senza docce gelate, la flessione di marzo ha riportato i corsi sui minimi del mese precedente.

Sull'**Euro Stoxx 50** le difficoltà degli ultimi giorni hanno causato la perdita di importanti livelli di supporto, ed ora l'area dei 3000-3100, in passato area di congestione, potrebbe rappresentare l'obiettivo delle prossime settimane.

Sui **listini americani** invece, per quanto violente possano essere state le correzioni, l'impostazione strutturale rimane crescente.

I mercati asiatici hanno patito particolarmente il subbuglio di questi primi mesi dell'anno. In particolare lo **Shanghai Composite** ha vissuto attimi di terrore in concomitanza con l'imposizione doganale Usa, invalidando il trend che accompagnava una crescita particolarmente ordinata dai minimi del 2016.

## **Mercati obbligazionari**

Le difficoltà sui mercati azionari stanno regalando un po' di sollievo agli asset obbligazionari, molti dei quali stanno viaggiando in terreno positivo. Anche le vicende sui mercati valutari hanno contribuito a disegnare le classifiche: risultano infatti eccellenti i risultati dei **decennali governativi** dell'area **euro** e gli obbligazionari esposti allo **Yen** ed alla **sterlina** inglese. I corsi sostenuti potrebbero rappresentare un livello interessante per alleggerire le proprie posizioni sulle scadenze lunghe.

## **Mercati valutari**

Il biglietto verde sta tentando di rafforzarsi contro le principali valute per l'ennesima volta dall'inizio di quest'anno. Il cambio euro-dollaro, dopo il rally del 2017, pare voler invertire la tendenza, e l'eventuale perdurare dell'oscillazione nel canale 1,224/1,244 potrebbe presto invalidare l'impostazione di medio lungo periodo.

## **Commodities**

Il **petrolio**, particolarmente legato alla produzione mondiale, ha risentito pesantemente del crollo di febbraio, per poi recuperare brillantemente. Non ha però superato il test dei 66 dollari al barile, massimo di periodo, che lo ha respinto sui 64 dollari. La situazione è contrastata: da

un lato le scorte Usa, che stanno puntando sullo shale oil, salgono oltre le aspettative, dall'altro Opec e Russia confermano la volontà di stabilizzare gli accordi sui tagli alla produzione.

Per i metalli ed i minerali la congiuntura è (quasi) tragica. La spirale discendente travolge in particolare il **carbone**: molti progetti sono fermi, si riduce il numero di centrali costruite mentre si dismettono quelle più vecchie, perché il boom delle fonti rinnovabili a costi competitivi sta mettendo in difficoltà la generazione elettrica con i combustibili fossili.

## Esempio 2 – 09.01.2018

### Bilanci

*A conclusione del 2017, vediamo quali sono state le occasioni d'oro (e quali no)*

Un altro anno è da poco finito, ed è ora naturale fare un passo indietro e cercare di osservarne dinamiche e fenomeni da una certa distanza, nel tentativo di coglierne gli elementi principali, tralasciando il resto.

Sicuramente il 2017 rimarrà nella storia per almeno due principali temi: quello dell'esplosione delle criptovalute in generale, ed in particolare del Bitcoin, e soprattutto quello del mercato valutario, più che mai determinante nella valutazione delle performance dopo un periodo di relativa stabilità dei tassi di cambio. A livello nazionale, non possiamo poi dimenticare il fenomeno dei Pir, che ha accentuato le dinamiche già in essere in tutto il segmento delle mid e small cap europee ed americane.

L'analisi dei risultati del risparmio gestito, attuata dal punto di vista di un investitore italiano (cioè in euro) fa emergere molteplici elementi interessanti, di seguito esposti nella maniera più semplificata possibile.

Dal punto di vista geografico, la Cina è ancora tra le principali economie mondiali, con ritmi di crescita sia reali che sui mercati finanziari da sogno.

Migliori 5 indici azionari per specificazioni geografiche, con performance comprese tra il 20 e il 30%:

- Asia Pacifico (Mercati Sviluppati escluso Giappone) Eur Hedged
- Regno Unito Mid e Small
- Italia Mid e Small
- Cina
- Turchia

E i peggiori (da -1 a -10%):

- Russia
- Usa Mid e Small Value
- Brasile
- Canada
- Indonesia

Dal punto di vista settoriale, ricerca ed innovazione in diversi ambiti scientifici battono l'industria.

