

James Butterfill
Head of Research & Investment Strategy

Martin Arnold
FX & Macro Strategist

Edith Southammakosane
Multi-Asset Strategist

Nitesh Shah
Commodities Strategist

Aneeka Gupta
Equity & Commodities Strategist

Quadro generale

Prospettive per l'oro: un anno senza variazioni
Pag. 4

Petrolio: le scorte tornano a crescere
Pag. 7

Prospettive 2018 per le valute
Pag. 10

Platino: più incertezze che opportunità
Pag. 13

Il momentum ha alimentato l'euforia generalizzata nel 2017
Pag. 16

Pensare fuori dagli schemi

Temi di rottura sostengono la futura domanda di materie prime
Pag. 19

Investimenti alternativi con il modello contrarian su commodity
Pag. 22

Il mercato dei green bond: piccolo ma in crescita
Pag. 25

Valutazione dei bitcoin: costo marginale
Pag. 28

Un 2018 all'insegna di elementi di rottura

Siamo all'apice di una svolta per una nuova generazione di materie prime trainate da tecnologie interconnesse nei settori dell'efficienza energetica, dell'automazione e del cambiamento climatico, che saranno probabilmente cruciali per la domanda di commodity. Nelle nostre prospettive per il 2018 esploriamo un ventaglio di temi di rottura, dalle materie prime ai Bitcoin e dai green bond alle politiche delle banche centrali.

Prospettive macroeconomiche

Attualmente il mondo sta attraversando una fase di crescita sincronizzata, sostenuta dai massicci stimoli delle banche centrali. Alcuni segnali suggeriscono tuttavia che i mercati sviluppati sono prossimi ai massimi ciclici, con il potenziale avvio di una fase di crescita più contenuta.

Pur confidando nella capacità dell'economia mondiale di evitare, nel 2018, situazioni di grave turbolenza, permangono rischi estremi temibili. In Italia, secondo gli ultimi sondaggi, la compagine populista del Movimento 5 Stelle registra un recupero dei consensi, mentre in Germania le istanze legate al populismo impediscono la formazione di una coalizione stabile. Le spinte populiste si saranno forse ridimensionate, ma rimangono senz'altro una spina nel fianco dell'Europa. Nei mercati emergenti la guerra a distanza fra l'Arabia Saudita e l'Iran rischia di esplodere, innescando un potenziale shock petrolifero, mentre sia il Messico che il Brasile si preparano alle elezioni presidenziali in un clima segnato dal prevalere del populismo. Infine, la riduzione degli stimoli monetari comporterà rischi sia per le azioni che per le obbligazioni e riaccenderà verosimilmente l'interesse verso categorie di investimenti considerati alternativi.

Tre grandi interrogativi attendono gli investitori nel 2018: Riusciranno le principali banche centrali a sgonfiare la bolla obbligazionaria mondiale senza far deragliare l'espansione globale? Proseguirà la brillante corsa al rialzo dei mercati azionari globali? Infine, riuscirà la Cina a preservare il rally delle materie prime di fronte alla stretta dei tassi della Federal Reserve?



Sgonfiamento della bolla obbligazionaria mondiale

Il “taper tantrum” del 2013 negli Stati Uniti ha offerto un insegnamento importante alla maggior parte delle banche centrali: la prudenza nelle comunicazioni è essenziale per plasmare le aspettative degli investitori sul percorso di stretta monetaria, mantenere la fiducia nei mercati e creare consapevolezza sul fatto che gli stimoli non saranno rimossi in modo repentino. Il presidente della BCE Mario Draghi ha recentemente dichiarato: “Perché rinunciare a uno strumento di politica monetaria [la forward guidance] che si è dimostrato efficace?”. Commenti di questo tenore indicano che le banche centrali agiranno con estrema cautela nel rimuovere il rilevante stimolo offerto dal quantitative easing (QE) al momento opportuno.

Dal momento che le autorità monetarie USA saranno le sole a dover fare i conti con le pressioni inflazionistiche, i programmi di acquisto di titoli ad ampio spettro continueranno a imporsi nelle politiche delle banche centrali anche nel 2018. I bilanci di buona parte dei principali istituti di emissione continueranno a espandersi, ma un abbandono ponderato della politica accomodante consentirà alle autorità monetarie statunitensi di sgonfiare la bolla obbligazionaria mondiale evitando che esploda.

A nostro avviso la Fed sarà l'unica banca centrale a ridimensionare il proprio bilancio nel 2018. E malgrado la Fed sembri essere finalmente passata all'azione, innalzando i tassi in vista dell'aumento delle pressioni inflazionistiche, il 2018 sarà un anno di cambiamenti. L'uscita dei tre principali funzionari della Fed, al cui timone non ci sarà più un economista, solleva il rischio di errori sul fronte della politica monetaria. Durante il suo mandato di governatore della Fed, in effetti, Jerome Powell non ha mai espresso un voto difforme: un dato che non infonde fiducia nella sua capacità di continuare a plasmare un percorso di innovazione. Le azioni della Fed non sempre coincidono con ciò che dovrebbe fare: innalzare i tassi e ridurre il bilancio della banca centrale sono misure necessarie per contrastare le crescenti pressioni inflazionistiche. Negli ultimi anni la crescita dei salari è stata modesta, ma comunque positiva in termini reali. In un quadro occupazionale che si rafforza i lavoratori si sentono più al sicuro, e quando il prossimo anno l'inflazione inizierà a sollevare il capo aumenteranno verosimilmente anche le richieste di aumenti salariali. Se il prossimo anno la Fed dovesse disattendere le aspettative dei mercati, effettuando meno di tre rialzi dei tassi, attraverso i salari potrebbe innescarsi una spirale inflazionistica avversa.

Se invece, come riteniamo, la Fed modificherà la sua politica al fine di contenere le crescenti pressioni inflazionistiche, il dollaro USA (USD) dovrebbe guadagnare terreno nel primo semestre del 2018. Un altro elemento favorevole per l'USD è rappresentato dalla divergenza delle politiche monetarie: con

la chiusura del suo QE, in netto contrasto con le altre principali banche centrali, la Fed otterrà un modesto irripidimento della curva dei rendimenti USA.

I tassi d'interesse nominali più elevati, la curva dei rendimenti più ripida e il conseguente rafforzamento del biglietto verde dovrebbero impedire un marcato rialzo del prezzo dell'oro. Tuttavia, esistono altri fattori in gioco: i dubbi sulla capacità dei mercati azionari di continuare a realizzare performance brillanti hanno indotto gli investitori a ricercare coperture in vista di possibili correzioni. Pur ritenendo che l'inasprimento monetario della Fed proseguirà, giudichiamo contenuti i rischi al ribasso per le quotazioni dell'oro, dal momento che i tassi d'interesse reali si manterranno su livelli depressi con l'accelerazione dell'inflazione negli Stati Uniti. Tuttavia, uno shock causato per esempio da una correzione del mercato azionario potrebbe spingere verso l'alto i prezzi del metallo giallo. In definitiva, il prossimo anno non prevediamo grandi cambiamenti per i prezzi dell'oro. Nonostante il contesto di tassi d'interesse in aumento, gli investitori restano ottimisti sull'oro, perché a nostro avviso ora vedono nel metallo giallo più una polizza assicurativa dalle turbolenze geopolitiche che un investimento.

Valutazioni eccessive delle azioni

Sapersi orientare fra le valutazioni eccessive dei mercati sia azionari che obbligazionari, evitando le possibili trappole della bassa volatilità, sarà un obiettivo cruciale per gli investitori nel 2018. I margini delle aziende statunitensi risentiranno della stretta monetaria operata dalla Fed e della crescita dei salari. Il consolidamento del mercato del lavoro USA, che proseguirà nel 2018, dovrebbe accentuare sensibilmente le pressioni salariali e rafforzare la spinta inflazionistica legata al bisogno delle imprese di aumentare i prezzi nel tentativo di salvaguardare i margini. Di norma, in questa fase del ciclo economico, l'aumento del rapporto prezzo/utili rende i mercati molto più esposti a possibili correzioni, soprattutto negli Stati Uniti dove le valutazioni sono eccessive su basi sia assolute che relative. Continuiamo a individuare valore nelle azioni europee e dei mercati emergenti, dove la crescita economica appare più sostenibile il prossimo anno.

L'enigma dei mercati emergenti

Un'altra possibile conseguenza della stretta monetaria negli Stati Uniti deriva dall'impatto negativo sulla crescita economica dei mercati emergenti e in particolare della Cina. L'espansione delle economie emergenti potrebbe infatti essere minacciata da un aumento dei costi dell'indebitamento, dei costi dei fattori produttivi e della volatilità dei cambi, come pure da un potenziale assottigliamento dei ricavi dei produttori di materie prime, vulnerabili a un rialzo dell'USD nell'attuale fase di contrazione dell'offerta di materie prime.



La domanda dei paesi emergenti è cruciale anche per i mercati delle commodity, in quanto tali economie pesano per il 70% sulla domanda di metalli industriali. In quest'ambito, ci aspettiamo che un'eventuale debolezza dei prezzi delle materie prime venga ampiamente compensato da una robusta crescita della domanda, sempre grazie alla Cina. Benché persistano timori sull'aumento del debito, le autorità monetarie cinesi dimostrano una continua disponibilità a sostenere il sistema finanziario con stimoli per allentare le condizioni finanziarie. La ricerca di investimenti alternativi fuori dalle classi di attivi tradizionali ci porta a prevedere una sovraperformance delle commodity, che riceveranno un sostegno importante dalla crescita della spesa globale per infrastrutture. Le materie prime costituiscono un gruppo eterogeneo, tuttavia prevediamo che il miglior risultato del 2018 sarà appannaggio dei metalli industriali (v. [Una correzione transitoria dei metalli industriali potrebbe aprire nuovi punti di ingresso](#)). Questo settore dovrebbe trarre i maggiori vantaggi dal miglioramento della crescita dei mercati emergenti; allo stesso tempo, riteniamo che l'offerta rimarrà insufficiente nel 2018 per via della persistente carenza di investimenti in infrastrutture per l'attività estrattiva.

Prospettive per l'oro: un anno senza variazioni

A cura di Nitesh Shah – Director – Commodities Strategist | nitesh.shah@etfsecurities.com

Sintesi

Secondo il nostro scenario di riferimento, il valore di equilibrio dell'oro rimarrà sostanzialmente invariato il prossimo anno, poiché il sostegno derivante dall'aumento dell'inflazione compenserà la pressione al ribasso esercitata dall'aumento dei tassi d'interesse.

Nonostante il rialzo dei tassi ufficiali, nel 2017 il dollaro USA si è deprezzato e i rendimenti dei Treasury sono diminuiti: due tendenze paradossali che dovrebbero esaurirsi nel 2018.

Le variazioni delle quotazioni aurifere nei nostri scenari rialzista e ribassista (rispetto al nostro scenario di base) si fondano in gran parte su ipotesi riguardanti il posizionamento degli investitori. Molti indicatori della volatilità di mercato segnano attualmente livelli modesti. Tuttavia, esistono diversi rischi sia politici che finanziari. Il sentiment nei confronti dell'oro potrebbe mutare sensibilmente a seconda delle previsioni che finiranno per condizionare l'umore dei mercati.

Previsioni sui prezzi dell'oro



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 20 novembre 2017.

Prosegue la stretta della Federal Reserve USA

Crediamo che al rialzo pienamente scontato del dicembre 2017 la banca centrale statunitense farà seguire l'anno prossimo altri tre incrementi dei tassi. Ciò va ad aggiungersi ai tagli di bilancio già annunciati dalla Fed¹. Anche se alcuni operatori ritengono che sotto la nuova presidenza la Fed diverrà più accomodante, noi crediamo che la banca centrale statunitense continuerà a muoversi sulla base dei dati, attribuendo maggior peso alle analisi elaborate dagli economisti interni nelle decisioni del Consiglio. Alla luce del rafforzamento della domanda interna e del buon andamento del mercato del lavoro, sarà difficile ignorare il potenziale inflazionistico.

L'inflazione acquirerà slancio

Nonostante i numerosissimi segnali di ripresa ciclica, nel 2017 l'inflazione si è mantenuta modesta. Questa apparente debolezza dei prezzi è ascrivibile a un ampio ventaglio di fattori idiosincratici che difficilmente si ripeteranno: fra questi, i cambiamenti delle politiche di prezzo degli operatori dominanti della telefonia mobile, l'incidenza dell'eclissi solare sull'andamento delle prenotazioni alberghiere, l'abbattimento di intensi uragani e l'apertura di nuove tratte da parte delle compagnie aeree low-cost. Anche il calcolo del canone figurativo delle case di proprietà ha creato alcune distorsioni nei dati dell'inflazione, essendo correlato ai prezzi dell'energia. Prevediamo che il calo della volatilità di questi ultimi eliminerà tali distorsioni. Il tasso di disoccupazione è sceso sui minimi degli ultimi 16 anni, mentre i posti di lavoro segnano ogni mese un robusto incremento (malgrado la devastazione causata dagli uragani). Il vigore del mercato del lavoro si tradurrà ora in una maggiore inflazione, nel solco della tradizionale relazione tra queste due variabili².

Prevediamo un aumento dell'inflazione USA al 2,4% a giugno 2018 e al 2,6% entro dicembre 2018 (dal 2,2% di settembre 2017). Tali livelli saranno probabilmente troppo elevati per la Fed, la quale non avrà comunque grandi margini d'intervento il prossimo anno, dati i ritardi insiti nella politica monetaria e la scarsa reattività dei prezzi (le pressioni inflazionistiche si sono rafforzate quest'anno). Ciò malgrado, siamo convinti che nel 2018 saranno necessari tre rialzi dei tassi per mantenere sufficientemente salde le aspettative d'inflazione.

¹V. "Il ridimensionamento del bilancio della Fed avrà un impatto contenuto sui rendimenti USA", settembre 2017

²Stilizzata nella Curva di Phillips Curve e in numerose varianti http://www.economicsonline.co.uk/Global_economics/Phillips_curve.html



Rendimenti dei Treasury USA

Durante la stretta dei tassi avvenuta durante il 2017, la curva dei rendimenti dei Treasury USA si è appiattita. A fronte di 75 pb di incrementi del tasso di riferimento dal dicembre 2016, i rendimenti nominali del Treasury a 10 anni sono scesi dal 2,60% al 2,34%. Riteniamo improbabile un'ulteriore diminuzione dei rendimenti decennali e ci aspettiamo che aumentino al 3,1% entro la fine del 2018.



