

James Butterfill  
Head of Research & Investment Strategy

Martin Arnold  
FX & Commodity Strategist

Edith Southammakosane  
Multi-Asset Strategist

Nitesh Shah  
Commodities Strategist

Morgane Delledonne  
Fixed Income Strategist

## Quadro generale

*Il ridimensionamento del bilancio della Fed avrà un impatto contenuto sui rendimenti USA*

*La graduale stretta della Fed è destinata a confermare l'interesse per il debito emergente*

*Congresso cinese: il battesimo dell'uomo forte*

*Produzione record di petrolio negli USA trainata da fonti non tradizionali*

*Materie prime e produttori: un confronto approfondito*

## Pensare fuori dagli schemi

*Uno sguardo nell'automazione della logistica*

*La computazione quantistica porterà l'apocalisse nella sicurezza informatica*

*Le valute digitali/cryptovalute possono influenzare la politica monetaria?*

*Largo ai millennial*

*Come investire nell'economia a emissioni ridotte di carbonio*

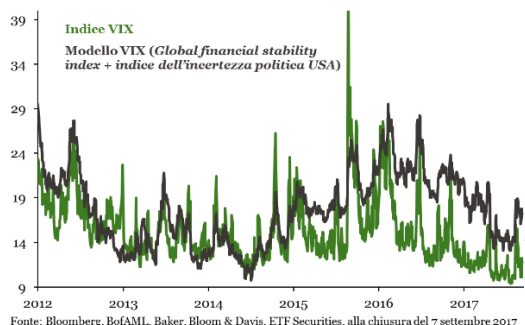
## Palloncino - non bolla - dei mercati obbligazionari

### Volatilità del mercato artificialmente bassa

La volatilità è diminuita tra le classi di asset, e lo scenario macroeconomico sottostante è migliorato a livello globale, alimentando l'ottimismo degli investitori. Si sono attenuate anche le incertezze politiche, con due eccezioni significative: l'amministrazione Trump e le trattative sulla Brexit. I rischi e la condiscendenza implicita degli investitori suggerita dalla bassa volatilità sono temi importanti per i mercati finanziari, e l'attuale scenario di propensione al rischio nel quale i mercati azionari stanno toccando livelli record appare sempre meno sostenibile.

Responsabili di questa volatilità contenuta sono la politica monetaria espansiva e i massicci acquisti di obbligazioni da parte delle banche centrali che hanno spinto gli investitori ad andare in cerca di rendimento. Questa ricerca si è indirizzata anzitutto agli asset a rischio più basso, come le obbligazioni investment grade, ma si è poi estesa alle obbligazioni high yield, alle azioni e al mercato delle opzioni, distorcendo le valutazioni di mercato e ridimensionando il rischio percepito. Di conseguenza, riteniamo che il continuo calo del livello delle opzioni VIX (volatilità implicita del mercato) non rispecchi le incertezze del mondo reale, quanto piuttosto la volatilità scontata dal mercato e prodotta da questa ricerca di rendimento.

Indice VIX vs rischio effettivo (modello)

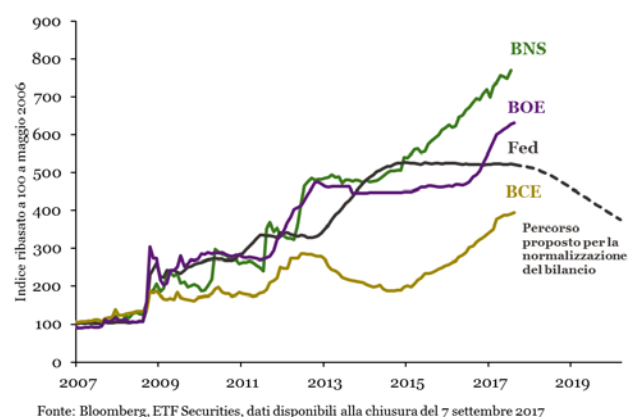


Dietro questa apparente serenità del mercato sono in agguato possibili crisi geopolitiche e le conseguenze ignote della fine della politica monetaria espansiva. Come vuole la natura intrinseca del rischio, il calendario degli eventi imprevedibili è sconosciuto, ma in genere produce forti picchi di volatilità. Le questioni relative all'amministrazione Trump, non ultima la situazione nordcoreana, hanno messo alla prova la tenuta del mercato. Altre potenziali cause di picchi di volatilità potrebbero essere una crisi del debito in Cina, una politica errata delle banche centrali, uno shock sul prezzo del petrolio oppure gli imminenti negoziati sul tetto del debito negli USA. Nonostante i nostri timori, il quadro economico globale, alla luce di un ciclo restrittivo negli USA, continua a migliorare sia nei paesi avanzati che nel mondo emergente, favorendo quindi gli utili delle imprese. L'ultima stagione di pubblicazione dei risultati delle imprese è stata molto positiva per gli asset globali. I ricavi delle imprese europee sono risultati invariati, ma al netto dei ricavi dall'estero mostrano una prosecuzione della crescita. Riteniamo ancora che l'Europa offra le migliori prospettive di ripresa degli utili, pur presentando, in termini relativi, valutazioni interessanti. Nonostante valutazioni relativamente attraenti, il settore tecnologico ha di recente risentito di una performance deludente. Riteniamo che la correzione del settore sia ormai eccessiva, dal momento che i risultati realizzati hanno superato nettamente le aspettative degli analisti. Il fatto che la crescita degli utili e dei ricavi sia stata positiva sottolinea che i fondamentali restano intatti.

## Palloncino - non bolla - dei mercati obbligazionari

Ciononostante, gli investitori iniziano a mettere in dubbio i fattori alla base del rimbalzo delle azioni alla luce di quella che riteniamo essere stata erroneamente definita la "bolla" obbligazionaria. Anche se i rendimenti obbligazionari mondiali si aggirano attorno ai minimi storici, non si tratta necessariamente di una bolla nell'accezione tradizionale. I rendimenti sono artificialmente bassi, sotto la pressione degli stimoli eccezionali delle banche centrali. In questo quadro, saremmo più propensi a descrivere la situazione come un palloncino, più che una bolla, dei mercati obbligazionari. La differenza essenziale tra un palloncino e una bolla è in ciò che accade alla fine: le banche centrali sono propense a sgonfiare il palloncino piuttosto che a far scoppiare la bolla. Lo sgonfiamento graduale del palloncino obbligazionario è un aspetto essenziale degli obiettivi che le banche centrali sono interessate a realizzare con la chiusura dei programmi di acquisto di titoli.

Livelli dei bilanci delle banche centrali



La comunicazione è essenziale per plasmare le aspettative degli investitori sul percorso di stretta monetaria. Un altro "taper tantrum" suggerirebbe che le autorità non hanno realizzato l'obiettivo di un'eliminazione misurata e ordinata degli stimoli, oltre a evidenziare la fragilità dell'ottimismo degli investitori che sta attualmente caratterizzando il mercato. Sembra che le autorità monetarie siano poco inclini a un'aggressività eccessiva, anche di fronte all'aumento dei salari e alla conseguente inflazione. I banchieri centrali sono consapevoli del danno che i picchi di volatilità e l'instabilità del mercato arrecherebbero alla fiducia globale e di conseguenza all'attività economica.