Migliori 5 indici settoriali, con performance comprese tra il 15 e il 30%:

- Information Technology
- Robotica
- Investimenti Sostenibili (Mercati Emergenti)
- Farmaceutico e Sanitario
- Biotecnologia

E i peggiori (da -14 a -3%):

- Energia
- Metalli Preziosi e Minerali
- Telecomunicazioni
- Immobiliare
- Servizi di Pubblica Utilità

Gli obbligazionari, complessivamente, mettono in crisi secolari teorie economiche, che vorrebbero vederli inversamente correlati al capitale di rischio. Le Banche centrali continuano a giocare un ruolo fondamentale, pur indirettamente, iniettando ingente liquidità.

I migliori indici obbligazionari registrano incrementi compresi tra il 4 ed il 7%, interessanti in un momento storico caratterizzato da tassi di interesse minimi.

- Euro Hedged Renminbi Cinese
- Euro Hedged Asia Pacifico
- Finanza
- Euro Hedged Mercati Emergenti
- Corporate High Yield

Molto pesanti sono invece le perdite registrate dai peggiori indici obbligazionari, che raggiungono picchi del -20%:

- Convertibili Usd Hedged
- Usa Governativi
- Usa Corporate e Governativi
- Franco Svizzero
- Yen Giapponese

Salta immediatamente all'occhio quanto l'indebolimento del dollaro Usa nel corso dell'anno (circa il 14%), a conclusione di un periodo relativamente lungo in cui il tasso di cambio ha oscillato nell'intervallo 1.05-1.15, abbiamo messo in luce l'importanza di proteggere il proprio portafoglio dal rischio di ulteriori choc sul mercato valutario.

## Esempio 3 – 11.07.2017

### Una strana coppia

*È rally per l'Euro, che avanza sul Dollaro con buona pace (per ora) di Draghi e con gioia per Trump*

Era il luglio del 2012 quando tre paroline, “whatever it takes”, segnarono un punto di svolta epocale. Sono trascorsi ormai cinque anni da quella tragica estate, in cui lo spread tra btp e bund aveva superato quota 500 punti e l'euro era più che mai sotto attacco. Con il celeberrimo discorso pronunciato da Mario Draghi, stanco delle continue insinuazioni sulla fine della moneta unica, segnò l'inizio della politica espansiva della Banca Centrale Europea attraverso misure non convenzionali.

L'anniversario della ricorrenza non solo invita a qualche riflessione, ma è anche coronato da un altro discorso, ad opera dello stesso oratore, che sancisce la chiusura di un capitolo difficile.

Durante l'annuale conferenza di Sintra, lo scorso 27 giugno, il presidente della Bce si è detto soddisfatto della ripresa dell'Eurozona e dell'avanzare delle riforme. Il discorso è stato percepito dai mercati come un forte segnale restrittivo. L'odore di tapering è divenuto ancora più pregnante nei giorni successivi, quando si è dibattuto sulla possibilità di eliminare dalla posizione politica ufficiale della banca il cosiddetto “easing bias”, cioè la puntualizzazione, rinnovata in ogni occasione ufficiale, che la banca centrale è pronta a procrastinare il termine del piano di acquisto di bond oltre la data prevista, qualora fosse necessario.

I tempi appaiono maturi, visti i segni di vita dell'economia europea, rianimata con grande perseveranza dalla Bce: la fiducia delle imprese è ai massimi, almeno in relazione alla storia più recente; l'industria tedesca a maggio ha festeggiato il migliore risultato mese su mese dal 2010; nello stesso periodo i consumi dell'area Euro sono saliti più del previsto; alcune previsioni di crescita sono state riviste al rialzo.