Prevediamo un modesto apprezzamento del dollaro USA (v. [Prospettive 2018 per le valute](#)), che annullerà parte della debolezza mostrata nel 2017. A nostro avviso il DXY (l'indice del dollaro USA ponderato per l'interscambio) si porterà a quota 102 entro la fine del 2018 dall'attuale livello di 94. Nel 2017 il biglietto verde è stato penalizzato dall'assenza di passi avanti nell'attuazione delle politiche pro-crescita promesse dall'amministrazione Trump, dalle mancate riforme del fisco e del bilancio e da un euro e uno yen generalmente più forti. Alcuni di questi trend continueranno a frenare la performance del dollaro anche nel 2018, ma il rialzo dei tassi d'interesse darà sostegno alla valuta statunitense. A nostro parere la divergenza tra le politiche monetarie di Federal Reserve, Banca centrale europea e Bank of Japan diventerà ancora più marcata, poiché il ritmo del tapering avviato dagli ultimi due istituti lascia sempre più insoddisfatti i mercati. Di conseguenza, euro e yen perderanno parte della loro forza.

Clima di fiducia

Prevediamo che le posizioni sull'oro nel mercato dei futures CFTC si attesteranno intorno a 120.000 contratti long netti, sotto il livello attuale (190.000 contratti) ma marginalmente sopra la media di lungo periodo, pari a circa 90.000 contratti long netti. Il posizionamento corrente è elevato per via dei timori alimentati negli investitori dai venti di guerra fra Stati Uniti/Giappone e Corea del Nord, a cui si aggiungono alcune tensioni in Medio Oriente. Queste apprensioni potrebbero dissolversi in assenza di nuovi sviluppi su questi punti caldi. Abbiamo notato che quando le questioni geopolitiche cadono nel dimenticatoio la maggiorazione nel prezzo dell'oro dovuta al premio per il rischio politico tende a erodersi. Affinché tale premio resista nel tempo, è necessario che questi timori geopolitici rimangano ben presenti nella mente degli investitori.

Scenario rialzista

Il nostro scenario rialzista per l'oro ipotizza unicamente due aumenti dei tassi nel 2018. Pertanto, il DXY salirebbe solo a quota 99 e i rendimenti dei Treasury si porterebbero ad appena il 2,8%; l'inflazione aumenterebbe inoltre al 3%.

Innalziamo a 200.000 contratti long netti il posizionamento degli investitori sull'oro per l'intero orizzonte temporale di riferimento. Questo è uno dei principali driver dell'aumento dei prezzi dell'oro in questo scenario rispetto allo scenario di base. Esistono svariati rischi in grado di far salire la domanda di futures sull'oro:

- I continui venti di guerra tra Stati Uniti/Giappone/Corea del Sud e Corea del Nord;
- L'escalation della guerra a distanza fra l'Arabia Saudita e l'Iran;
- Una correzione disordinata del mercato del credito in Cina;
- La paralisi politica italiana derivante dall'incapacità di formare un governo dopo le elezioni;
- L'indipendentismo catalano che spinge la Spagna verso il rischio di una guerra civile;
- La possibilità di nuove elezioni politiche in Germania; e

- Picchi di volatilità del mercato, rilevati da indicatori come il VIX (azioni) e il MOVE (obbligazioni), [per effetto della liquidazione delle posizioni legate alla ricerca di rendimento](#)

Nello scenario rialzista, il prezzo dell'oro salirà a 1.420 USD all'oncia entro metà anno per poi riscendere poco al di sotto di 1.400 USD all'oncia entro la fine del 2018.

Scenario ribassista

Nel nostro scenario ribassista, ipotizziamo che la Fed attui quattro rialzi dei tassi nel 2018, con l'intento di rinsaldare le aspettative di inflazione. Entro fine anno, i rendimenti nominali dei Treasury a 10 anni salgono al 3,3%, mentre il DXY raggiunge quota 105 e l'inflazione ridiscende all'1,6%. In questo scenario, ipotizziamo la totale assenza di premi al rischio geopolitico o di shock negativi sui mercati finanziari e, di conseguenza, le posizioni speculative scendono a 40.000 contratti long netti. Nella nostra ipotesi ribassista, il prezzo dell'oro cala a 1.110 USD all'oncia entro la fine del 2018.

Petrolio: le scorte tornano a crescere

A cura di Nitesh Shah – Director – Commodities Strategist | nitesh.shah@etfsecurities.com

Sintesi

Le scorte di greggio dell'OCSE sono diminuite e le curve dei futures sul petrolio sono in backwardation. Ciò significa che l'OPEC ha realizzato il suo obiettivo?

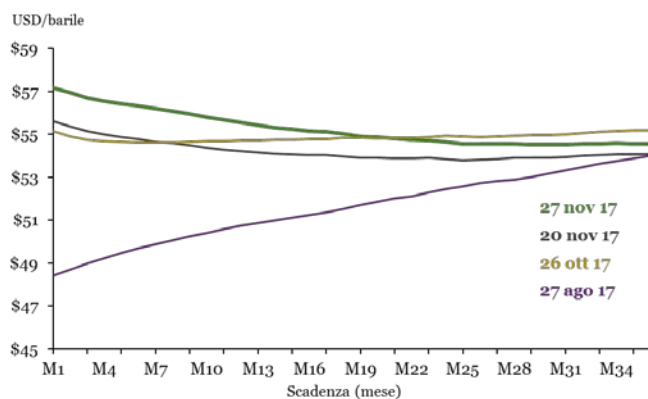
No, la produzione USA è destinata a crescere e la domanda a erodersi nel quadro di prezzi in aumento. Il probabile ritorno a una sovrapproduzione del mercato porta a escludere che le scorte continuino a diminuire.

I premi al rischio politico non dovrebbero incidere a lungo sui prezzi del petrolio.

Backwardation

Un anno fa molti osservatori sostenevano che la strategia dell'OPEC fosse quella di invertire la curva dei futures sul petrolio, portandola dal contango alla backwardation. Il contango, a loro dire, incentivava i produttori di shale oil a proseguire l'attività estrattiva nonostante la debolezza dei prezzi a pronti, dal momento che i prezzi a termine più elevati consentivano loro di immagazzinare il greggio per garantirsi prezzi migliori a una data futura. Il contango avrebbe quindi generato un continuo aumento delle scorte. La curva dei futures è ora in backwardation.

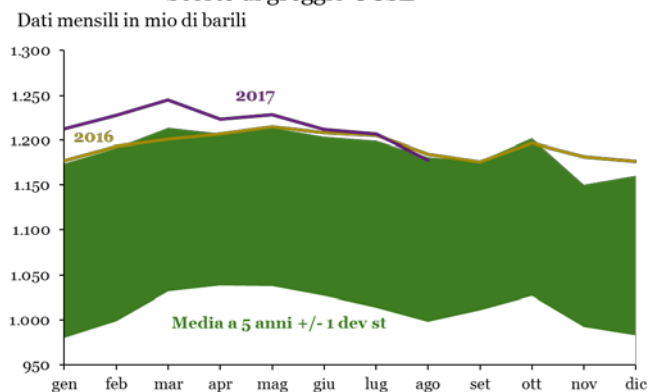
Futures sul Brent



Le scorte diminuiscono...

Le scorte stanno diminuendo in tutta l'OCSE (non esistono dati sulle scorte globali). La riduzione riguarda soprattutto le strutture galleggianti (che sono la forma di stoccaggio più onerosa).

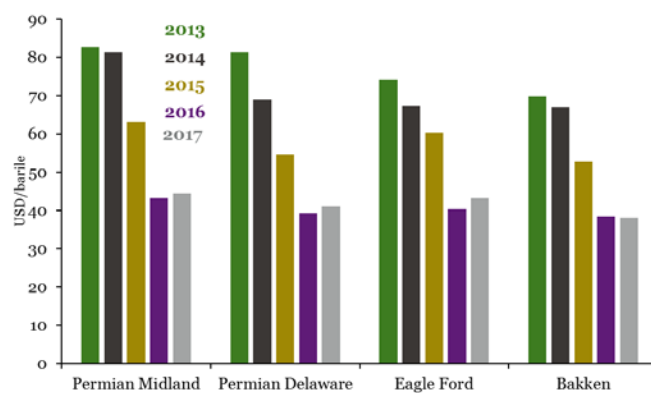
Scorte di greggio OCSE



... ma il calo è probabilmente temporaneo visto l'aumento della produzione USA...

Difficilmente, tuttavia, la diminuzione delle scorte durerà a lungo. Ai prezzi correnti l'offerta USA dovrebbe espandersi notevolmente. La produzione USA di shale oil raggiunge il pareggio a poco meno di 40 USD al barile. Con il WTI attualmente a 55 USD al barile, vi sono ampi margini di redditività e prevediamo un netto incremento dell'offerta.

Punto di pareggio per bacino



Nel 2018, la produzione USA dovrebbe toccare un massimo storico, superando il picco raggiunto prima della guerra dei prezzi del 2014 e la soglia dei 10 milioni di barili segnata per

l'ultima volta nel 1970. Non vi sono indicazioni che la backwardation delle curve dei futures interromperà la crescita della produzione USA.

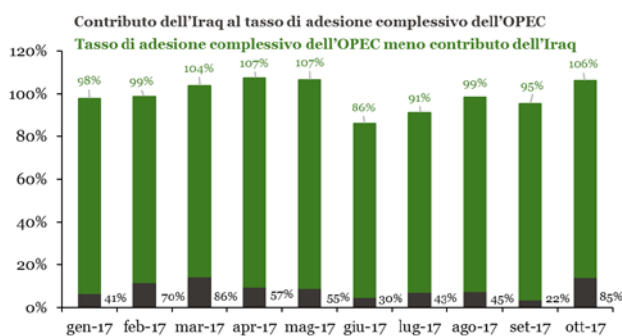


... e l'adesione alle quote OPEC vacilla

Nell'ottobre 2017 l'OPEC e i suoi 10 partner esterni hanno raggiunto il miglior livello storico di adesione all'accordo per il taglio della produzione. Tuttavia, uno sguardo ai dettagli rivela che tale risultato è riconducibile per la maggior parte a paesi come l'Iraq. Il tasso di adesione dell'Iraq è balzato dal 22% di settembre all'85% di ottobre, dando un grosso contributo all'aumento del tasso di adesione complessivo dell'OPEC (passato dal 95% di settembre al 106% di ottobre). È un risultato difficile da ripetere in quanto innescato dalle interruzioni delle forniture provocate dal voto sull'indipendenza della regione del Kurdistan. Dubitiamo che la minaccia di un'interruzione della produzione di petrolio nella regione curda sia credibile. La Turchia, il maggior acquirente del petrolio, non ha dato seguito alla minaccia di chiudere gli oleodotti che trasportano il greggio fuori dalla regione.

L'OPEC ha recentemente annunciato la proroga dell'accordo per ridurre la produzione petrolifera di 1,2 mio di barili dall'ottobre 2016 alla fine del 2018 [correggere se opportuno al 30 novembre]. Riteniamo che l'adesione ai tagli in questa seconda fase sarà inferiore alle attese. Nelle ultime settimane la Russia ha ribadito lo scarso entusiasmo suscitato dall'operazione, in netto contrasto con quanto aveva dichiarato in estate, a indicare che la pazienza dei partner esterni dell'OPEC si sta esaurendo.

Tassi di adesione dell'OPEC

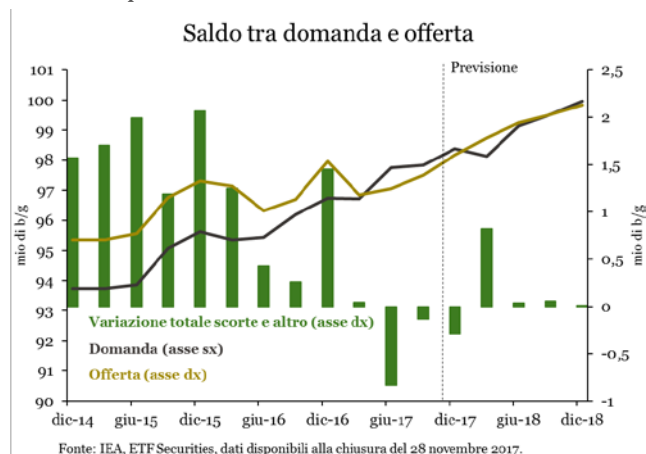


Le bande verdi indicano i tassi di adesione complessivi dell'OPEC
Le bande nere indicano i tassi di adesione dell'Iraq

Fonte: OPEC, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 28 novembre 2017.

Le scorte tornano a crescere

Con l'espansione dell'offerta USA e la promessa difficilmente realizzabile di un taglio consistente della produzione OPEC, prevediamo una crescita dell'offerta. Parallelamente, visti i prezzi in ascesa del 33% nell'ultimo anno, la domanda non dovrebbe continuare ad aumentare ai ritmi attuali. Il quarto trimestre 2017 potrebbe chiudere la fase di deficit dell'offerta per qualche tempo. Le eccedenze andranno a incrementare le scorte dell'OCSE. E meno male che la backwardation doveva essere una panacea!



Il premio al rischio politico è destinato a svanire

A inizio novembre gli sviluppi in Arabia Saudita hanno determinato un rialzo del 2,2% delle quotazioni petrolifere. A meno che i rischi geopolitici non rimangano sotto i riflettori, prevediamo un calo dei prezzi del petrolio.

Nel perseguire il suo obiettivo di modernizzazione dell'economia nazionale, il principe ereditario dell'Arabia Saudita, Mohammed bin Salman, si è impegnato a contrastare la corruzione nel paese. Dato il coinvolgimento nelle indagini di molti esponenti dell'élite economica e politica, si rischia la rottura del fragile consenso che per molti decenni ha tenuto unito il paese.

L'Arabia Saudita ha accusato Iran e Libano di compiere atti di guerra: il primo per aver fornito un missile usato dallo Yemen nel tentato attacco all'aeroporto saudita; il Libano per gli atti di aggressione perpetrati dagli Hezbollah sciiti libanesi fiancheggiati dall'Iran. Nel 2015 l'Arabia Saudita ha avviato un intervento militare nello Yemen, interpretato come una "guerra a distanza" contro l'Iran dato il sostegno di quest'ultimo ai ribelli Houthi che avevano rovesciato il precedente governo yemenita. Gli ultimi sviluppi mostrano un'escalation di questa guerra a distanza.

Il mercato percepisce i conflitti sauditi sia interni che esterni come possibile causa di un'interruzione della produzione di petrolio nella regione.

A nostro avviso il premio per al rischio geopolitico incorporato nel prezzo del petrolio non dovrebbe durare a lungo, salvo in caso di conflitto bellico vero e proprio. La guerra a distanza fra i sauditi e gli iraniani imperversa da oltre due anni, con una scarsa influenza sul prezzo del petrolio a parte l'ultimo periodo. Se i rischi non verranno portati alla costante attenzione degli investitori, i premi tenderanno a svanire nel giro di poche settimane.