È paradossale che il quantitative easing (QE), proprio lo strumento utilizzato per alleviare le tensioni del mercato, potrebbe essere la radice delle nuove tensioni nel momento in cui sarà accantonato. Le autorità monetarie vogliono evitare un circolo vizioso, nel quale si trovino costrette a reagire a queste tensioni di mercato annullando le decisioni di stretta monetaria che avevano provocato la volatilità del mercato. Proprio un eccessivo scostamento dalle aspettative del mercato in materia di politica monetaria potrebbe provocare queste tensioni; di conseguenza la forward guidance e la trasparenza sono essenziali. La comunicazione delle banche centrali sta migliorando e riteniamo improbabile che si verifichi un altro taper tantrum simile a quello del 2013. Ciononostante, riteniamo che il mercato in alcuni casi abbia mal interpretato le dichiarazioni delle banche centrali. Lungo l'asse della politica monetaria, la Federal Reserve statunitense si colloca saldamente all'estremo "restrittivo" dello spettro, mentre la Banca del Giappone si situa all'estremo "espansivo". Tra i due estremi troviamo la Banca d'Inghilterra e la Banca Centrale Europea.

## Il mercato sopravvaluta l'euro, potenziale di rialzo dell'USD

L'incapacità di comprendere dove siano posizionate le banche centrali genera un rischio di mispricing del mercato, soprattutto nel mercato dei cambi. Le massicce posizioni lunghe sull'euro presentano un chiaro rischio di ribasso, poiché gli investitori stanno sottovalutando il desiderio della BCE di generare pressioni inflazionistiche parallelamente al sostegno all'economia sottostante.

La forza dell'euro non è una situazione comoda per la BCE, poiché mina il consolidamento avviato dall'inflazione: l'IPC core è ai massimi dal 2013. I discorsi distensivi della BCE potrebbero fungere da volano per una rapida chiusura del posizionamento lungo sui futures ormai quasi a livelli record.

Prevediamo che il dollaro USA guadagni terreno nel S2 2017 rispetto alle principali valute, mentre la minore volatilità dovrebbe determinare un netto calo dello yen giapponese visto che la banca centrale resta espansiva e gli investitori rivolgono altrove la ricerca di rendimenti. Infine, prevediamo che le incertezze relative ai negoziati sulla Brexit mettano in secondo piano la volontà sempre più ferma della Banca d'Inghilterra di avviare una stretta monetaria in presenza di un'economia interna relativamente stabile. Nella misura in cui le decisioni offriranno una maggiore chiarezza su un esito economico positivo per il Regno Unito e l'Unione Europea, riteniamo che la sterlina avrà un potenziale di rialzo, soprattutto nei confronti dell'euro. L'aumento dei rendimenti reali dovrebbe favorire la sterlina mentre la diminuzione della volatilità dovrebbe permettere agli investitori di concentrarsi sui fondamentali.

## Il quadro macroeconomico dovrebbe favorire le materie prime

A frenare la possibilità di un ulteriore marcato rialzo delle materie prime nel 2017 sono due questioni macroeconomiche:

1) quanto sarà aggressiva la Federal Reserve nel suo processo restrittivo e 2) in che misura le questioni geopolitiche annulleranno i recenti miglioramenti della crescita globale.

Questi temi hanno provocato oscillazioni dell'oro, penalizzato dalla minaccia di un aumento dei tassi d'interesse, ma considerato un valore rifugio quando scoppiano le tensioni geopolitiche. Prevediamo che la Fed si muoverà con prudenza, soprattutto ora che l'inflazione sembra essersi raffreddata a breve termine, e riteniamo che il valore equo dell'oro a fine anno si attesti a 1.260 USD. Continuiamo a rilevare un aumento della domanda di materie prime in un momento caratterizzato dalla perdurante carenza di investimenti, soprattutto nell'industria estrattiva. Consideriamo quindi i metalli industriali come il segmento più attraente nel settore delle commodity.

# Il ridimensionamento del bilancio della Fed avrà un impatto contenuto sui rendimenti USA

A cura di Morgane Delledonne – Fixed Income Strategist | [morgane.delledonne@etfsecurities.com](mailto:morgane.delledonne@etfsecurities.com)

## Sintesi

La nuova “normalità” del bilancio della Fed dovrebbe aggirarsi attorno ai 2.500 miliardi di USD entro il 2026.

Tenendo conto dell'effetto del ridimensionamento del QE, il ritmo della stretta ricorda quello di cicli precedenti.

Prevediamo che l'impatto del ridimensionamento del QE si farà sentire soprattutto sui Treasury USA da 1 a 5 anni.

## La nuova “normalità” del bilancio

In occasione della riunione di giugno 2017, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato l'intenzione di ridurre le posizioni della Fed, ridimensionando progressivamente il reinvestimento dei pagamenti ricevuti allo scadere dei Treasury, del debito di agenzie e degli MBS acquistati nell'ambito del programma di allentamento quantitativo (QE). Il tetto sul reinvestimento aumenterà progressivamente, di 6 mrd di USD al mese per i Treasury e di 4 mrd di USD al mese per il debito di agenzie e gli MBS, con cadenza trimestrale e per la durata di un anno, fino a raggiungere rispettivamente 30 e 20 mrd di USD al mese.

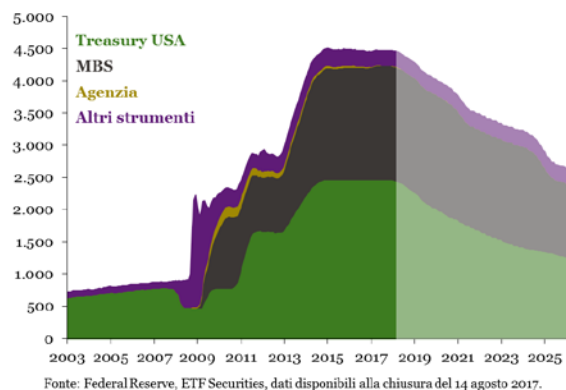
Per comprendere il contesto, ricordiamo che il bilancio della Fed è aumentato da poco meno di 1000 miliardi di USD nel 2008 a 4.500 miliardi di USD ad agosto 2017. Oggi, nell'attivo della Fed figurano Treasury per circa 2.500 miliardi di USD (il 18% del mercato) e MBS per 1.800 miliardi di USD (il 33% del mercato). Nel passivo, la valuta in circolazione rappresenta 1.500 miliardi di USD, mentre le riserve eccedenti delle banche rappresentano 2.300 miliardi di USD. Prima del 2008, le riserve detenute dalle banche si limitavano ai minimi regolamentari (pari a solo il 5% delle riserve complessive di oggi) e avevano bisogno di prendere in prestito riserve da altre banche per rispettare gli obblighi di legge (quindi sul mercato dei Fed Funds). La Fed comprava o vendeva riserve per controllare il tasso dei Fed Funds al quale le banche si scambiavano fondi overnight. Dopo la crisi finanziaria globale, il massiccio acquisto di Treasury e MBS della Fed dalle banche ha accresciuto di oltre duemila miliardi di dollari le riserve eccedenti. Di conseguenza, il mercato dei Fed Funds è diventato obsoleto e la Fed ora controlla il tasso d'interesse pagato sulle riserve eccedenti (tasso IOER), stabilito al limite superiore del

range dei tassi dei Fed Funds (attualmente all'1,25%).