Dallo stato di allerta si è passati subito all'attacco. Alle parole di un governatore incompreso è seguita un'impennata dei tassi sul debito sovrano in tutta l'Area Euro. Le vendite di titoli si sono verificate all'interno di un contesto, di più ampio respiro, caratterizzato dal un forte apprezzamento dell'Euro nei confronti del dollaro. Il movimento è ben antecedente l'arringa di Draghi, ed ha origine ad inizio anno, con una performance YTD superiore all'8% (+7% solo negli ultimi tre mesi). Il che fa intuire come la politica monetaria non sia l'unico driver del cambio di tasso in questo momento.

Il nuovo livello di equilibrio è verosimilmente sintomo di un ritrovato clima di fiducia all'interno dell'Eurozona, confermato anche dalla perdita di terreno del fronte euroscettico sul piano politico. Nella

seconda metà dell'anno tra gli attori del mercato valutario troveremo, oltre alle mosse delle banche centrali, anche Trump, che si dovrà dimostrare all'altezza delle elevate aspettative dei suoi elettori. Il suo bacino di voti è stato infatti riempito dallo scontento diffuso soprattutto in quei distretti manifatturieri e minerari maggiormente colpiti dalla globalizzazione e dal dollaro forte (leggasi concorrenza cinese) nonché dalla politica ecologista della precedente amministrazione. Non per niente uno dei primi tweet del neoletto presidente aveva per oggetto proprio la forza eccessiva del dollaro, e che uno dei tanti polveroni da lui sollevati riguardavano la Germania, accusata di mantenere l'Euro sottovalutato a proprio vantaggio (e danno altrui). È stato accontentato.

C'è da scommettere che ne vedremo delle belle.

## Esempio 4 – 28.06.2016

### Finché Brexit non vi separi

*Spesso i divorzi sono lunghi, dolorosi e costosi, ma ciò non esclude che si possa, una volta calmati gli animi, ritrovare un nuovo equilibrio.*

Venerdì scorso, la vittoria dei Leave con il 51.9% dei voti favorevoli ha sancito l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea, generando bruschi movimenti nei mercati e aprendo la strada a molteplici scenari su moltissime questioni.

Come molti di noi hanno imparato a proprie spese, mettere la parola fine a relazioni di lunga durata non è semplice né agevole, e l'addio tra Regno Unito ed Europa non farà eccezione. È necessario però sottolineare come, in un certo senso, il matrimonio non era partito proprio con il piede giusto. Londra, come una sposa non troppo sicura dei suoi sentimenti per Bruxelles, nel 1973 acconsentì sì alle nozze, ma a condizioni particolari: ha infatti sempre mantenuto la sua moneta nonostante la nascita del trattato di Maastricht, nel 1993.

Nonostante l'articolo 50 del trattato di Lisbona (che contiene la "clausola di recesso" di uno Stato membro dall'Unione) individui in due anni il tempo massimo per la durata dei negoziati per l'uscita dall'UE, la Brexit non si completerà in tempi rapidi, anzi, c'è chi parla anche di dieci anni per permettere la rinegoziazione con ogni singolo paese di tutti gli accordi commerciali finora stretti con la Comunità europea, dall'immigrazione alle esportazioni, passando per le forniture energetiche.

Come familiari angosciati, i mercati si sono lasciati andare a momenti di panico con ribassi da record, complice l'incertezza sul futuro, immediato e di medio-lungo termine.

L'Euro Stoxx 50 ha bruciato circa 350 punti, cioè oltre il 10% del suo valore, riportandosi sui minimi di febbraio. Perdite dello stesso ordine di grandezza per il CAC 40 e il DAX, che stanno tentando il rimbalzo. Lievemente più contenuto è stato l'impatto sul FTSE 100, che ha toccato i minimi dello scorso agosto, ma che ha già brillantemente recuperato metà del terreno perso. A Piazza Affari grande choc: trascinato dai bancari, in due sedute il FTSE MIB crolla dai 18000 ai 15000 punti, area dei minimi del 2012-2013, quando la speculazione sui titoli di Stato aveva colpito pesantemente il settore della finanza, ma anche qui si tenta il rimbalzo. Anche in questa occasione sono i bancari ad aver patito maggiormente, e l'elevata esposizione al settore dell'indice di mercato, unito al fatto che l'Italia è considerata un Paese periferico e pertanto più sensibile alle tensioni sulla unione monetaria, ha contribuito ad aggravare la situazione. Come prevedibile, l'oro ha beneficiato della grande volatilità dei

mercati con un allungo di circa l'8%, toccando i massimi da circa due anni, ma si sta già raffreddando. Nulla di eclatante sul fronte del petrolio, che ha ritracciato ma senza grandi scossoni.