Prospettive 2018 per le valute

A cura di Martin Arnold – Director –FX & Macro Strategist | martin.arnold@etfsecurities.com

Sintesi

La forma piatta delle curve dei rendimenti globali aprirà la strada a un rafforzamento generalizzato del dollaro USA (USD) non appena la Federal Reserve (Fed) avvierà stretta monetaria.

La Banca centrale europea (BCE) non sta adottando politiche restrittive e le sue caute previsioni sull'inflazione continueranno a spingere al ribasso l'euro.

La sterlina britannica (GBP) dovrebbe continuare a muoversi entro un intervallo ristretto nel breve periodo, ma ha le carte in regola per violare la resistenza se nel primo semestre 2018 sarà superata l'incertezza che pesa sui negoziati della Brexit.

Heatmap valute

	MvC	Carry	Valutazione	Posizionamento	Totale
EUR/USD	0	-1	-1	1	-1
USD/JPY	1	-1	1	-1	0
GBP/USD	0	-1	1	1	1
USD/CHF	0	-1	-1	-1	-3
AUD/USD	0	1	-1	1	1
EUR/GBP	0	-1	-1	1	-1
Indice dell'USD	0	1	n/a	-1	0

(per le definizioni degli indicatori contenuti nell'heatmap si rimanda all'*ETFS Outlook di gennaio 2017*).

Osservando la heatmap dei fondamentali delle valute emerge un segnale evidente: l'assenza di sicurezza. Nei prossimi mesi il CHF e il JPY dovrebbero indebolirsi nei confronti dell'USD.

Nel contesto valutario più favorevole del 2018 i fondamentali, e in particolare l'enfasi sulla politica monetaria, dovrebbero tornare a condizionare le tendenze strategiche nei mercati dei cambi. La divergenza delle politiche monetarie accentuerà la ripidità delle curve e i differenziali di rendimento tra i paesi; restiamo pertanto ottimisti sull'USD e, in misura più limitata, sulla GBP.

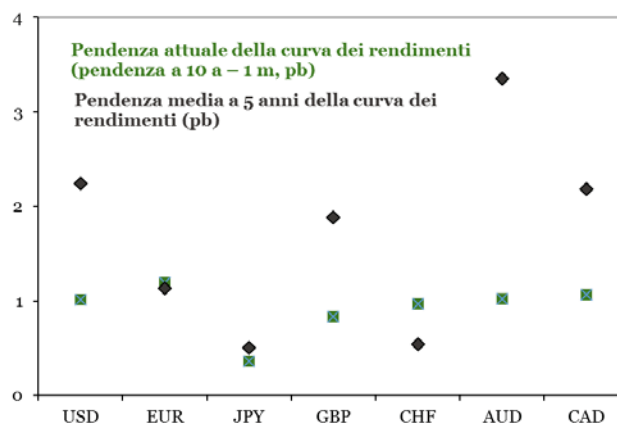
Curve dei rendimenti globali più piatte

Una curva piatta dei rendimenti obbligazionari di forma piatta segnala prospettive economiche relativamente deboli. Le curve dei rendimenti globali sono in maggioranza più piatte rispetto alle medie storiche, a indicare che la ripresa mondiale è stata

più graduale che nei cicli precedenti. Tuttavia, anche le politiche delle banche centrali hanno influito sulla forma delle curve, riducendo i rendimenti a lungo termine mediante i programmi di acquisto di titoli con l'obiettivo di stimolare l'attività economica.

L'euro e il franco svizzero si distinguono dalle altre valute del G10 poiché le rispettive curve dei rendimenti sono più ripide rispetto alla media di lungo periodo. Con l'avvio della stretta monetaria da parte della Fed e della Bank of England (BoE), la maggiore ripidità delle curve potrebbe favorire una sovraperformance di tali valute rispetto a quelle che presentano curve di forma più o meno "normale". La curva giapponese è sostanzialmente in linea con la media, il che potrebbe limitare un eventuale apprezzamento del JPY.

Curve più piatte

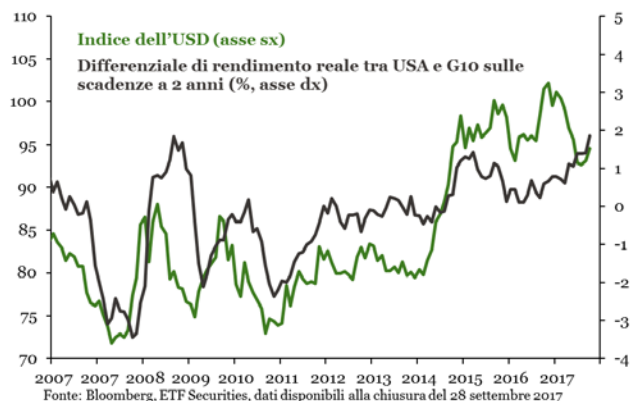


Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 23 novembre 2017.

Dollaro in ascesa

Riteniamo che l'USD beneficerà del miglioramento del quadro economico statunitense e della stretta monetaria operata dalla Fed. Il sostegno al biglietto verde non deriverà esclusivamente dal rialzo dei tassi a breve. Anche l'irripidimento della curva dei rendimenti che potrebbe accompagnare la riduzione del bilancio della Fed favorirà l'apprezzamento dell'USD, alleviando la soppressione artificiale del segmento a lunga. Escludendo il JPY, l'USD rimane la meno favorita tra le principali valute rispetto alla media di lungo periodo, con posizioni nette degli investitori appena superiori ai minimi storici.

L'USD tocca un minimo

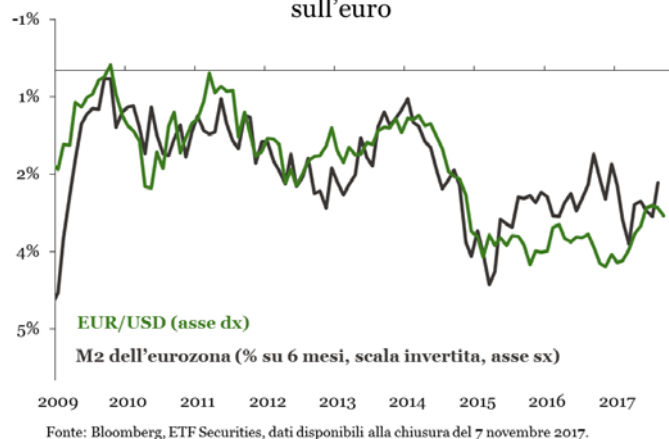


La BCE non sta attuando una stretta monetaria...

Benché la BoE e la BCE sembrano adottare approcci diversi all'inasprimento della politica monetaria, crediamo sia presto per giudicare: lungi dall'attuare una contrazione, l'istituto di Francoforte sta ancora espandendo il proprio bilancio. In ogni caso il mercato pare aver già scontato l'inizio di un nuovo ciclo restrittivo. Come ha spiegato il presidente Draghi, la BCE non ha avviato il tapering del suo programma di stimolo, ma si è limitata a "snellirlo", prorogandone la durata di nove mesi; in tal modo, il bilancio della banca è destinato a espandersi di almeno 270 mrd di EUR nel 2018.

A dispetto della previsione di "tassi d'interesse di riferimento fermi agli attuali livelli... ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività", riteniamo improbabile che la BCE rimuoverà le misure di stimolo senza aver prima innalzato i tassi. Di conseguenza, a fronte di un continuo aumento dell'offerta di moneta, l'euro resterà sotto pressione, soprattutto con il cosiddetto "tapering" già scontato dai mercati. Il vigore dell'euro nel secondo semestre del 2017 è ascrivibile alla maggiore ripidità della curva dei rendimenti dell'eurozona; a nostro parere, il persistere delle politiche di stimolo della BCE espone la moneta unica a un rischio di ribasso nel breve periodo.

La moderazione della BCE metterà pressioni sull'euro



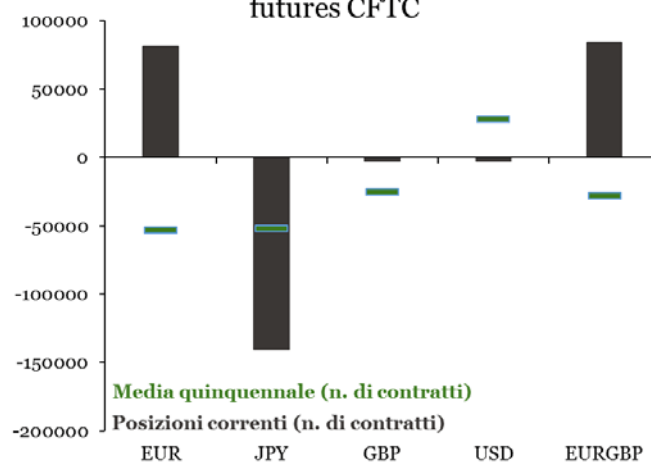
Brexit, regna l'incertezza

Per contro, a ottobre la BoE ha avviato un ciclo di inasprimento innalzando il tasso di riferimento allo 0,5%, in linea con le attese dei mercati e come non accadeva da dieci anni. Nonostante a ottobre l'inflazione abbia superato il 3,0%, la banca centrale ha sottolineato che i tassi "saliranno con gradualità", gravando in tal modo sull'andamento recente della GBP.

I toni più aggressivi del governatore della BoE Carney in una dichiarazione precedente alla riunione di ottobre, unitamente alle pressioni inflazionistiche in atto e alla tenuta del contesto economico hanno avvalorato ciò che sostenevamo da tempo, ossia che nel 2017 la BoE avrebbe aumentato i tassi. Per quanto tali elementi costituissero la base della decisione della BoE, la banca centrale non si è sbilanciata oltremodo nel valutare l'incerto impatto della Brexit sulle prospettive di crescita e sul futuro andamento dei tassi d'interesse.

Malgrado "bilanci societari solidi e condizioni finanziarie ancora favorevoli", secondo la BoE, con la Brexit prevalgono la confusione e l'incertezza. La GBP resta condizionata dagli umori dei negoziati sul divorzio tra Regno Unito e UE e queste preoccupazioni tenderanno a comprimere i guadagni nel breve periodo. Nei prossimi anni, tuttavia, la stretta monetaria accrescerà i rendimenti a breve termine e il consolidamento della ripresa economica dovrebbe accentuare l'inclinazione della curva dei rendimenti, riportandola in linea con la media storica. Per la GBP prevediamo un andamento laterale rispetto all'USD, ma anche la possibilità di un forte recupero sull'euro, poiché il mercato inizia a scontare sia la tenuta dell'economia britannica, con i conseguenti effetti sull'inflazione, sia il carattere moderato delle politiche BCE. Nel primo semestre del 2018 entrambi questi fattori dovrebbero comportare un calo delle elevate posizioni in futures sull'EUR contro GBP.

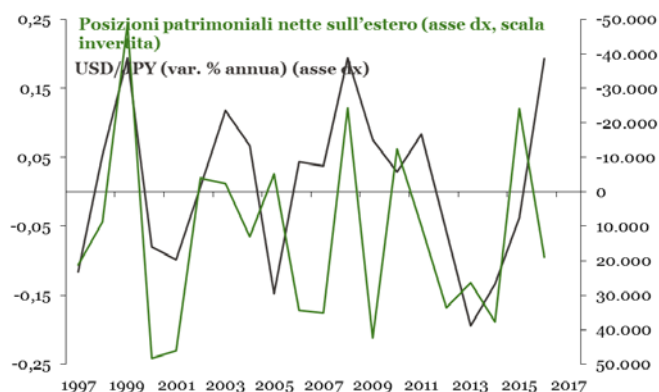
Posizioni nette non commerciali in futures CFTC



Prevalenza dello status quo

Con la vittoria elettorale del Premier Abe, il governatore della Bank of Japan (BoJ) Kuroda dovrebbe conservare il suo posto alla guida della banca centrale giapponese. Prevediamo quindi che il JPY resterà invischiato nell'agguerrita politica di QQE (quantitative e qualitative easing) della BoJ. Salvo in caso di attenuazione della propensione al rischio a livello globale, magari stimolata da una brusca correzione dei mercati azionari, riteniamo il complesso dei rischi per il JPY sia nettamente orientato al ribasso. Finché gli investitori continueranno a perseguire rendimenti all'estero in un contesto di propensione al rischio, il JPY rimarrà sotto pressione.

Flussi di capitali giapponesi



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 28 marzo 2017.

Platino: più incertezze che opportunità

A cura di Aneeka Gupta – Associate Director – Equity & Commodities Strategist | aneeka.gupta@etfsecurities.com

Sintesi

La sovraperformance del palladio nasce da una convergenza di fattori – lo scandalo del “dieselgate”, la vivace domanda di automobili e gli acquisti speculativi – che non è però sostenibile.

L’accelerazione della crescita del settore automobilistico europeo dovrebbe compensare il lento declino della quota di mercato delle vetture diesel, sostenendo così la domanda di platino.

La durevole risalita dei prezzi del platino nel lungo periodo scaturisce dai consistenti tagli alla produzione.

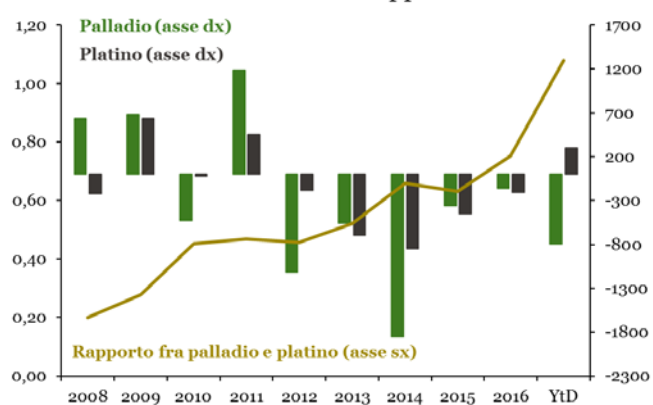
Nel 2017 il palladio ha guadagnato il 43%, realizzando la migliore performance nell’universo delle materie prime e sopravanzando il platino per la prima volta in 16 anni. Storicamente i prezzi di questi due metalli seguono un andamento sincronico, poiché sono impiegati soprattutto nelle marmitte catalitiche rispettivamente dei motori a benzina e diesel.

palladio ha sottoperformato il platino per più di otto anni consecutivi.

Il “dieselgate” ha rafforzato il valore del palladio.