Quindi l'interesse pagato alle banche sulle loro riserve eccedenti aumenta con il tasso dei Fed Funds, ed i tassi d'interesse pagati sui titoli a breve scadenza si muovono anch'essi parallelamente al tasso sui Fed Funds. La Fed potrebbe decidere in futuro di ridurre l'aumento incrementale del tasso IOER rispetto al tasso dei Fed Funds, accrescendo il differenziale di rendimento tra i tassi d'interesse pagati sui titoli e il tasso IOER pagato sulle riserve eccedenti. Questo incoraggerebbe le banche a ricorrere alle proprie riserve eccedenti per acquistare più titoli e guadagnare il rendimento aggiuntivo, e di conseguenza ridurrebbe il bilancio della Fed.

Non c'è un consenso sulle dimensioni “normali” del bilancio della Fed. Alcuni economisti hanno affermato che le dimensioni relativamente contenute del bilancio della Fed nel 2008 lo rendevano inadeguato a rispondere in modo efficace alla gravità della crisi finanziaria. L'ex presidente della Fed, Ben Bernanke, ha dichiarato che il livello essenziale delle riserve bancarie, necessario a rendere efficace la politica monetaria, non deve scendere sotto quota mille miliardi di USD. Riteniamo quindi che il bilancio della Fed debba mantenersi entro un livello non inferiore a circa 2.500 miliardi di USD. Il grafico seguente parte dalle recenti linee guida del FOMC per effettuare una proiezione del bilancio della Fed sul prossimo decennio. Abbiamo stimato che se la Fed avvierà il processo di normalizzazione a gennaio del 2018, il suo bilancio raggiungerà quota 2.500 miliardi di dollari alla fine del 2026.

Proiezioni degli attivi della Fed (mrd di USD)



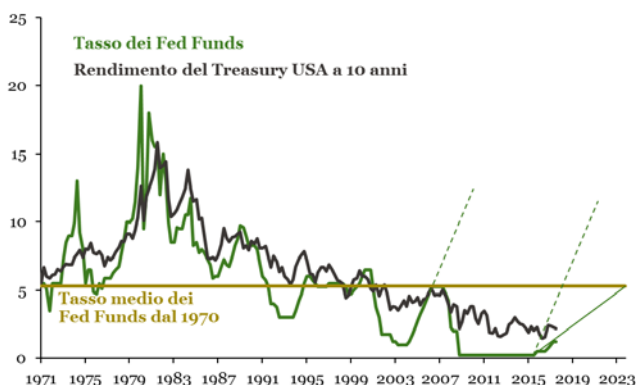
## Stretta della Fed non proprio “graduale”

Ci attendiamo un ulteriore rialzo dei tassi quest'anno e che la Fed inizi a ridurre il suo bilancio all'inizio del prossimo anno, poiché la recente moderazione dell'inflazione potrebbe aver

rinvio l'esigenza di un intervento politico immediato. Di conseguenza, il rafforzamento del mercato del lavoro non si riflette in aumenti salariali e quindi neanche nell'inflazione. I membri del FOMC riconoscono sempre di più che il livello modesto dell'inflazione è dovuto più a fattori strutturali, come le innovazioni tecnologiche, che ad elementi di natura ciclica. In particolare, il presidente della Fed di New York, Dudley, ha dichiarato che se spinte strutturali stanno spingendo ulteriormente in basso l'inflazione, è possibile che il tasso di disoccupazione diminuisca ulteriormente prima di generare un aumento dei salari e dei prezzi.

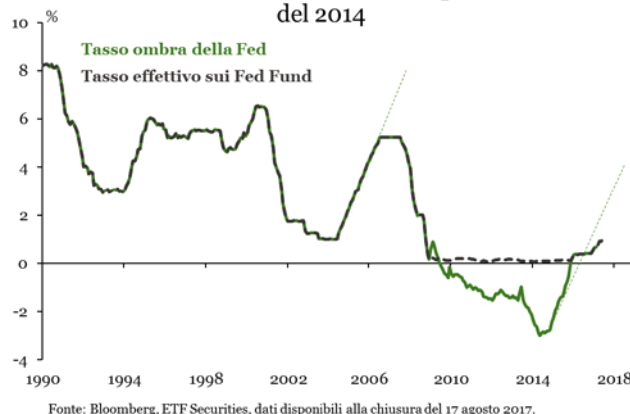
Lo scenario caratterizzato da crescita e inflazione modeste richiede tassi di riferimento inferiori a quelli del passato. È probabile che il livello corrente del tasso dei Fed Funds "rimanga adeguato nel breve termine" ha affermato il presidente della Fed di Minneapolis Kashkari, aggiungendo che l'economia USA è bloccata in una situazione di crescita modesta. Riteniamo quindi che la Fed non aumenterà il tasso sui Fed Funds al 5%, il livello al quale si trovava alla fine del precedente ciclo restrittivo, ma lo aumenterà gradualmente verso il 2%. Il presidente della Fed di Dallas, Kaplan, ha dichiarato ad agosto che il tasso d'interesse "neutrale" (ossia il tasso al quale il PIL reale cresce al suo ritmo tendenziale e l'inflazione è stabile) era più vicino al 2% che al 3%. In termini storici, l'aumento del tasso dei Fed Funds dal limite inferiore di zero sta seguendo un trend molto più piatto rispetto ai cicli passati. Se la Fed proseguisse la stretta seguendo lo stesso ritmo, raggiungerebbe il livello medio di lungo periodo del tasso sui Fed Funds entro il 2023.

#### Lento rimbalzo dal limite inferiore pari a zero



Ora, basandoci sul tasso ombra - un parametro per misurare l'orientamento della politica monetaria a tassi negativi - e contemplando gli effetti del ridimensionamento del QE, il ritmo della stretta ricorda quello registrato dal 2003 al 2005. La Fed ha già aumentato il tasso effettivo sui Fed Funds di 400 pb, quindi più della stretta media dei cicli precedenti pari a 380 pb.

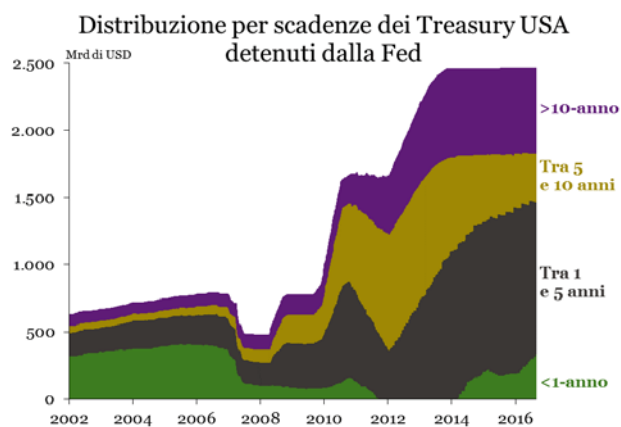
#### La Fed ha aumentato i tassi di 400 pb dalla fine del 2014



### Impatto sulla curva dei rendimenti dei Treasury USA

Nel breve termine, l'annuncio di un rallentamento del processo di normalizzazione del bilancio è stato in larga parte scontato dal mercato. Janet Yellen ha dichiarato che le aspettative di una normalizzazione del bilancio hanno già spinto al rialzo di 15 pb i rendimenti sulle obbligazioni USA (pari a due rialzi dei tassi da 25 pb del tasso dei Fed Fund) nel 2017.