Il prezzo più caro è stato pagato sul mercato delle valute, dove la sterlina, che valeva circa 1.50 dollari, è scesa in picchiata nell'area dell'1.32-1.34, cedendo fino al 12% rispetto al biglietto verde e fino al 9% rispetto all'Euro. Anche la moneta unica ne è uscita indebolita, perdendo fino al 4% verso il dollaro e rompendo, temporaneamente, il supporto a 1.10. Il voto degli inglesi ha avuto ripercussioni anche in Giappone, dove il Nikkei 225 ha ceduto come i listini europei, mentre lo Yen, valuta rifugio per eccellenza insieme al franco svizzero, ha intrapreso un rally che l'ha fatto apprezzare di quasi il 20% sulla sterlina e del 5% sul dollaro.

Che sia solo speculazione o il frutto di precise strategie di investimento (o disinvestimento), lo tsunami si è verificato e i portafogli leggeri e piuttosto liquidi su cui si erano posizionati gli operatori negli ultimi mesi si sono rivelati, ex post, una scelta lungimirante. È però da sottolineare come un portafoglio sufficientemente diversificato non avrebbe subito danni significativi, dal momento che le perdite si sono concentrate principalmente su azionario e alcune valute, mentre altri strumenti hanno accelerato. Nelle prossime settimane saranno le banche centrali a giocare un ruolo fondamentale nel tentativo di rassicurare e limitare la volatilità dei mercati finanziari con manovre coordinate. Ciò che ci si aspetta è che si ribadisca la volontà di fare tutto il possibile per stabilizzare i cambi, dal momento che il vecchio continente non ha certo bisogno di un Euro più debole, mentre Stati Uniti e Cina non possono permettersi un eccessivo rafforzamento del dollaro.

Ci si chiede ora se la Brexit possa rappresentare anche un'opportunità ed è il momento di interrogarsi su quali asset allocation possano immunizzare il portafoglio da eventuali ulteriori choc, oppure sfruttare al meglio i prossimi movimenti dei mercati, che potrebbero aver ormai assorbito l'urto e tentare un ritorno agli equilibri pre-referendum.

In tal senso, la corsa ai beni rifugio, come l'oro, i government bond statunitensi, Franco svizzero e Yen, potrebbe essersi esaurita e permettere quindi scommesse al ribasso nel medio periodo; specularmente, considerando un adeguato orizzonte temporale, anche la sterlina inglese e i principali listini potrebbero essere considerati, in questo momento, sottostimati. A supporto di tale tesi, rileviamo che le brusche inversioni delle ultime sedute sono in parte compensate dai risultati dei giorni precedenti, durante i quali i listini crescevano spinti dal vantaggio dei Remain. A ciò si aggiunge che, se è vero che si sta aprendo un lungo periodo di contrattazioni e di rinegoziazione di accordi d'ogni genere, è anche certo che i rapporti economici tra i Paesi dell'occidente, andati sviluppandosi sin dal dopoguerra, sono oggetto d'interesse da parte di tutti gli operatori ed organismi sovranazionali coinvolti: in buona sostanza, è probabile che questi accordi si trovino e che non stravolgano l'ordine attuale di rapporti economici e commerciali ormai consolidati. Con tali premesse, in un momento storico caratterizzato da tassi negativi, un eventuale ritorno alla normalità dei tassi di cambio potrebbe sostenere il rendimento di bond quotati nelle valute sotto pressione.

Tirando le somme, alla crisi coniugale che da tempo ci lasciava con il fiato sospeso è seguito l'annuncio della separazione: reazioni d'impeto sono permesse e comprensibili, quindi la sterlina più debole e il ridimensionamento delle aspettative di crescita aldilà della Manica sono condizioni accettabili. Ma la Brexit non sancisce la fine del progetto europeo e non cambierà l'assetto globale delle risorse in un mondo che cresce poco, ma cresce.