La domanda di platino ha registrato una battuta d’arresto dopo lo scandalo sulle emissioni suscitato due anni fa dalla Volkswagen che ha intaccato il sentiment degli investitori nei confronti del metallo prezioso. Dai dati dell’Associazione europea dei costruttori di automobili (ACEA), nel primo semestre 2017 le vendite di auto a benzina risultano aver sorpassato quelle di vetture diesel per la prima volta dal 2009. Da inizio anno la quota dei veicoli diesel è scesa del 3,8%, a fronte di un incremento del 10% della quota delle auto a benzina. Attualmente in Francia il mercato è dominato dalle vetture a benzina, diversamente dal passato quando il 70% dei veicoli montava motori diesel. Inoltre, la crescente domanda di vetture a benzina più grandi e dotate di motori più potenti ha contribuito, insieme agli standard di emissioni più stringenti, ad aumentare le esigenze di carico del palladio. Questo cambiamento delle preferenze di consumo, in termini di dimensioni e di categoria delle auto, ha giocato un ruolo determinante nella recente biforcazione della performance dei due metalli preziosi. Ciò premesso, le vendite di auto negli Stati Uniti e in Cina, due paesi dove spopolano le vetture a benzina, sono in diminuzione, e il rialzo del palladio potrebbe pertanto attenuarsi nel breve periodo.

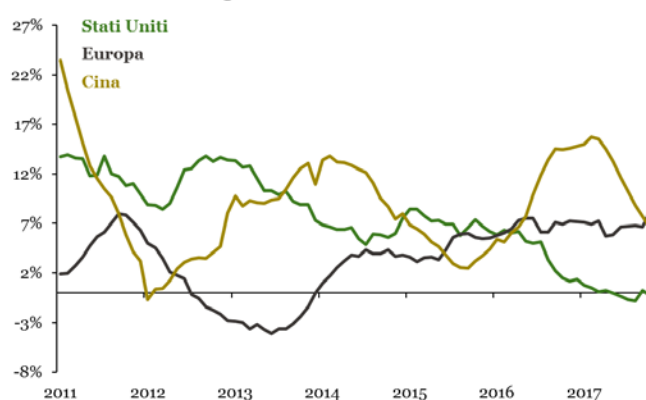
Saldo netto e rapporto



Fonte: Bloomberg, Johnson Matthey, ETF Securities, alla chiusura del 7 novembre

L’ultima sovraperformance del palladio rispetto al platino risale al 2000 e fu causata dalle difficoltà di approvvigionamento dalla Russia. Benché il governo russo non passò mai dalle parole ai fatti, il suo paventato stop alla vendita di palladio insinuò il timore di un’offerta insufficiente, amplificando l’impennata dei prezzi di questo metallo. Va detto che successivamente il

Crescita globale delle vendite di auto



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, alla chiusura del 30 ottobre 2017.

La domanda europea di auto giova al platino

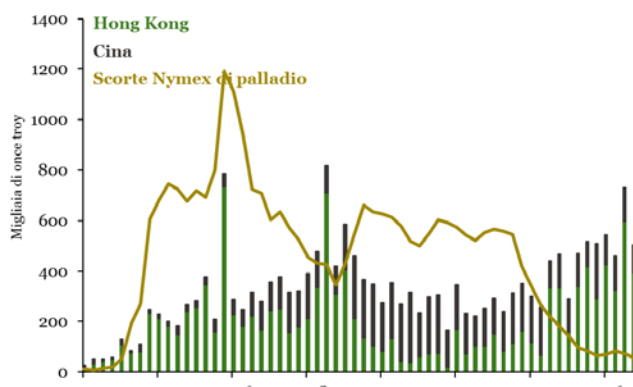
Le vendite di auto nel vecchio continente (dominato dalle vetture diesel) sono in aumento. Dal momento che la flessione della quota di mercato del diesel sarà un processo lungo e graduale, la domanda di platino rimarrà sostenuta. A favorire la ripresa dei prezzi del platino nel medio periodo contribuiscono inoltre gli standard europei sulle emissioni, sempre più stringenti.

Notoriamente il platino è due volte più efficace del palladio nelle marmitte catalitiche. Il potenziale di sostituzione fra i due metalli preziosi dipende da quanto è ritenuto persistente dai produttori l'attuale sconto di prezzo del platino rispetto al palladio. Un incentivo alla sostituzione del palladio può venire anche dai timori di un'offerta insufficiente del metallo nel lungo periodo (una carenza è prevista nel 2018).

Acquisti speculativi destinati a sgonfiarsi

La sovraperformance del palladio è in larga misura ascrivibile agli acquisti speculativi stimolati dalle sue prospettive rialziste. Nella prima settimana di giugno il tasso per prestiti d'uso sul palladio è balzato dal 3,5% al 16%, evidenziando la scarsa disponibilità del metallo prezioso. I dati indicano che gli elevati acquisti dall'Asia hanno travolto questo mercato dalle dimensioni relativamente ridotte. Fra i quattro metalli preziosi negoziati in borsa, il palladio presenta il mercato più piccolo e meno liquido e rimane vulnerabile a brusche oscillazioni dei prezzi causate da afflussi improvvisi di investimenti speculativi.

Import e scorte di palladio



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 30 ottobre 2017.

La curva a termine dei metalli preziosi tende di solito ad essere in contango (prezzo futuro maggiore di quello corrente). Tuttavia, la curva a termine del palladio è in backwardation da quasi nove mesi, a riprova delle condizioni tese sul mercato. Mentre il contango esprime il costo di detenzione di una materia prima, la backwardation indica il rendimento che ne deriva. Ciò detto, la pendenza della curva del palladio in backwardation permette attualmente agli speculatori di acquistare i contratti a termine al prezzo più basso per poi chiudere le posizioni aprendone altre a un prezzo spot più elevato. In questo modo si fissa un rendimento positivo al

rinnovo che, nell'attuale contesto di bassi rendimenti, ha raccolto un altissimo interesse. Per questo motivo la domanda di palladio si concentra per la maggior parte sull'oggi, in una cornice di ottimismo che tenderà a disfarsi in futuro.

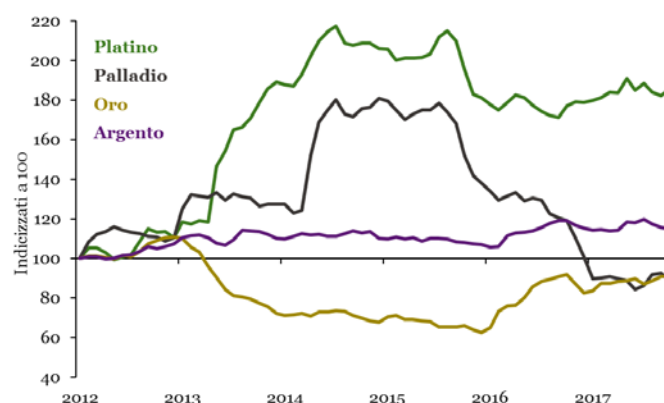
I forti sconti sul platino sostengono la domanda

Storicamente il platino presenta un significativo sovrapprezzo rispetto all'oro, ma attualmente è negoziato con uno sconto del 28% rispetto al metallo giallo. Il platino è fortemente correlato all'oro, ma in questo ciclo ha replicato solo i suoi movimenti ribasso, recependone i rialzi in minima parte. Riteniamo che questo trend recente potrebbe cessare per lasciar spazio alla correlazione tradizionale non appena i consumatori si renderanno conto della grande convenienza del platino. A nostro parere gli acquirenti di gioielli attenti ai prezzi inizieranno a prediligere il platino, che è relativamente a buon mercato e viene accettato sempre più diffusamente in mercati chiave come la Cina e l'India. Dato il quadro favorevole creato dalle condizioni economiche mondiali in miglioramento, abbinato al prezzo relativamente interessante del platino, prevediamo un aumento della domanda di questo metallo. Riteniamo che la crescita si concentrerà soprattutto nelle applicazioni industriali: chimica, vetreria e apparati elettrici (la seconda maggiore componente, con un consumo di platino del 20%).

La domanda di platino a scopo di investimento è robusta

Gli ETP sul platino con copertura fisica hanno raccolto le maggiori masse in gestione nell'universo dei metalli preziosi, mentre il palladio è rimasto fanalino di coda. Il vantaggio relativo di prezzo e la minore volatilità del platino saranno i principali stimoli per il settore degli investimenti. Le posizioni nel platino dovrebbero giovare a un portafoglio proteggendolo dall'inflazione e dalla deflazione delle attività finanziarie, offrendo altresì un potenziale di rialzo a fronte della ripresa globale della domanda industriale.

ETF con copertura fisica



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, alla chiusura del 31 ottobre 2017.

Il potenziale di rialzo del platino è legato ai tagli alla produzione

I produttori sudafricani di platino (che rappresentano l'80% della produzione globale) sono in difficoltà per l'erosione dei margini provocata dalla discesa dei prezzi e dall'aumento dei costi fissi del metallo, a cui si aggiunge la domanda debole dai settori chiave. Ad oggi le miniere non hanno ridotto in misura significativa la produzione. Gli sforzi per distribuire i costi fissi su una produzione più ampia hanno generato una sovrapproduzione, che è tuttavia insostenibile. La società mineraria Sibanye ha di recente sconfessato la sua volontà di rinunciare all'estrazione di 300.000 onces di platino dal suo sito di Rustenburg. La riluttanza dell'impresa a chiudere giacimenti è indicativa dell'indisponibilità dei produttori a operare significativi tagli alla produzione per stimolare i prezzi.

La crescita dei veicoli elettrici è ancora agli inizi

La domanda di veicoli elettrici (VE) rappresenta il punto focale dei futuri rischi per l'industria del platino e del palladio. Le case automobilistiche sono attualmente interessate da un cambiamento strutturale, con l'abbandono dei motori a combustione interna a vantaggio dei veicoli elettrici a batteria. Nella realtà, la crescita delle vendite di VE sarà con ogni probabilità graduale, poiché le infrastrutture necessarie (lo sviluppo delle batterie e delle stazioni di carica che agevolino questo cambiamento) richiederanno tempi più lunghi del previsto. Di recente, la Cina ha annunciato l'intenzione di rinviare l'entrata in vigore della legge che obbligherà le case automobilistiche a produrre un numero minimo di VE. L'accettazione dei VE da parte dei consumatori è legata all'introduzione di un sistema diffuso di sussidi pubblici.

Il momentum ha alimentato l'euforia generalizzata nel 2017

A cura di Aneeka Gupta – Associate Director – Equity & Commodities Strategist | aneeka.gupta@etfsecurities.com

Sintesi

I flussi verso gli ETP sull'energia sono inversamente correlati ai prezzi dell'energia, smorzando la flessione di questi ultimi.

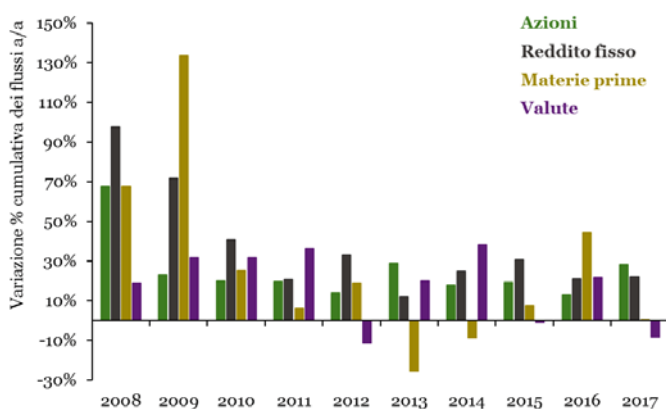
Gli ETP azionari basati sullo stile momentum hanno spinto al rialzo i mercati azionari globali, ma è probabile una correzione a breve.

La solida correlazione positiva tra i flussi verso gli ETP dei mercati emergenti e i prezzi sottostanti prospetta un ulteriore progresso dei prezzi.

Un altro anno record per l'universo degli ETP

Il 2017 è stato un altro anno positivo per l'universo degli ETP, le cui masse in gestione hanno varcato la soglia dei 4.500 mrd di USD su base globale. Gli investitori si sono riversati sugli ETF, a scapito dei fondi comuni, preparando così il terreno a un potenziale anno di flussi record anche nel 2018. La propensione al rischio di chi investe negli ETP azionari e obbligazionari è rimasta elevata, in quanto i flussi totali hanno evidenziato un notevole incremento del 28% e 22%, rispettivamente, sull'anno precedente. Al tempo stesso, visti i risultati eterogenei dell'universo delle materie prime, quest'anno i flussi negli ETP su commodity hanno evidenziato un andamento piatto.

Rotazione tra gli strumenti

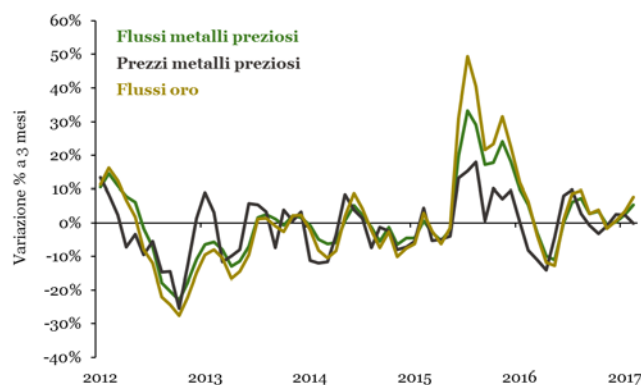


Fonte: Bloomberg, ETF Securities, alla chiusura del 30 ottobre 2017.

I flussi verso i panieri di materie prime rimangono stabili

Dall'inizio del 2017 gli ETP su materie prime hanno raccolto un totale di 115 mrd di USD, prevalentemente investiti negli ETP su metalli preziosi e sull'energia, rispettivamente per 75 e 20 mrd di USD. L'universo delle commodity ha evidenziato una divaricazione delle performance. I prezzi dell'energia e dei metalli industriali hanno messo a segno sensibili rialzi, rispettivamente del 15% e 17% su base annua. Per contro, metalli preziosi e prodotti agricoli hanno segnato il passo, con rendimenti annui fermi al 3% e al -13%. A giudicare dalla biforcazione delle performance delle materie prime, gli afflussi negli ETP su un ampio ventaglio di commodity sono rimasti stabili per l'intero 2017. In parallelo, i flussi verso gli ETP su metalli preziosi hanno seguito l'andamento dei prezzi sottostanti, con un'elevata correlazione di 0,7. La fetta maggiore degli investimenti negli ETP su metalli preziosi, pari all'80%, è andata all'oro. I flussi rimangono allineati alle quotazioni del metallo giallo (con una correlazione di 0,7). Attualmente il trend prefigura un'accelerazione dei prezzi dell'oro nel breve termine.

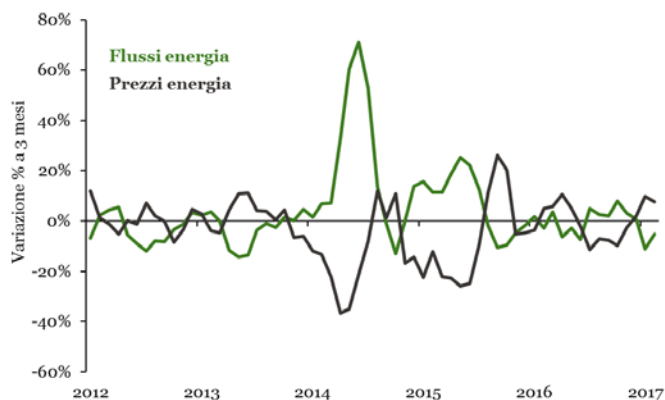
Metalli preziosi: flussi e prezzi



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 30 ottobre 2017.