Le ripercussioni del ridimensionamento del bilancio della Fed sui tassi d'interesse nel lungo termine dipenderanno da diversi parametri che devono ancora essere specificati. In particolare, mancano ancora i dettagli sulle "dimensioni normali" del bilancio della Fed, la data e il percorso di riduzione del bilancio nel lungo termine. Alcuni economisti della Fed (Engen et al.) hanno stimato che le tre tornate di QE hanno indotto i premi a lungo termine sui Treasury a diminuire di 120 pb tra l'inizio del 2009 e il 2013. In altri termini, il QE della Fed ha prodotto un calo di 30 pb l'anno dei rendimenti obbligazionari, oltre ad un aumento del bilancio della Fed di una media di 925 miliardi di dollari l'anno. Come detto, abbiamo stimato che il bilancio della Fed raggiungerà quota 2.500 miliardi di dollari alla fine del 2026 con una contrazione media di 200 miliardi di dollari all'anno nel prossimo decennio. Sulla base delle stime di Engen et al., riteniamo che a parità di condizioni la riduzione del bilancio della Fed produrrebbe un aumento annuo di 10 pb dei rendimenti dei Treasury USA per i prossimi dieci anni. Questa stima è generalmente in linea con i recenti commenti dei membri della Fed, tra i quali Kashkari ed Evans secondo i quali la correzione del bilancio sarà molto graduale e avrà un impatto ridotto sulle condizioni di finanziamento.



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

Quasi la metà delle posizioni della Fed in Treasury USA ha una scadenza compresa tra 1 e 5 anni. Quindi, sarà verosimilmente questo segmento del mercato dei buoni del Tesoro americani a subire le maggiori ripercussioni della riduzione del bilancio della Fed. Nel complesso, riteniamo che gli effetti dell'aumento dei tassi a breve scadenza, sommati alla normalizzazione del bilancio della Fed, rallenteranno l'appiattimento della curva dei rendimenti dei Treasury rispetto a precedenti cicli restrittivi. Il ritmo graduale degli aumenti dei tassi dei Fed Funds dovrebbe generare maggiore pressione al rialzo sul segmento corto della curva dei rendimenti rispetto al segmento lungo. Riteniamo che le prospettive modeste dell'inflazione, sommate alla domanda strutturale per le obbligazioni a lungo termine, compenseranno in parte le pressioni al rialzo sui tassi a lunga scadenza provocate dalla normalizzazione dei bilanci delle Fed.

# La graduale stretta della Fed è destinata a confermare l'interesse per il debito emergente

A cura di Morgane Delledonne – Fixed Income Strategist | [morgane.delledonne@etfsecurities.com](mailto:morgane.delledonne@etfsecurities.com)

## Sintesi

**I rischi globali per i mercati emergenti (ME) restano generalmente bilanciati.**

**Crediamo che la volubilità dell'amministrazione Trump contribuirà a mantenere i tassi d'interesse e il dollaro USA a livelli relativamente contenuti.**

**Le obbligazioni sovrane dei paesi emergenti rimangono interessanti nello scenario attuale di stretta monetaria progressiva.**

**I rischi globali sono generalmente bilanciati.**

La prudenza adottata dalla Fed nell'aumentare i tassi ha alimentato la continua ricerca di rendimenti in corso dall'inizio dell'anno. Un probabile rimbalzo dell'attività economica e dell'occupazione negli USA verso fine anno dovrebbe favorire il dollaro statunitense e annullare la debolezza registrata nella prima parte dell'anno. Tuttavia, le condizioni monetarie USA restano espansive in termini storici, e hanno impedito al dollaro di apprezzarsi nettamente. Per quest'anno prevediamo un ulteriore incremento di 25 pb del tasso sui Fed Funds seguito dall'annuncio della normalizzazione del bilancio della Fed, verosimilmente a dicembre.

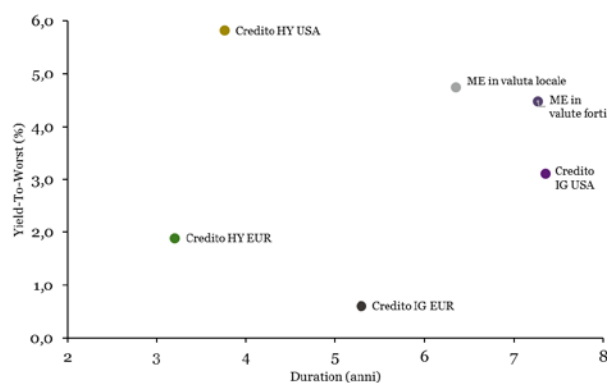
Inoltre, la continua instabilità politica dell'amministrazione Trump pone dei rischi alle prospettive economiche statunitensi, oltre a contribuire alla debolezza del dollaro USA. Sono aumentati i rischi geopolitici tra gli USA e la Corea del Nord sulla minaccia nucleare. In generale, il mercato delle obbligazioni emergenti è riuscito a resistere durante i recenti episodi di avversione al rischio, come quello seguito all'impegno di Donald Trump a reagire "con fuoco e fiamme" alle minacce della Corea del Nord. Crediamo che l'escalation delle tensioni tra le due potenze nucleari potrebbe generare ulteriori fughe verso la sicurezza, con il rischio di penalizzare temporaneamente i prezzi delle obbligazioni emergenti e le valute ME.

## Debito emergente: secondi classificati per miglior rendimento corretto per il rischio

A nostro parere, le obbligazioni emergenti restano uno strumento attraente per diversificare gli investimenti e cogliere rendimenti più elevati. Ad agosto 2017, lo spread tra i rendimenti delle obbligazioni emergenti ed i Treasury USA è diminuito di 1,2 pb rispetto ad un anno prima, attestandosi al 2,3%, leggermente sotto allo spread del mercato High Yield

statunitense (3,1%). Al contrario, i rendimenti sui mercati monetari USA si aggirano intorno all'1% e lo spread fra le obbligazioni corporate investment grade USA e i Treasury USA è pari allo 0,2%

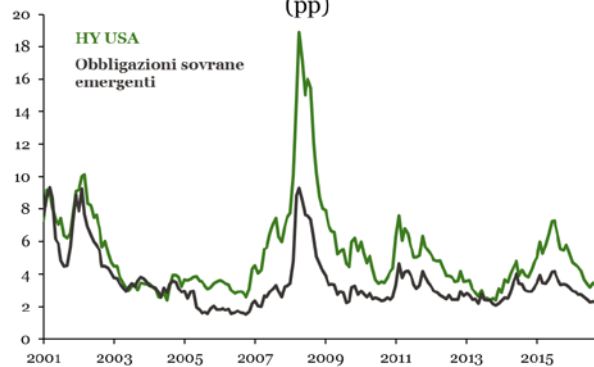
Profili di rischio/rendimento



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura dell'8 agosto 2017.