In netto contrasto con la relazione positiva rilevata per la maggior parte degli ETP su materie prime, flussi e prezzi negli ETP sull'energia sono inversamente correlati (-0,7).

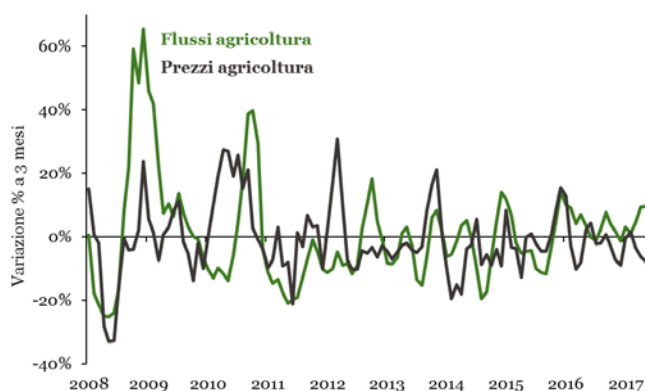
Energia: flussi e prezzi



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 30 ottobre 2017.

Questa correlazione negativa ha permesso agli ETP sull'energia di contenere i ribassi e offrire una resistenza nelle fasi di rialzo dei prezzi. Gli investitori a caccia di occasioni hanno inseguito senza sosta la flessione dei prezzi dell'energia, come evidenziato dal simultaneo aumento dei flussi. Inoltre, la direzione dei prezzi e i flussi netti del settore agricolo hanno mantenuto una correlazione di 0,3. Ultimamente, tuttavia, i flussi hanno sopravanzato i movimenti di prezzo, lasciando supporre che gli investitori a caccia di occasioni stiano acquistando sui ribassi. Inoltre, con l'avvicinarsi del 2018 potremmo osservare un rialzo dei prezzi agricoli.

Agricoltura: flussi e prezzi



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 30 ottobre 2017.

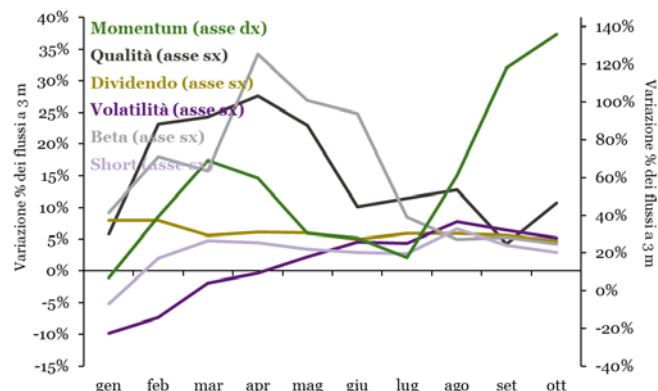
Nell'universo dei metalli industriali, la relazione positiva tra flussi e prezzi (correlazione di 0,6) segnala una correzione di questi ultimi, rilevabile dal rallentamento dei flussi.

Flussi azionari trainati dal momentum

Nel 2017 si è riaperto l'interesse degli investitori per gli ETP azionari. L'offerta di un ventaglio più ricco di prodotti per stile, settore e area geografica ha stimolato gli investitori azionari ad adottare diversi stili d'investimento. Lo stile preferito nel 2017 è stato il momentum investing. Il fenomeno del momentum è attribuibile a una serie di distorsioni comportamentali comuni tra gli investitori, che hanno spinto i mercati azionari globali a mettere a segno un record dopo l'altro. Il prevalere di un ottimismo acritico ha spinto gli investitori a gettarsi a capofitto

sulle azioni di maggior richiamo, in fase ascendente, e a vendere le azioni in calo, senza guardare ai fondamentali sottostanti.

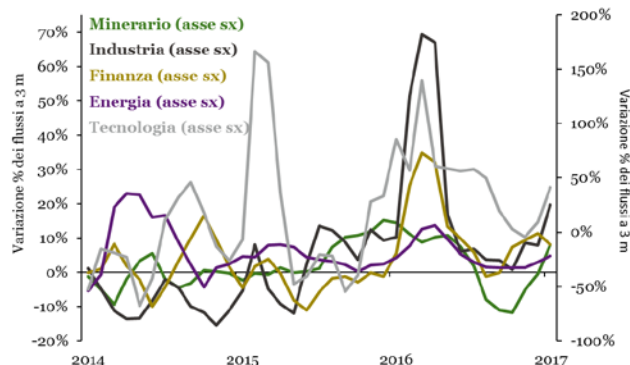
Fattori di stile nel 2017



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 30 ottobre 2017.

Gli ETP incentrati sulla tecnologia hanno attratto la fetta più ricca dei flussi azionari globali in tutti i settori. Nel settore tecnologico, gli investimenti negli ETP su robotica e automazione hanno superato quelli sulla cybersecurity. Nel 2017 i settori dell'industria e della finanza globale, considerati i maggiori beneficiari delle politiche del presidente Trump, hanno continuato a registrare gli afflussi più cospicui. Parallelamente, nello stesso anno, gli investimenti negli ETF su beni di consumo voluttuari, beni di consumo primari, attivi immobiliari e sanità hanno perso il favore degli investitori.

Rotazione tra i settori azionari

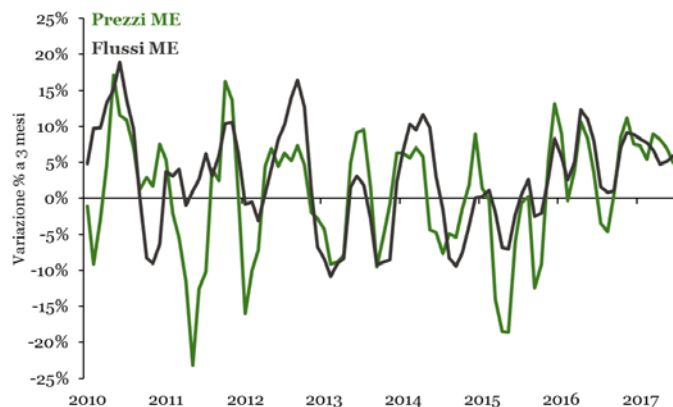


Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 17 novembre 2017.

In termini geografici, gli ETP sulle azioni statunitensi ed europee hanno attratto afflussi importanti. Il rallentamento del trend indica tuttavia che all'orizzonte si profila una correzione per questi mercati. I significativi investimenti in aree calde del panorama geopolitico, come l'Italia, la Corea del Nord e la Grecia, indicano che gli investitori hanno ignorato i rischi di escalation di eventi politici, pur altamente probabili. I flussi negli ETP su azioni dei mercati emergenti hanno segnato un'accelerazione del 124% su base annua, portandosi a 213 mrd di USD. I maggiori investimenti verso l'universo emergente sono andati all'India; viceversa la Cina ha patito i deflussi maggiori. La forte direzionalità positiva (correlazione di 0,6) di flussi e prezzi degli ETP sui mercati emergenti ha reso gli

investimenti in questi strumenti un valido indicatore del sentiment relativo ai prezzi futuri.

Mercati emergenti: flussi e prezzi



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, alla chiusura del 30 ottobre 2017.

I flussi obbligazionari non temono i rialzi dei tassi

Gli investimenti negli ETP a reddito fisso sono balzati a 832 mrd di USD. I livelli della raccolta degli ETP su obbligazioni corporate e indicizzate all'inflazione hanno registrato il maggior incremento rispetto all'anno precedente, con un +28% e +26% rispettivamente. Nonostante il contesto di tassi in aumento nel 2017, questo segmento degli ETP a reddito fisso ha messo a segno ogni mese una raccolta media di 10 mrd di USD.

Temi di rottura sostengono la domanda futura di materie prime

A cura di James Butterfill con il contributo del team – Head of Research & Investment Strategy | research@etfsecurities.com

Sintesi

Dall'efficienza energetica, che traina la domanda di energie rinnovabili e tecnologia per batterie, potrebbe venire un impulso all'utilizzo di argento e nickel.

L'automazione e l'integrazione tecnologica potrebbero favorire il rame.

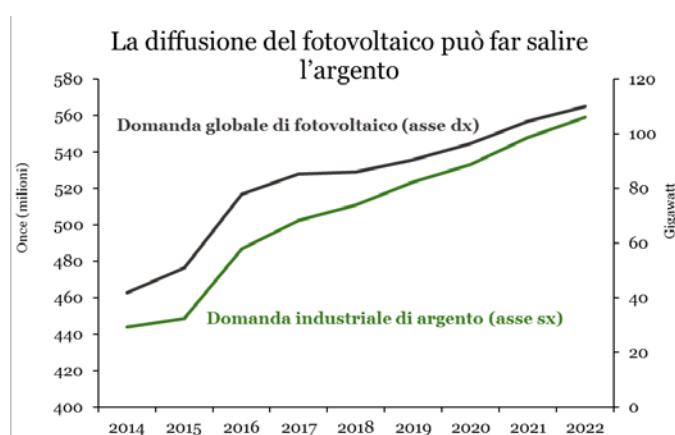
Il cambiamento climatico potrebbe continuare a influenzare l'agricoltura mondiale.

Osservando nel tempo l'universo delle materie prime, questo settore economicamente dominante tende ad adeguarsi ai cambiamenti strutturali sul piano tecnologico e della crescita. Fino al XVIII secolo l'agricoltura ha rappresentato la componente prevalente del mercato delle materie prime e si è mossa in sincronia con i flussi commerciali e demografici. La rivoluzione industriale del XIX secolo ha segnato l'ascesa della produzione di massa dell'acciaio e del carbone. Queste dinamiche si sono poi trasmesse al XX secolo, era incontrastata del greggio e dei derivati petroliferi. Oggi siamo all'apice di una svolta per una nuova generazione di materie prime trainate da tecnologie interconnesse nei settori dell'efficienza energetica, dell'automazione e del cambiamento climatico, che saranno probabilmente cruciali per la domanda di commodity.

Efficienza energetica

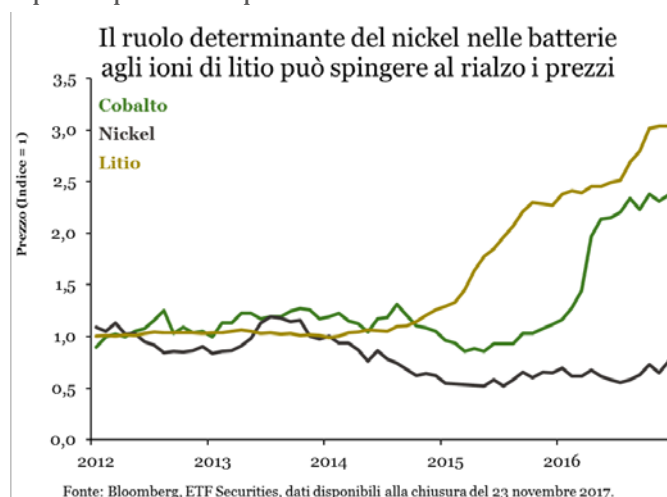
L'affermazione delle energie rinnovabili ha raccolto un vivace interesse negli ultimi anni come mezzo per fronteggiare la crescita della domanda energetica, e l'energia solare offre al riguardo uno degli esempi più sostenibili a livello economico e commerciale. Il mercato mondiale dei pannelli fotovoltaici continua a ottenere risultati superiori alle aspettative; un rapporto di EnergyTrend³ stima nel 2017 una domanda globale di fotovoltaico superiore a 100 gigawatt (GW). La Cina, leader globale nell'energia solare, ha installato impianti fotovoltaici con una potenza complessiva di 34 gigawatt nel 2016 e di oltre 17 gigawatt nella prima metà del 2017. A trarre profitto da questa crescente domanda di pannelli fotovoltaici potrebbero essere i principali materiali e segnatamente l'argento. Non è da escludere un'ulteriore rafforzamento della domanda industriale di argento fino al 2022, in linea con la domanda globale di pannelli fotovoltaici.

Le innovazioni tecnologiche nello stoccaggio di energia hanno contribuito ad accrescere la sostenibilità economica delle rinnovabili, grazie in particolare alla tecnologia per batterie. L'elettronica, le celle fotovoltaiche e soprattutto l'ulteriore diffusione dei veicoli a batterie elettriche in tutto il mondo dovrebbero favorire una rapida crescita della domanda di batterie agli ioni di litio.



Fonte: GTM Research, Metals Focus, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 23 novembre 2017.

Allargando lo sguardo, tuttavia, l'attuale tecnologia per batterie si basa anche sull'utilizzo di altri metalli comuni, fra i quali il cobalto e il nickel. Il prezzo del cobalto, le cui riserve si concentrano soprattutto nella Repubblica Democratica del Congo, ha registrato un aumento in linea con quello del litio, a causa delle difficoltà di approvvigionamento e della domanda stimata di batterie. Il nickel, invece, presenta una produzione geograficamente più distribuita e non ha ancora registrato una rapida impennata dei prezzi.



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 23 novembre 2017.

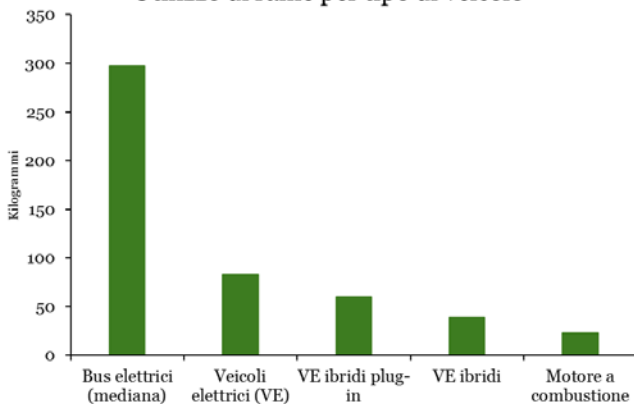
³ <http://pv.energytrend.com/>

È più probabile che il prezzo del nickel benefici con gradualità, nei prossimi anni, dalla domanda di nuove batterie. Allo stato attuale l'offerta di questo metallo è diventata ancor più carente e dovrebbe rimanere inadeguata anche nel 2018. Negli ultimi mesi i prezzi del nickel sono stati spinti al rialzo dalla previsione di un aumento della domanda, e non da fattori attinenti all'offerta come i costi di produzione.

Automazione e integrazione tecnologica

Un altro tema ricorrente che potrebbe favorire le commodity è quello della crescente automazione e integrazione tecnologica. Uno splendido esempio viene dall'attenzione sempre maggiore ai veicoli autonomi o a guida autonoma. Un aspetto sottovalutato della crescente desiderabilità di questo genere di vetture è un aumento della domanda di metalli. Rame, argento e oro sono ottimi conduttori dell'elettricità e vengono impiegati su una miriade di componenti elettronici ed elettrici per questi veicoli. La maggior dipendenza dalle tecnologie e il maggior grado di autonomia che caratterizzerà in futuro i parchi veicoli potrebbero favorire un'analogia diffusione dei conduttori in tutti i sistemi aggregati. Anche i quantitativi di rame sono più elevati nei veicoli elettrici (VE) che nei motori a benzina, in particolare nei mezzi di trasporto di massa come gli autobus. I bus elettrici potrebbero inoltre beneficiare di un'implementazione più rapida rispetto ai VE privati chiamati a soddisfare le normative locali più che le preferenze dei consumatori.

Utilizzo di rame per tipo di veicolo

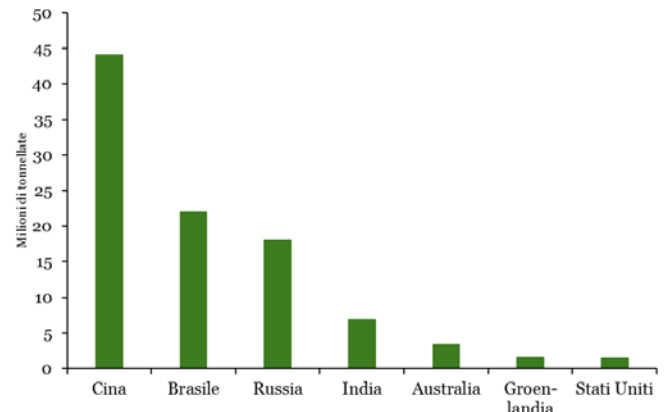


Fonte: International Copper Association, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 23 novembre 2017.

L'elemento forse più interessante, oltre che meno noto, di questa nuova generazione di commodity è rappresentato dalle terre rare. Benché sconosciute ai più, queste materie prime sono ormai indispensabili nella produzione di tecnologie moderne di molti settori (medicina, difesa, trasporti e produzione di energia) come pure parte essenziale della nostra vita quotidiana, per esempio nell'elettronica e nei dispositivi mobili. Nel quadro di uno sviluppo mondiale della classe media, accompagnato da un livello crescente di automazione, diversi materiali dal nome impronunciabile (come l'ittrio o il praseodimio) continueranno a consolidare la loro posizione centrale nel nostro stile di vita moderno.

Come per tutte le risorse naturali, l'offerta e la concentrazione di riserve hanno un peso notevole.

Riserve di terre rare



Fonte: US Geological Survey, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 23 novembre 2017.

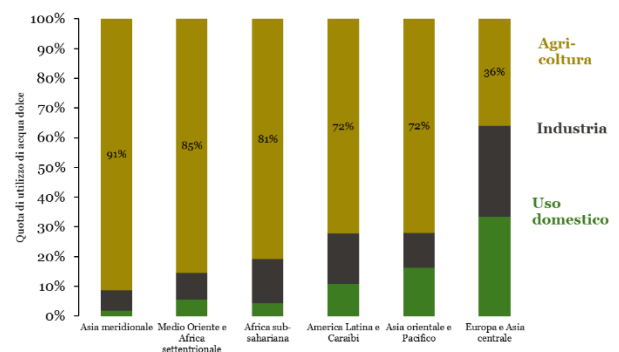
Data l'elevata concentrazione geografica di molte terre rare nei mercati emergenti, l'equilibrio geopolitico e la stabilità delle filiere produttive possono svolgere un ruolo crescente. Inoltre, le persistenti difficoltà nell'estrazione e nella raffinazione di questi materiali potrebbero creare problemi di approvvigionamento simili a quelli osservati storicamente, considerando che le innovazioni tecnologiche ne stimoleranno un impiego sempre maggiore.

Cambiamento climatico

Anche il perdurante tema di rottura del cambiamento climatico globale potrebbe contribuire a spostare i rapporti di forza fra le singole commodity. La lotta al cambiamento climatico ha già comportato una stretta generalizzata degli standard di emissione dei veicoli, favorendo la domanda di platino e palladio per le marmitte catalitiche, che aiutano a ridurre l'inquinamento.

L'acqua è una risorsa naturale spesso poco apprezzata rispetto all'universo delle commodity più comuni sul mercato, ma il suo ruolo non potrà che rafforzarsi in un'agricoltura globale segnata da un aumento della popolazione e della domanda. In quasi tutte le aree geografiche è l'agricoltura ad attingere in misura nettamente maggiore alle risorse idriche. L'approvvigionamento di acqua dolce per contrastare gli effetti della siccità e l'ondata record di tempeste potrebbe incentivare una maggiore efficienza agricola e lo sviluppo di tecnologie idriche.

Domanda idrica per settore



Fonte: Banca mondiale, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 23 novembre 2017.

Secondo l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), entro il 2025 i consumi di prodotti agricoli come la soia, il mais e il frumento dovrebbero segnare

rispettivamente un incremento del 29%, del 14% e del 12% nei mercati emergenti, scavalcando nettamente la crescita della domanda nei paesi sviluppati. Con l'aumento del prodotto interno lordo pro capite, le abitudini di spesa dei consumatori saliranno ancora lungo la scala dei consumi. Ad essere sostituiti per primi sono in genere i cereali, rimpiazzati dalla carne. Ne consegue la crescita non solo della domanda di bestiame bensì anche dei cereali per nutrire un numero maggiore di animali.

Prospettive

Considerata la crescente centralità di questi temi e di queste tecnologie per la crescita economica futura, la domanda delle materie prime di prossima generazione è al cuore di tali sviluppi ed evolverà probabilmente in linea con questi ultimi.

Investimenti alternativi con il modello contrarian su commodity

A cura di Edith Southammakosane – Director – Multi-Asset Strategist | edith.southammakosane@etfsecurities.com

Sintesi

Gli investitori cercano alternative ai tradizionali investimenti in azioni e obbligazioni, che quotano sui massimi storici, temendo una possibile correzione.

Le materie prime tendono a mostrare una bassa correlazione con azioni e obbligazioni e svolgono un ruolo determinante nella diversificazione dei rischi insiti in un portafoglio multi-asset.

Benché esposta alle commodity, la nostra strategia contrarian offre rendimenti più elevati e una volatilità più contenuta, migliorando l'indice Sharpe da -0,03 a 0,23.

Negli ultimi due anni i benchmark azionari più diffusi hanno registrato notevoli rialzi, archiviando ogni mese un nuovo record. I più scettici hanno contestato i fondamentali a sostegno di questo rally, nella convinzione sempre più radicata che la bolla sia ormai prossima a esplodere. Analisti e gestori di portafoglio tornano a valutare le azioni sulla base dei fondamentali, nell'intento di selezionare quelle che offrono il maggior potenziale. Lo stesso accade alle obbligazioni, per effetto della stretta monetaria già attuata o programmata a breve dalle banche centrali, che obbliga gli investitori a cercare soluzioni alternative per risollevare la performance dei portafogli.

Il vecchio e il nuovo modello contrarian

L'anno scorso abbiamo pubblicato due articoli⁴ che trattavano la nostra idea di una strategia su materie prime ispirata agli indicatori fondamentali e tecnici che riteniamo più capaci di influenzare i prezzi: scorte, posizionamento, roll yield e momentum.

Di norma, un prezzo superiore alla media mobile a 200 giorni, una diminuzione delle scorte, un aumento delle posizioni nette non commerciali e una curva dei futures (nel segmento a breve) in backwardation tendono a suggerire la possibilità di ulteriori rialzi dei prezzi delle materie prime.

La nostra strategia su materie prime si basa invece su un'interpretazione opposta di questi indicatori. A nostro parere, quando tutti e quattro gli indicatori segnalano un trend saldamente rialzista o ribassista per una commodity, i prezzi potrebbero trovarsi vicini a un punto di svolta nel breve periodo. Abbiamo chiamato questa strategia il modello contrarian.

Quest'anno abbiamo apportato modifiche al modello per renderlo applicabile agli investimenti. Nelle versioni precedenti i portafogli utilizzati erano costituiti da componenti equiponderate; in questo caso, invece, il modello viene applicato a un portafoglio basato sulle ponderazioni dell'indice Bloomberg Commodity, il nostro parametro di riferimento, rettificato sulla base di eventuali nuovi segnali del modello. Inoltre, abbiamo ottimizzato tre dei quattro indicatori impiegati nella versione originaria del modello contrarian per riuscire ad anticipare più efficacemente i punti di svolta.

- La variazione del posizionamento netto viene ora misurata con riferimento alla sua media mobile a tre mesi.
- Il roll yield viene anch'esso misurato con riferimento alla sua media mobile a tre mesi.
- L'indicatore di momentum è la combinazione tra la media dei prezzi nell'arco di due settimane rispetto alla sua media mobile a 200 giorni e il rendimento della commodity negli ultimi sei mesi.
- La variazione delle scorte resta immutata.

Abbiamo inoltre introdotto uno sfasamento dei dati sulle posizioni e sulle scorte per tenere conto della data di pubblicazione dei dati quando il modello viene aggiornato.

La tabella seguente mostra che il modello contrarian ha sovraperformato l'indice Bloomberg Commodity del 2,4% all'anno. La volatilità viene quasi dimezzata, migliorando l'indice Sharpe da -0,03 a 0,23.

⁴ How to make the best of commodities: the contrarian model, 2 febbraio 2016 – Con il modello contrarian si può avere il meglio di tutto, 24 maggio 2016

	Bloomberg Commodity Index	ETFS contrarian long/short su commodity
Volatilità	16,5%	8,4%
Rendimenti annui	1,5%	3,9%
Drawdown max (da picco a valle)	-69,0%	-20,4%
Recupero max (al picco precedente)	9,40	2,08
Beta	1,00	0,09
Correlazione con il benchmark	1,00	0,18
Tracking error	0,0%	17,1%
Indice di Sharpe	-0,03	0,23
Information ratio		0,07

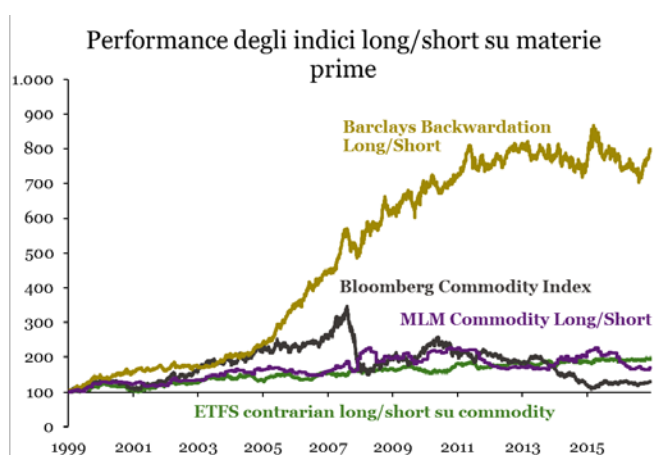
*Sulla base dei dati giornalieri in USD da novembre 1999 a novembre 2017. Volatilità e performance sono annualizzate. Per drawdown massimo si intende la maggior perdita registrata tra i valori massimi e minimi, calcolata sulla base dei dati di performance storici di un portafoglio. Il tempo di recupero massimo sono gli anni necessari per tornare dai minimi ai precedenti massimi. Beta e correlazione sono rapportati al Bloomberg Commodity Index TR. Il tasso privo di rischio è pari al 2% (una combinazione simulata dell'IMF UK Deposit Rate e del Libor a 1 anno). Fonte: ETF Securities, Bloomberg

Il portafoglio, denominato portafoglio ETFS contrarian long/short su commodity, assume un'esposizione lunga o corta ai 25 sottoindici Bloomberg Commodity, in base ai segnali forniti dal modello. Se tutti e quattro i segnali sopra citati sono ribassisti, il portafoglio assume una posizione lunga su quella commodity; nel caso contrario di una convergenza di segnali rialzisti, assume una posizione corta. Ogni fine trimestre si rivedono i componenti per il trimestre successivo.

Altre strategie long/short su materie prime

Di norma, l'aggiunta di un'esposizione corta in portafoglio ne riduce il rendimento potenziale ma ancor più la volatilità, migliorandone l'indice Sharpe.

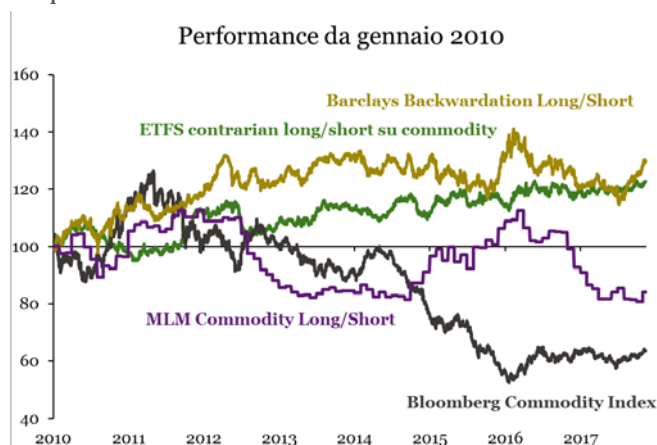
Confrontiamo la performance del portafoglio ETFS contrarian long/short su commodity con altri due indici long/short di materie prime: l'indice Barclays Backwardation Long/Short e l'indice MLM Commodity Long/Short. Investibili ma proprietari, nessuno dei due indici divulga la metodologia impiegata.



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 16 novembre 2017.

Fatta eccezione per l'indice Barclays Backwardation Long/Short, dal 1999 il rendimento medio degli indici long/short di materie prime si avvicina al 3,4% annuo. L'eccezionale performance dell'indice Barclays è derivata dal rally precedente alla grande crisi finanziaria, durante il quale ha beneficiato del fatto che molte commodity fossero in backwardation. Attraverso posizioni lunghe su molte di queste

materie prime e l'esposizione corta a un benchmark di commodity a copertura del rischio di mercato, l'indice Barclays è esposto all'extra-rendimento offerto dalla backwardation.



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 16 novembre 2017.

Tuttavia, ribasando il grafico al gennaio 2010, ovvero all'inizio del ciclo ribassista delle materie prime, possiamo notare che l'indice Barclays ha ottenuto un risultato in linea con quello del portafoglio ETFS contrarian long/short su commodity poiché la maggior parte delle materie prime erano in contango durante la correzione seguita al 2010.