Dopo il credito HY USA, le obbligazioni emergenti offrono il miglior valore corretto per il rischio a fronte di una volatilità inferiore.

Spread rispetto ai rendimenti dei Treasury USA (pp)

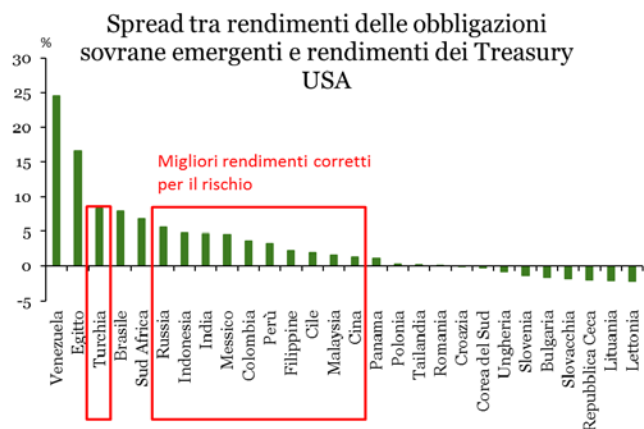


Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 7 agosto 2017.

## Asia, America Latina e Turchia sono attraenti

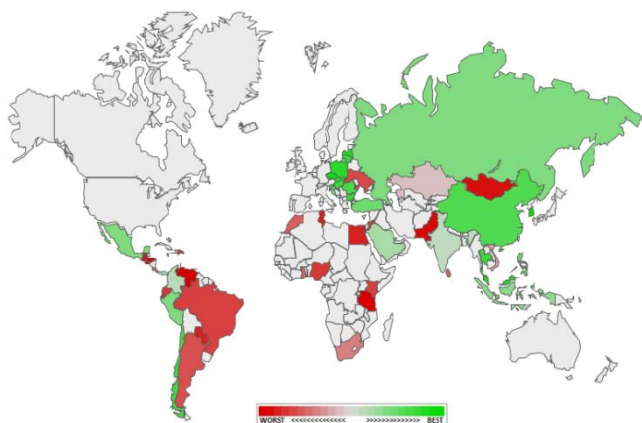
Al di là di qualche variazione regionale, il miglioramento dei fondamentali emergenti, la stabilizzazione delle prospettive per le materie prime, l'aumento della domanda globale e l'incremento della competitività dovrebbero permettere agli asset emergenti di resistere durante la fase di normalizzazione della politica monetaria che avrà luogo sui mercati avanzati. Prevediamo un graduale apprezzamento del renminbi cinese nei confronti di altre valute asiatiche, di pari passo con il graduale apprezzamento del dollaro USA, e di conseguenza un

generale miglioramento della competitività di altri paesi asiatici. È probabile che l'Europa Emergente riesca a resistere al cambiamento dello scenario negli USA, beneficiando della politica monetaria espansiva della BCE e di una ripresa della domanda in Europa. Le valute dell'America Latina e dei grandi paesi esportatori di materie prime restano sottovalutate e dovrebbero beneficiare della stabilità delle prospettive per le materie prime e dell'aumento del commercio globale. A nostro parere, Turchia, Messico, India, Indonesia, Russia e Sud Africa offrono i migliori rendimenti corretti per il rischio nell'universo dei mercati emergenti.



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura dell'8 agosto 2017.

Questi paesi mostrano un differenziale medio di rendimento tra le obbligazioni in valuta locale e i Treasury USA del 5% oltre ad avere un outlook sul rischio paese relativamente stabile a giudicare dalla valutazione del rischio di credito fatta da Bloomberg. Questa valutazione del rischio paese offre una profilazione completa del rischio per i paesi emergenti selezionati, che tiene conto dell'aspetto finanziario, economico e politico. La mappa seguente evidenzia in verde i paesi emergenti con i punteggi migliori (cioè con il rischio più basso), mentre delinea in rosso i paesi con il punteggio più basso (quindi con il rischio più alto).

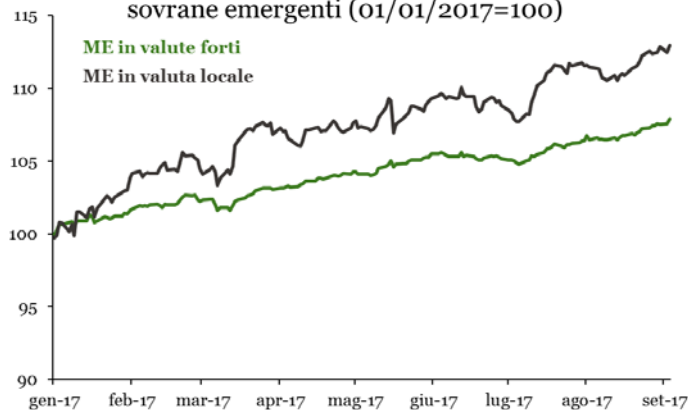


## Debito emergente in valuta locale vs in valute forti

I rendimenti del debito emergente in valuta locale e in valute forti presentano generalmente una elevata correlazione, essendo influenzati dagli stessi elementi globali, come l'attività economica mondiale, gli effetti domino delle condizioni finanziarie globali e la propensione al rischio degli investitori. Essi tuttavia differiscono per alcuni elementi. In particolare, il cambiamento della qualità del credito sovrano, come il declassamento dei rating, sta influenzando in misura nettamente superiore sul debito in valute forti rispetto al debito in valuta locale, poiché alla capacità di servire il debito si aggiunge il rischio valutario. Nel complesso, i fattori fiscali e globali hanno un maggiore impatto sul debito in valute forti, mentre la politica monetaria nazionale e l'inflazione incidono soprattutto sul debito locale.

Il Sentix, indicatore sulla fiducia degli investitori per il debito emergente, è positivo da gennaio. La debolezza del dollaro USA, il differenziale dei tassi d'interesse tra mercati emergenti e paesi avanzati, e il maggiore dinamismo della crescita in Cina hanno favorito afflussi di capitali verso i ME. Le valute emergenti si sono rafforzate del 7,5% dall'inizio dell'anno, secondo l'indice JP Morgan Emerging Market Currency. Di conseguenza, i titoli di Stato emergenti in valuta locale hanno realizzato risultati superiori al debito estero (in valute forti) dall'inizio dell'anno, con performance rispettivamente del 10% e del 6%.