	Barclays Backwardation Long/Short	MLM Commodity Long/Short	ETFS contrarian long/short su commodity	Bloomberg Commodity Index
Volatilità	9,0%	11,4%	7,1%	14,0%
Rendimenti annui	3,3%	-2,2%	2,6%	-5,6%
Drawdown max	-18,7%	-28,4%	-12,7%	-58,3%
Recupero max	1,96	5,90	1,36	6,57
Beta	-0,14	-0,02	-0,13	1,00
Correlazione	-0,23	-0,02	-0,25	1,00
Indice di Sharpe	0,33	-0,22	0,32	-0,42

*Sulla base dei dati giornalieri in USD da gennaio 2010 a novembre 2017. Beta e correlazione sono rapportati al Bloomberg Commodity Index TR. Il tasso privo di rischio è pari al 0,4% (una combinazione simulata dell'IMF UK Deposit Rate e del Libor a 1 anno). Fonte: ETF Securities, Bloomberg

La tabella sopra mostra la performance degli indici su commodity dal gennaio 2010 e durante la fase di ribasso della classe di attivi. Il portafoglio ETFS contrarian long/short su commodity rimane il meno volatile in assoluto. Fornisce una maggiore protezione dal rischio di ribasso e tempi di recupero più rapidi dai minimi al picco precedente.

Un'alternativa ad azioni e obbligazioni?

In quest'ultima sezione, abbiamo voluto verificare l'effettiva capacità del portafoglio ETFS contrarian long/short su commodity di offrire un'alternativa ai tradizionali investimenti in indici azionari e obbligazionari, due classi di attivi che si ritengono aver ormai raggiunto livelli di prezzo estremi.

	MSCI AC World Daily TR Net	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index	ETFS contrarian long/short su commodity
Volatilità	16,0%	5,5%	8,4%
Rendimenti annui	4,5%	4,5%	3,9%
Drawdown max (da picco a valle)	-58,4%	-10,8%	-20,4%
Recupero max (al picco precedente)	5,80	1,85	2,08
Beta	0,37	0,05	0,09
Correlazione con il benchmark	0,38	0,14	0,18
Indice di Sharpe	0,16	0,47	0,23

**Sulla base dei dati giornalieri in USD da novembre 1999 a novembre 2017. Beta e correlazione sono rapportati al Bloomberg Commodity Index TR. Il tasso privo di rischio è pari al 2% (una combinazione simulata dell'IMF UK Deposit Rate e del Libor a 1 anno). Fonte: ETF Securities, Bloomberg*

Come si può vedere nella tabella precedente, il portafoglio ETFS contrarian long/short su commodity presenta una volatilità maggiore rispetto al benchmark obbligazionario, ma quasi dimezzata rispetto al benchmark azionario. D'altra parte, il rendimento annualizzato del portafoglio risulta inferiore ma stabile dal 1999. Pertanto, l'indice di Sharpe si posiziona esattamente a metà strada fra quelli dei due indici, cioè a quota 0,23 rispetto al livello di 0,47 dell'indice obbligazionario e di 0,16 dell'indice azionario.

Se le azioni dovessero crollare come avvenne durante la grande crisi finanziaria del 2009 e le obbligazioni dovessero perdere terreno per effetto dell'aumento dei tassi d'interesse, l'esposizione ad attivi alternativi come le materie prime offrirebbe a nostro avviso maggiori vantaggi agli investitori. Una strategia long/short su commodity offre l'extra-rendimento che gli investitori cercano, evitando loro il maggiore livello di volatilità associato all'investimento in un ampio indice di materie prime. Il portafoglio ETFS contrarian long/short su commodity è l'unica strategia stabilmente in crescita dal 1999.

Il mercato dei green bond: piccolo ma in crescita

A cura di Edith Southammakosane – Director – Multi-Asset Strategist | edith.southammakosane@etfsecurities.com

Sintesi

L'accordo di Parigi richiama tutti i paesi al massimo impegno nel ridurre le emissioni di carbonio al fine di contenere l'innalzamento della temperatura globale entro il tetto di 1,5 °C.

Il mercato dei green bond (“obbligazioni verdi”) è, fra le altre cose, uno degli strumenti per aiutare gli investitori a perseguire obiettivi ambientali. L'accesso resta tuttavia ristretto agli investitori istituzionali.

Grazie all'adozione di nuove norme e standard volti ad agevolare l'emissione e la sottoscrizione, il mercato dei green bond dovrebbe evidenziare una rapida crescita.

La storia dimostra che le organizzazioni internazionali hanno sempre fallito gli obiettivi climatici. Le temperature medie della Terra continuano ad aumentare. I disastri naturali non sono mai stati così frequenti e gli interventi internazionali e locali di contenimento degli effetti negativi delle emissioni di gas serra non sono ancora abbastanza ambiziosi da consentire l'abbattimento del surriscaldamento globale. L'accordo di Parigi, stilato nel dicembre 2015 e adottato nel novembre 2016, dovrebbe rappresentare un punto di svolta nell'impegno mondiale teso a salvare il pianeta, incoraggiando i firmatari a fissare obiettivi ambiziosi da perseguire con il massimo impegno. Tuttavia, non si è ancora passati dalle parole ai fatti. Nel nostro precedente rapporto, [Investimento sostenibile: il mito della performance](#), abbiamo sottolineato l'emergere dei millennial come importante fonte di domanda per gli investimenti verdi e il ruolo svolto da questa generazione nel rimodellare il mondo degli investimenti. L'investimento sostenibile e i criteri ESG sono diventati una realtà consolidata grazie ai nuovi capitali dei millennial desiderosi di conciliare i propri obiettivi d'investimento con i doveri morali che sentono nei confronti del pianeta e delle generazioni future. Malgrado le quote di carbonio abbiano in parte disatteso la promessa di ridurre le emissioni di carbonio (v. [Come investire nell'economia a emissioni ridotte di carbonio](#)), le politiche ambientali e la consapevolezza generale hanno contribuito ad accrescere gli investimenti nelle energie rinnovabili. In questo articolo analizziamo il mercato dei green bond, una fonte

d'investimento in progetti ambientali destinata a crescere a un ritmo sostenuto nel prossimo futuro.

Cos'è un green bond?

Un green bond è un tipo di obbligazione i cui proventi sono destinati a finalità ambientali, come lo sviluppo delle energie rinnovabili, i trasporti puliti, la prevenzione dell'inquinamento o l'efficienza energetica. Un green bond, come una normale obbligazione, è caratterizzato da cedole, duration e scadenza, e il suo prezzo è legato alla domanda e all'offerta.

Esattamente come per gli investimenti socialmente responsabili (SRI), le organizzazioni internazionali sono intervenute a definire le linee guida generali e i criteri di quotazione che un'obbligazione deve soddisfare per qualificarsi come green bond. Oggi si fa principalmente ricorso a due standard:

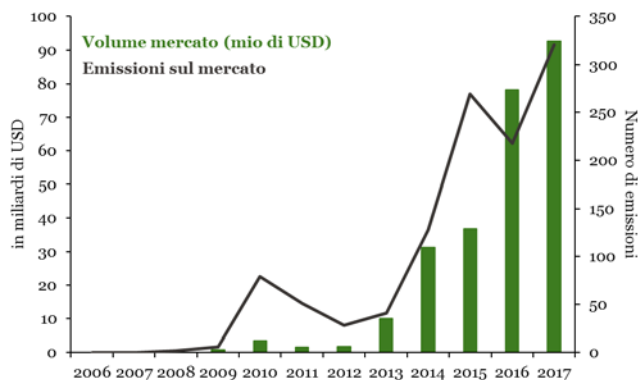
- I Green Bond Principles (GBP), sviluppati dall'International Capital Markets Association, che promuovono la trasparenza e si focalizzano sull'utilizzo dei proventi; e
- Il Climate Bonds Standard, pubblicato a cura della Climate Bonds Initiative, che fissa criteri settoriali specifici per gli attivi e i progetti idonei a ricevere il bollino verde.

Si sono poi aggiunte molte altre linee guida su base volontaria, pubblicate da organismi territoriali, ma è sempre più sentito il bisogno di uno standard universale che consenta al mercato dei green bond di esprimere appieno il suo potenziale.

La situazione del mercato dei green bond

Il primo green bond, denominato Climate Awareness Bond, è stato emesso nel 2007 dalla Banca europea per gli investimenti per un valore di 600 milioni di € e si concentrava sulle energie rinnovabili e sull'efficienza energetica. Nonostante il vivo interesse di investitori ed emittenti, l'assenza di chiare indicazioni e di trasparenza hanno ritardato nel tempo il decollo del mercato. Si è dovuto attendere la pubblicazione dei GBP, avvenuta nel 2014, per osservare una crescita significativa dei volumi, come mostra il grafico qui sotto. Secondo Bloomberg, tra il 2008 e il 2016 le emissioni di green bond sono aumentate da poco meno di 1 mrd a quasi 80 mrd di USD. Nel 2017 i collocamenti sono cresciuti ulteriormente, raggiungendo quota 92 mrd di USD a fine ottobre.

Valore di mercato dei green bond per anno

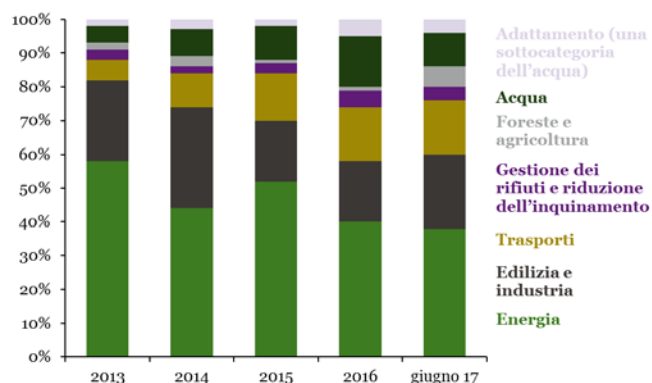


Fonte: Bloomberg, ETF Securities alla chiusura del 7 novembre 2017.

* I dati si riferiscono a titoli di debito emessi in tutto il mondo da emittenti privati e pubblici che destinano i proventi a progetti verdi idonei. Sono escluse le obbligazioni con warrant, i titoli convertibili e le credit-linked note, oltre che i municipal bond, i titoli ABS e le obbligazioni legate al finanziamento di progetti.

Dal database dei green bond emerge che il valore di mercato totale dei titoli in circolazione ammonta attualmente a 260 mrd di USD, meno dello 0,5% del mercato obbligazionario globale. Stando a Bloomberg, tra gli emittenti figurano multinazionali, governi, autorità locali e società; di questi, nel 2016, quasi la metà era rappresentata da banche. Anche i proventi sono stati destinati a un'ampia gamma di progetti, come illustrato nel grafico che segue. Energie rinnovabili, efficienza energetica e trasporti hanno beneficiato dell'80% dei fondi raccolti.

Utilizzo dei proventi dei green bond



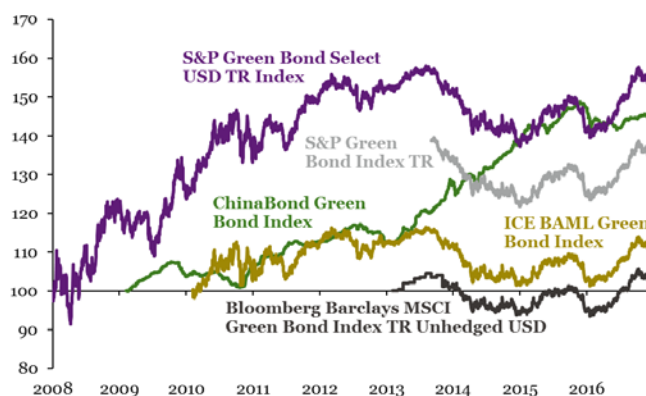
Fonte: Climate Bonds Initiative - La situazione del mercato nel 2017, ETF Securities a giugno 2017.

Come si investe in green bond?

Date le modeste dimensioni del mercato, i green bond tendono a raccogliere un livello eccessivo di sottoscrizioni, poiché la domanda di investimenti in progetti verdi è elevata. Sono soprattutto gli investitori istituzionali ad aver accesso a questo mercato, dove i titoli quotano a prezzi superiori rispetto alle obbligazioni tradizionali per effetto della stretta della liquidità.

Dal 2008 sono stati lanciati cinque indici, utilizzati principalmente per monitorare la performance del mercato dei green bond rispetto al più ampio mercato obbligazionario. Tutti gli indici includono obbligazioni associate a progetti classificati come verdi, ma ognuno si differenzia leggermente dagli altri applicando alcuni criteri specifici aggiuntivi.

Performance degli indici dei green bond



Fonte: Bloomberg, ETF Securities alla chiusura del 7 novembre 2017.

Il grafico qui sopra mostra tuttavia che gli specifici criteri di selezione introducono differenze appena percettibili in termini di performance. Ad eccezione del ChinaBond Green Bond Index, espresso in yuan cinesi, gli indici di green bond sono strettamente correlati tra loro a prescindere dalla data di lancio. Dall'ultimo punto di minimo di metà dicembre 2016, gli indici dei green bond hanno guadagnato il 10% grazie all'entrata in vigore, il 4 novembre 2016, dell'accordo di Parigi redatto nel dicembre 2015. Essendo agli esordi, questo mercato offre pochissimi ETP destinati agli investitori retail, ma la sua espansione dovrebbe condurre a una maggiore offerta di questi strumenti.

	S&P Green Bond Select TR Index	Bloomberg Barclays Global Agg Index TR	Bloomberg Barclays Global Agg Corporate Index TR	Bloomberg Barclays Global High-Yield Index TR
Volatilità	10,9%	2,4%	3,5%	4,1%
Rendimenti annui	4,9%	4,3%	6,8%	14,0%
Drawdown max	-17,2%	-3,8%	-5,0%	-9,7%
Recupero max	2,33	0,97	0,63	0,90
Beta	0,21	1,00	1,33	0,01
Correlazione con il benchmark	0,05	1,00	0,91	0,00
Tracking error	2,4%	0,0%	0,4%	1,0%
Indice di Sharpe	0,42	1,64	1,85	3,31
Information ratio	0,27		7,15	9,52

* Sulla base dei dati mensili in USD da novembre 2008 a novembre 2017. Volatilità e performance sono annualizzate. Per drawdown massimo si intende la maggior perdita registrata tra i valori massimi e minimi, calcolata sulla base dei dati di performance storici di un portafoglio. Il tempo di recupero massimo sono gli anni necessari per tornare dai minimi ai precedenti massimi. Il tasso privo di rischio è pari al 0,4% (una combinazione simulata dell'IMF UK Deposit Rate e del Libor a 1 anno).