### Indici Bloomberg Barclays delle obbligazioni sovrane emergenti (01/01/2017=100)

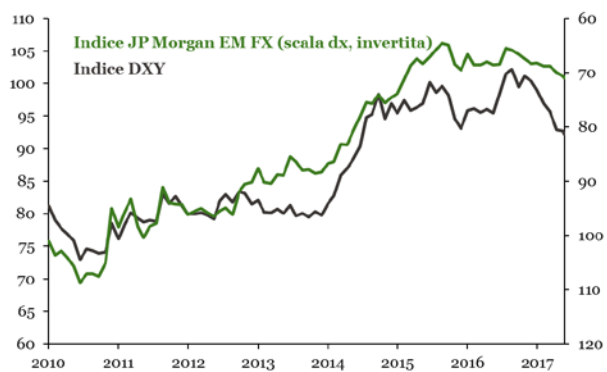


Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 6 settembre 2017

A nostro parere, gli investitori in debito emergente in valuta locale dovrebbero beneficiare di un dollaro USA relativamente stabile verso fine anno. Dal 2018, prevediamo un progressivo apprezzamento del dollaro USA parallelamente al rafforzamento dell'economia USA e del rialzo dei tassi d'interesse, in particolare quando la Fed inizierà a ridurre il suo bilancio presumibilmente all'avvio del prossimo anno. Consigliamo agli investitori di monitorare questo possibile rischio valutario e prevediamo che alcuni valuteranno la possibilità di un graduale spostamento dal debito emergente in valuta locale al debito emergente in valute forti nel 2018.



## Debolezza DXY favorevole alle valute emergenti



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 6 settembre 2017

Crediamo che la stretta progressiva della politica monetaria della Fed non produrrà uno scenario che induca gli investitori a fuggire in massa dal debito emergente. Il debito emergente dovrebbe continuare a fornire un sovrarendimento decente rispetto al debito dei paesi avanzati, poiché le politiche monetarie di questi ultimi restano comunque espansive in termini storici.

# Congresso cinese: il battesimo dell'uomo forte

A cura di Nitesh Shah – Commodity Strategist | [nitesh.shah@etfsecurities.com](mailto:nitesh.shah@etfsecurities.com)

## Sintesi

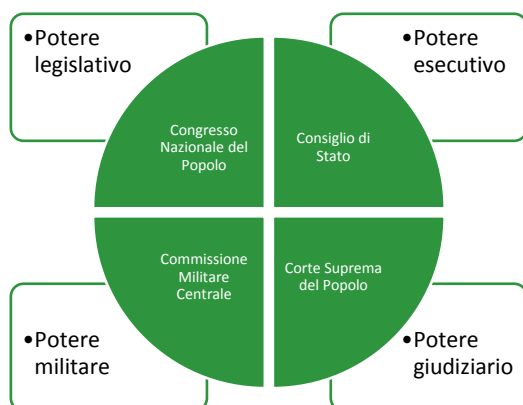
**Il prossimo Congresso offre a Xi Jinping l'opportunità di consolidare il suo potere,**

**la cui portata è tale da poter ambire a una riconferma dello status quo: pochi progressi nel ridurre l'ambito delle imprese statali o nell'affrontare gli squilibri economici, compresa l'eccessiva espansione del credito.**

**La continua assenza di riforme potrebbe rendere la Cina sempre più vulnerabile ad un forte shock.**

## Rotazione politica

Il ramo legislativo del governo cinese ospiterà il prossimo autunno la sua assemblea per la transizione del potere quinquennale: il 19° Congresso del Partito Comunista. Se la tradizione sarà rispettata, i membri più anziani dell'élite politica - il Comitato Permanente del Politburo - si dimetteranno per far spazio ai più giovani. Dei sette membri, si prevede che ne vengano sostituiti cinque. Gli altri due sono il Segretario Generale/Presidente<sup>1</sup> (Xi Jinping) e il Premier del Consiglio di Stato (Li Keqiang), che sono abbastanza giovani per fare da guida nei prossimi cinque anni. Quando Xi Jinping ha preso il timone del Partito nel 2012, poteva contare su pochissimi alleati fidati al suo fianco. Dopo cinque anni, attraverso diverse ondate di rimpasti e una guerra contro la corruzione, ha epurato oltre 200 alti funzionari dalle loro cariche, sostituendoli con i suoi amici. È riuscito a piazzare suoi alleati in diversi rami del governo.



<sup>1</sup> Il Presidente è il capo dello Stato con una carica largamente cerimoniale e pochi poteri. Tuttavia, dal 1993 la presidenza viene ricoperta dal Segretario Generale (e leader del Partito Comunista).

Le stelle nascenti sono a rischio. Sun Zhengcai, una volta considerato possibile candidato al Comitato Permanente del Politburo e possibile futuro leader, è stato sostituito il mese scorso come Segretario del Partito di Chongqing dal pupillo di Jinping, Chen Min'er. Accusato di corruzione, Sun Zhengcai sembra essere l'ultimo a cadere vittima del piano di Xi Jinping finalizzato a rimuovere gli oppositori.

## Piegare le "regole"

La cosiddetta "regola" che prevede le dimissioni dei membri del Comitato permanente una volta superati i 68 anni non è una regola scritta. Un membro anziano del Partito ha recentemente descritto questo requisito come un elemento di "folclore". Quindi se la "regola" venisse ignorata, Wang Quishan, stretto alleato di Xi nell'attuale Comitato Permanente del Politburo, potrebbe essere confermato. Creare un precedente quest'anno permetterebbe a Xi Jinping di restare nel Comitato in occasione del 20° Congresso nel 2022, anno in cui compirà 69 anni. Inoltre, la dimensione del Comitato oscilla nel tempo, da un minimo di cinque fino ad un massimo di nove. È possibile quindi che il Comitato riduca i suoi componenti rispetto ai sette attuali, per eliminare potenziali minacce all'influenza di Xi.

L'attuale costituzione permette al Presidente di restare in carica al massimo per due mandati. Quindi Xi dovrebbe rinunciare a questo ruolo nel 2022. Sebbene il ruolo di Presidente e quello di Segretario Generale siano andati a braccetto in passato, Jinping potrebbe passare il testimone a uno dei suoi accoliti nel 2022, ma continuare ad esercitare una influenza politica nell'ambito del Comitato, se riuscirà ad aggirare le regole non scritte.

## Status quo economico

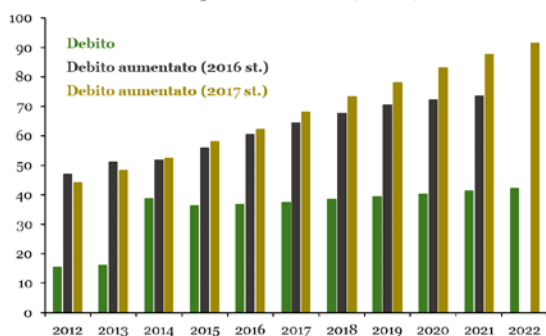
Se erano stati fissati obiettivi ambiziosi sul piano delle riforme economiche in occasione del Terzo Plenum del Partito nel 2013, i progressi sono stati piuttosto magri. I leader cinesi si sono impegnati ad attribuire un "ruolo decisivo" ai mercati nell'allocazione delle risorse. Sembra tuttavia diffondersi una sfiducia costante verso i mercati. Si sono moltiplicati gli interventi sui mercati azionari e immobiliari per evitare un calo più brusco dei prezzi. Il mantenimento di un tasso di crescita stabile del 6,5-7% sembra essere il prodotto di una politica monetaria espansiva, dell'aumento del credito e della riluttanza a ridimensionare la sovrapproduzione. In molti casi i limiti di capacità sono collegati più a timori di natura ambientale che non ad obiettivi di mercato. L'eccessiva enfasi su un obiettivo di crescita economica ha portato i livelli di debito a livelli insostenibili. L'efficienza del credito è molto modesta. Nel 2015-16 occorrevano 4000 mrd di RMB (600 mrd di USD) di nuovo credito per accrescere il PIL nominale di 1000 miliardi di RMB

(150 mrd di USD). Nel 2007-2008 bastavano 1300 mrd di RMB (169 mio di USD) di nuovo credito per accrescere il PIL di 1000 miliardi di RMB (130 mio di USD).

## Cresce il debito della Cina

È ampiamente riconosciuto che la Cina ha un problema di indebitamento. Se il debito del governo centrale è basso rispetto ad altri mercati emergenti, i dati spesso non tengono conto di tutti i debiti, in particolare quelli dei governi locali che sono utilizzati in una veste fiscale. Nel 2014, il Fondo monetario internazionale (FMI) ha prodotto un calcolo del deficit e debito "aumentato" per tenere conto dei finanziamenti fuori bilancio in Cina. Nelle sue stime più recenti, l'FMI ha allargato il suo perimetro di calcolo del deficit e debito aumentato, al fine di includere nuovi canali per finanziare unità para-fiscali. Nel 2014, la Cina ha implementato una serie di cambiamenti, per riportare in bilancio i finanziamenti dei governi locali realizzati attraverso veicoli di finanziamento poco trasparenti. I prestiti in bilancio dei governi locali sono aumentati dallo 0,3% del PIL del 2014 al 2,4% del PIL nel 2016. Inoltre, il governo ha acquistato una notevole quota di debiti in bilancio dei veicoli di finanziamento dei governi locali (pari al 22% del PIL). Nonostante i tentativi del governo centrale di riportare trasparenza nei meccanismi di finanziamento, incoraggiando il reinserimento in bilancio del debito dei governi locali, sono emersi nuovi metodi di finanziamento dei governi locali. L'FMI include queste nuove forme di finanziamento nelle sue ultime stime del debito pubblico.

Debito pubblico cinese (% PIL)

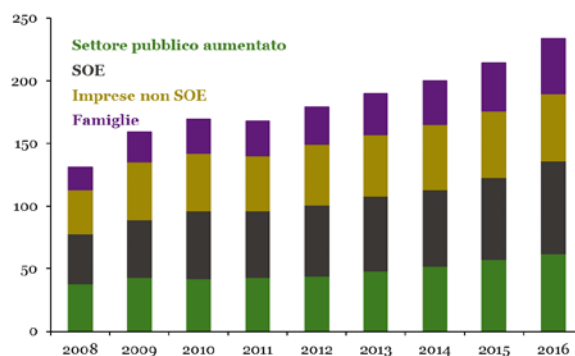


Fonte: FMI, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 18 agosto 2017.

Nel frattempo i debiti del settore privato sono notevoli e in crescita, particolarmente quelli del settore delle imprese statali (SOE). La quota della produzione industriale delle SOE è diminuita dal 40% di 15 anni fa al 15-20% di oggi, ma le SOE rappresentano una quota sproporzionata del debito societario (circa il 57% del debito societario è il 72% del PIL).

La crescita costante del credito delle SOE rischia di continuare a spiazzare i finanziamenti alle organizzazioni commerciali e aumentare i crediti in sofferenza.

Credito totale a settori non finanziari



Fonte: FMI, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 18 agosto 2017.

Le SOE devono essere messe a freno, ma in quest'area le riforme sono state deludenti. Il governo cinese ha puntato a ripulire le società "zombie" - soprattutto le SOE - offrendo loro un ventaglio di opzioni di uscita. Tuttavia, l'assenza di dettagli sulle effettive modalità di liquidazione (o comunque di gestione) di queste società rende difficile valutare i progressi. Altre riforme delle SOE comprendono il consolidamento delle SOE centrali, riducendo progressivamente le loro funzioni sociali ai lavoratori, trasferendo patrimoni di proprietà statale a fondi di sicurezza sociale e incorporando singolarmente le controllate delle SOE. I progressi in queste aree sono stati modesti. Ad esempio, il trasferimento a bilancio dei profitti delle SOE è stato nettamente inferiore all'obiettivo del 30%.

## Ammortizzatori finanziari

La Cina presenta capacità uniche di mitigazione che possono aiutarla a gestire una ricaduta disordinata del mercato del credito. Vanta un elevato tasso di risparmio delle famiglie, un'eccedenza delle partite correnti, debiti esteri moderati, massicce riserve valutarie, tassi d'interesse nettamente superiori a zero e una banca centrale competente, abituata ad immettere liquidità e ad utilizzare misure quantitative. Tuttavia, queste caratteristiche non significano che la Cina sarà completamente immune. Restare fedeli al programma di riforme e portarlo avanti è quindi importante, soprattutto per quanto riguarda la riduzione della portata delle SOE e il miglioramento dell'efficienza nell'allocazione delle risorse. Un mix di tutte queste caratteristiche è indispensabile per sgonfiare il palloncino del debito cinese, piuttosto che far scoppiare la bolla.

## La presenza di un uomo forte aiuterà od ostacolerà le riforme?

Se Xi Jinping si affermerà come l'uomo forte durante gli eventi politici di quest'anno ed oltre, si correrà il rischio di un'assenza di novità. Circondato dai suoi accoliti, mancherà la propensione a modificare lo status quo. Con una base di sostegno che comprende i neo-maoisti e un trend di crescente disuguaglianza in Cina, un appoggio populista potrebbe indurre la Cina a rifiutare un processo decisionale basato sul mercato a favore dell'ideologia comunista che si era andata erodendo negli ultimi 20 anni. Esiste una remota probabilità che Jinping utilizzi i suoi

sommi poteri per accelerare le riforme ma una riforma orientata al mercato rischierebbe di alienargli proprio le persone che lo hanno appoggiato e per questo motivo riteniamo improbabile che avvenga.

# Produzione record di petrolio negli USA trainata da fonti non tradizionali

A cura di Nitesh Shah – Commodity Strategist | [nitesh.shah@etfsecurities.com](mailto:nitesh.shah@etfsecurities.com)

## Sintesi

La produzione di petrolio negli USA è destinata a toccare nuovi massimi storici nel 2018, sebbene i prezzi del petrolio si siano dimezzati rispetto ai livelli del 2014.

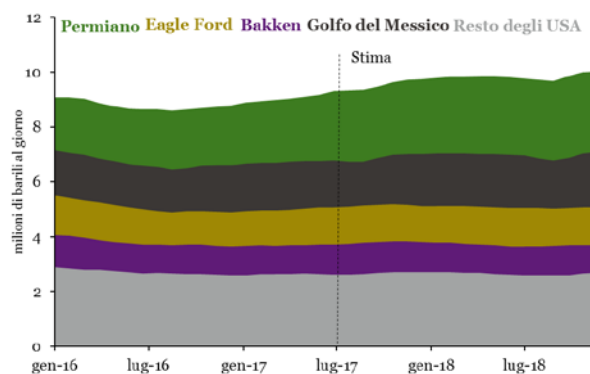
È probabile che continui ad aumentare la produzione di petrolio da scisti dal Bacino del Permiano, importante motore di crescita.

Per le estrazioni off-shore nel Golfo del Messico occorreranno ulteriori investimenti al fine di mantenere inalterato il significativo contributo alla crescita, ma la crescente efficienza è di buon auspicio.