Fonte: ETF Securities, Bloomberg

La tabella sopra mostra che i green bond hanno conseguito performance sensibilmente inferiori a quelle delle obbligazioni tradizionali. Come avviene per gli investimenti socialmente responsabili e le quote di carbonio, questi mercati si rivolgono a un nuovo tipo di investitore che predilige la salvaguardia del pianeta rispetto alla performance del portafoglio.

Crescita in vista ma non senza ostacoli

Secondo la Banca mondiale, per cercare di rispettare l'obiettivo dell'accordo di Parigi, tra il 2016 e il 2030 sarà necessario emettere green bond per un valore di 23.000 mrd di USD, ossia di 1.600 mrd di USD all'anno. La People's Bank of China ritiene

invece che un importo compreso fra 290 e 580 mrd di USD all'anno sia sufficiente per contrastare il cambiamento climatico. In entrambi i casi, ciò significa che il volume delle emissioni annue di obbligazioni verdi crescerà di oltre tre volte rispetto al livello attuale.

Una crescita tanto robusta delle emissioni attenuerà i problemi di liquidità, ma per raggiungere tali volumi bisogna ancora superare molti ostacoli, tra cui:

- La necessità di sostituire i tanti standard su base volontaria con criteri universali validi per l'intero settore;
- La creazione di un sistema per verificare l'utilizzo dei proventi indipendentemente da quanto comunicato dagli emittenti;
- L'apertura del mercato dei green bond ai piccoli investitori;
- La misurabilità dell'impatto ambientale del progetto (per esempio, una riduzione stimata delle emissioni di carbonio per USD investito);
- Il rischio di finto ecologismo quando una società autorizzata a emettere green bond è anche fortemente esposta ai carburanti fossili; e
- Le dimensioni modeste degli emittenti proprio nei paesi in via di sviluppo dove più urgenti sono i progetti ambientalisti.

Valutazione dei bitcoin: costo marginale

A cura di James Butterfill – Head of Research & Investment Strategy | james.butterfill@etfsecurities.com

Sintesi

Il consumo di elettricità attualmente necessario per “minare”, ossia estrarre, bitcoin è pari a quello di circa 600.000 famiglie, ossia a una spesa giornaliera di 3,4 mio di USD, che raddoppierà entro la fine del 2018.

L'estrazione di bitcoin implica oggi un costo marginale di produzione di 2.250 USD che, aggiungendo la spesa per l'acquisto di un generatore, sale a 4.300 USD.

Il prezzo corrente di questa criptovaluta pare giustificato solo da un'adozione di massa, che al momento è lontana.

I bitcoin hanno un'utilità e in che modo possiamo valutarli?

Sono probabilmente queste le due domande più importanti per appurare la redditività di un investimento in bitcoin. Ad oggi è molto difficile rispondere al primo quesito: questa criptovaluta assomiglia a una start-up in quanto rappresenta un'idea potenzialmente vincente, ma il suo mercato è ancora troppo piccolo per dimostrarne la redditività. Si ravvisano i primi segnali del suo potenziale, ha un seguito e si è fatta conoscere, i rivenditori iniziano a offrirla come forma di pagamento e in alcuni cantoni svizzeri è accettata per il pagamento delle imposte. Crediamo che le criptovalute siano un asset digitale dal potenziale interessante: il concetto di fondo è convincente ma ancora tutto da dimostrare, e permangono timori assolutamente giustificati sulla loro volatilità e valutazione corrente. Come avverrebbe per l'investimento in una start-up, è quindi necessario agire con prudenza.

Che genere di attivo è il bitcoin?

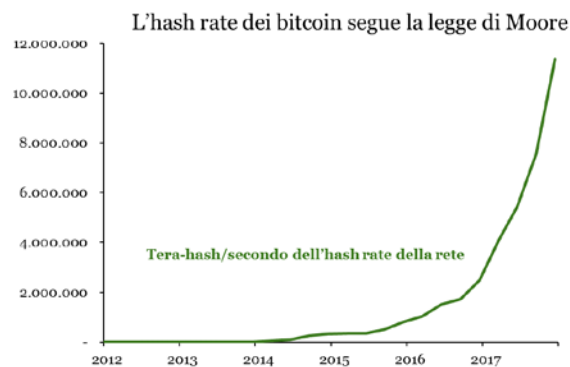
Classificare il bitcoin è molto difficile. Per alcuni tratti è assimilabile a una moneta, concettualmente è un mezzo di scambio, ma al momento non gode della stabilità del dollaro USA e la sua volatilità ricorda le valute di alcuni mercati di frontiera. A nostro modo di vedere possiede anche alcune caratteristiche delle commodity; viene creato attingendo a risorse di valore (energia e hardware informatico) ed è una

risorsa disponibile in quantità limitate. Non è facile capire se l'attività di estrazione di questa criptovaluta abbia un'utilità, ma lo stesso principio potrebbe applicarsi all'oro che viene destinato solo in minima parte a usi industriali (l'oro possiede certamente delle buone proprietà industriali, come viene evidenziato in [Temi di rottura sostengono la domanda futura di materie prime](#), ma ai prezzi correnti il suo impiego in ambito industriale è limitato). Fondamentalmente le società minerarie e gli investitori considerano l'oro una riserva di valore, dunque un bene di pregio, come sta accadendo al bitcoin. In sostanza, i bitcoin vengono estratti e conati usando megawatt anziché escavatori e stampi per il conio.

Come valutare il bitcoin

Esistono diversi modi per valutare il bitcoin. Considerando le sue analogie con le commodity, abbiamo tuttavia ritenuto utile calcolarne il costo marginale di produzione. Questo parametro ci consente di capire il prezzo di equilibrio di lungo periodo, anche se varia in funzione della domanda e dell'offerta della materia prima. La singolarità del bitcoin deriva dalla prevedibilità della sua offerta, la quale è determinata dalla struttura dell'algoritmo sottostante. Quest'ultimo stabilisce che dopo l'estrazione di un determinato numero di blocchi, la remunerazione dei miner si dimezza. Per il programma di estrazione di bitcoin è stato creato un piano di remunerazione lineare, destinato a durare finché varrà la legge di Moore⁵ sulla crescita esponenziale della capacità di calcolo. L'estrazione dell'ultima moneta è prevista nel 2130, ma il 99% del totale sarà minato entro il 2027.

La velocità di minaggio potrebbe registrare un'accelerazione ma dipende dal successo della computazione quantistica, che potrebbe teoricamente risolvere l'algoritmo del bitcoin molto più velocemente, ma anche con un consumo di energia anche considerevolmente maggiore.



Fonte: Blockchain info, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 28 novembre 2017.

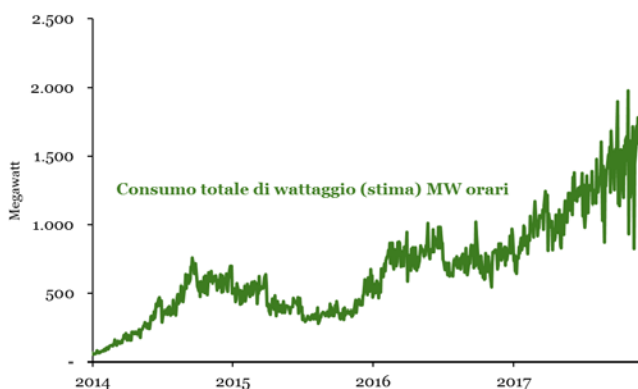
⁵ La constatazione che il numero di transistor in un circuito integrato ad alta intensità raddoppia all'incirca ogni due anni.

Associando la crescita dell'hash rate della rete dei bitcoin, che misura la velocità di minaggio dei blocchi, e i consumi di energia noti, possiamo elaborare una stima della spesa per l'elettricità, una misura equivalente al costo marginale di produzione spesso impiegato per valutare le materie prime.

Stima dei costi energetici storici

I bitcoin sono apparsi sulla scena a fine 2009 grazie all'attività di appassionati minatori sui propri personal computer, quando questo processo era redditizio ma anche estremamente inefficiente. In seguito i produttori hanno iniziato a commercializzare appositi "miner" chiamati ASIC⁶ che hanno drasticamente migliorato l'efficienza. I miner ASIC sono apparsi per la prima volta nel 2013, con hash rate sempre più potenti all'uscita di ogni nuovo modello, determinando un aumento esponenziale dell'hash rate complessivo della rete grazie all'adesione di un numero sempre maggiore di minatori. Il consumo energetico di questi strumenti commerciali per l'estrazione di bitcoin è ben noto, al pari del loro hash rate totale. Basandoci sul totale dei costi energetici storici, stimiamo che il consumo di elettricità sia pari attualmente a 1,5 GW all'ora, corrispondente all'incirca a quello di 600.000 famiglie, ossia a una spesa giornaliera di 3,4 mio di USD. Al tasso attuale di crescita della rete dei bitcoin, i costi del consumo di energia raddoppieranno entro la fine del 2018.

Consumo di elettricità della rete dei bitcoin



Fonte: Blockchain.info, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 28 novembre 2017.

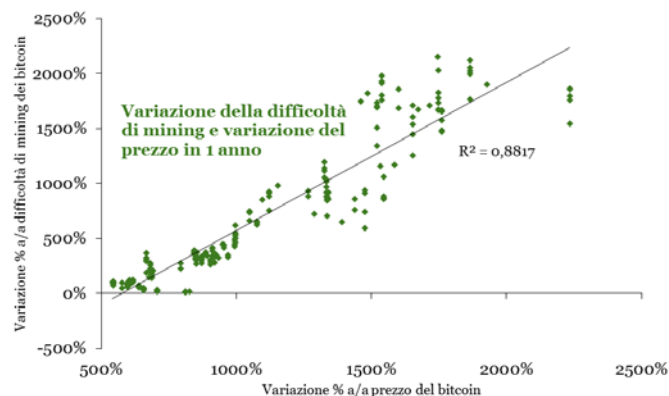
Costo marginale di produzione

Per stimare il costo marginale di produzione, dividiamo il numero totale di monete create giornalmente per il costo di estrazione: agli attuali livelli di consumo e di produzione, otteniamo un valore di circa 2.250 USD, nettamente inferiore al prezzo corrente. Tuttavia, includendo il costo necessario all'acquisto dell'hardware per l'estrazione dei bitcoin e ipotizzando un ciclo di sostituzione di due anni, l'attuale costo marginale di produzione salirebbe a 4.300 USD.

Previsione del costo marginale futuro

Dal momento che l'hash rate futuro della rete seguirà verosimilmente la legge di Moore e che la difficoltà di mining seguirà un'evoluzione lineare, è possibile stimare la spesa elettrica. Il diagramma a punti evidenzia la stretta correlazione fra prezzo e difficoltà di mining.

Prezzo e difficoltà di mining



Fonte: Blockchain.info, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 28 novembre 2017.

Ipotizzando che la relazione storica fra la difficoltà di estrazione e i relativi costi resti valida in futuro, riteniamo che entro la fine del 2018 i consumi energetici raddoppieranno rispetto ad oggi. Prevediamo che entro la fine di quest'anno il costo marginale del bitcoin aumenterà a 4.230 USD, o 6.500 USD considerando anche il costo per l'acquisto dell'hardware. L'allineamento fra i costi marginali e il prezzo attuale non avverrà prima della fine del 2019. Tuttavia, non più tardi dell'inizio del 2020, la remunerazione per l'estrazione di bitcoin (come stabilito dall' algoritmo della criptovaluta) si dimezzerà, spingendo i costi marginali a circa 16.000 USD.

Prezzo del bitcoin e costo marginale di produzione



Fonte: Blockchain.info, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 28 novembre 2017.

L'utilizzo del costo marginale di produzione non è che uno dei possibili approcci di valutazione. Si potrebbe sostenere che le elevate valutazioni correnti siano giustificate dal fortissimo impatto sul prezzo che si produrrebbe con un'adozione di massa, per quanto tale evenienza sia scarsamente probabile. Forse a questo è dovuto il livello

⁶ ASIC: circuito integrato per applicazioni specifiche (Application-specific integrated circuit)

tanto sostenuto della speculazione. Un altro approccio potrebbe venire dalla legge di Metcalfe, secondo la quale il valore di una rete è proporzionale al quadrato del numero degli utenti, il quale nel caso del bitcoin è tuttavia difficile da quantificare. Quantomeno, ora conosciamo i costi.

Informazioni importanti

Generale

Se effettuata all'interno dell'Italia, la presente comunicazione è stata predisposta e pubblicata, ai sensi dell'art.21 del Financial Services and Markets Act 2000 da ETF Securities (UK) Limited ("**ETFS UK**"), una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("**FCA**") (Autorità per i servizi finanziari) del Regno Unito.

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non costituiscono un'offerta di vendita né un sollecito ad acquistare titoli. La presente comunicazione non dovrebbe essere utilizzata come base per assumere decisioni d'investimento. I rendimenti passati non sono necessariamente garanzia di rendimenti future.

Il presente documento non è, e in nessun caso deve essere interpretato come, un messaggio pubblicitario né un'eventuale ulteriore misura a sostegno di un'offerta pubblica di azioni negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli stessi. Né il presente documento né copie dello stesso devono essere introdotti, trasmessi o distribuiti (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti.

Il presente documento può contenere commenti indipendenti sul mercato redatti da ETFS UK e basati su informazioni disponibili al pubblico. ETFS UK non rilascia alcuna garanzia in merito all'esattezza o alla correttezza delle informazioni contenute nel presente documento e qualsiasi opinione relativa a prodotti o all'attività del mercato è soggetta a variazioni. I fornitori di dati terzi utilizzati per il reperimento di informazioni riportate nella presente comunicazione non rilasciano alcuna garanzia o dichiarazione di alcun genere in merito a tali dati. Né ETFS UK, né qualsiasi altra società del gruppo, né il personale di tali società, potrà essere ritenuto responsabile per qualsivoglia danno emergente o lucro cessante, derivante dall'uso delle informazioni contenute nel presente documento.

In base a quanto disposto dalla FCA, ETFS UK è tenuta a specificare di non agire in alcun modo per conto dell'investitore in relazione all'investimento o all'attività di investimento a cui la presente comunicazione è riferita. In particolare, ETFS UK non fornirà all'investitore alcun servizio di investimento e/o valutazione, o raccomandazione, in relazione ai termini di un'operazione. Nessun rappresentante di ETFS UK è autorizzato ad adottare una condotta che possa portare l'investitore a ritenere altrimenti. ETFS UK non è pertanto tenuta a fornire all'investitore le tutele prestate ai suoi clienti; l'investitore dovrà pertanto rivolgersi ad un consulente legale, finanziario e fiscale secondo quanto riterrà opportuno.



The
intelligent
alternative

ETF Securities (UK) Limited
3 Lombard Street
London
EC3V 9AA
United Kingdom

t +44 (0)207 448 4330
f +44 (0)207 448 4366
e info@etfsecurities.com
w etfsecurities.com