## Produzione USA ai massimi storici

La produzione USA di greggio raggiungerà un livello record nel 2018 secondo le stime dell'Energy Information Administration (EIA). Con 9,9 milioni di barili al giorno (mb/g), nel 2018 la produzione di greggio supererà il record precedente di 9,6 mb/g raggiunto nel 1970. Questi dati riflettono la resilienza del mercato USA e il fallimento della strategia dell'OPEC di far fuori quella che ritenevano essere una produzione ad alto costo nel 2014 (vedere [Guerre petrolifere: l'OPEC combatte una battaglia persa](#)). È ampiamente riconosciuto che il motore della crescita negli USA è il petrolio da scisti. Tuttavia, osservando da vicino si rileva che è soprattutto il petrolio da scisti dal Bacino del Permiano a trainare al rialzo la produzione di petrolio, seguito dalla produzione offshore nel Golfo del Messico.

### Produzione di petrolio USA per regione

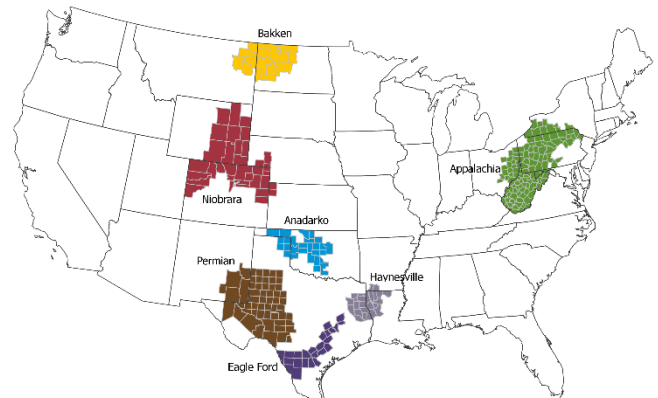


Fonte: EIA, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 21 agosto 2017.

## Petrolio da scisti dominato dal Bacino del Permiano.

Il Bacino del Permiano è la regione statunitense con la maggiore produzione di petrolio da scisti, e con il maggior tasso di crescita. Dei 940 impianti petroliferi attivi negli USA, circa 377 si trovano nel Bacino del Permiano.

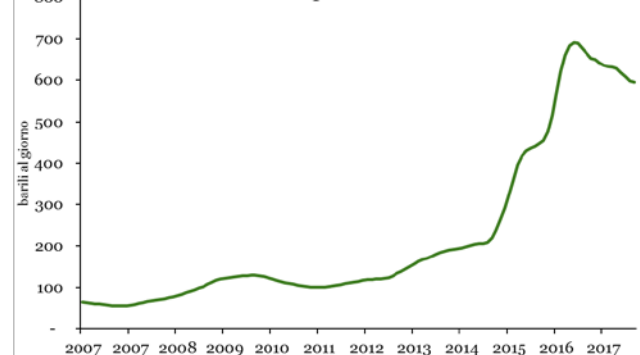
### Aree prolifiche di trivellazione negli USA



Fonte: EIA Drilling Report, ETF Securities.  
Stima dell'EIA sulla produzione giornaliera in migliaia di barili per settembre 2017.

La produzione per impianto – tradizionalmente una misura di efficienza - sembra aver toccato un picco nella Regione del Permiano a luglio 2016. Tuttavia, non sarebbe corretto interpretare questo dato come un calo di efficienza.

### Produzione della Regione del Permiano per impianto

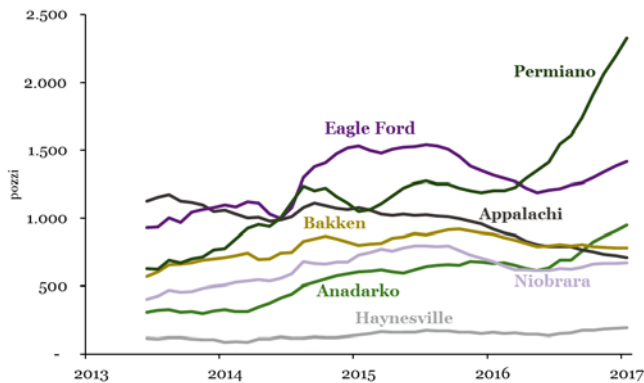


Fonte: EIA, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 21 agosto 2017.

Molti operatori petroliferi hanno deciso di trivellare ma di non completare i pozzi. Il petrolio in questi pozzi è quindi quasi disponibile, ma intenzionalmente si evita di estrarlo. Di conseguenza, il dato sulla produzione per impianto subisce una distorsione negativa. La ragione per non completare questi pozzi potrebbe essere legata a difficoltà di trasporto. Lo sconto

del WTI-Midland rispetto al WTI-Cushing da gennaio 2017 a luglio 2017 potrebbe offrire una spiegazione. Si osservi che il WTI-Midland presenta ora un premio rispetto al WTI-Cushing, il che potrebbe indicare una diminuzione di queste difficoltà di trasporto.

### Pozzi trivellati ma non completati



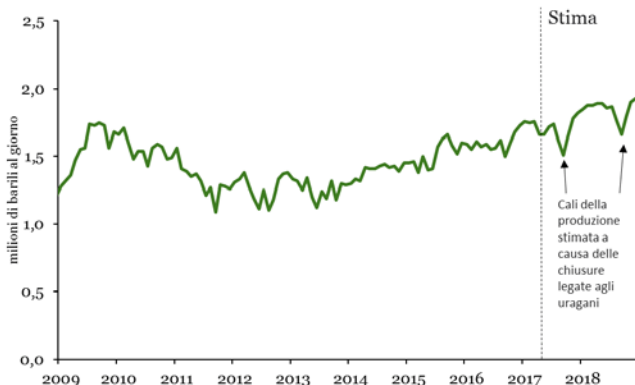
Fonte: EIA, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 21 agosto 2017.

Potrebbe esservi inoltre un ritardo nel completamento degli impianti a causa di un cambiamento nelle strategie di trivellazione. Il ricorso al pad-drilling - l'utilizzo di un "pad" per ospitare teste pozzo per diversi pozzi perforati - ha aumentato l'efficienza delle trivellazioni in molti impianti di petrolio da scisti. Nel Bacino del Permiano l'adozione di questa tecnica è indietro di circa due anni rispetto ad altre importanti regioni. I tempi di completamento potrebbero essere più lenti che nel passato, perché prima di essere completati vengono trivellati diversi pozzi. Tuttavia, man mano che si completano i lavori, la produzione di petrolio per impianto è destinata ad aumentare.

## Produzione nel Golfo del Messico

La produzione di petrolio nel Golfo del Messico è prevalentemente offshore. La narrazione sulla resilienza della produzione di petrolio negli USA si concentra solitamente sul petrolio da scisti, ma è la produzione petrolifera offshore ad essere rapidamente aumentata nel paese nonostante la debolezza dei prezzi in atto dal 2014. La produzione di greggio dal Golfo del Messico aveva già toccato un picco annuo nel 2016, superando il record precedente stabilito nel 2009.

### Produzione di petrolio del Golfo del Messico

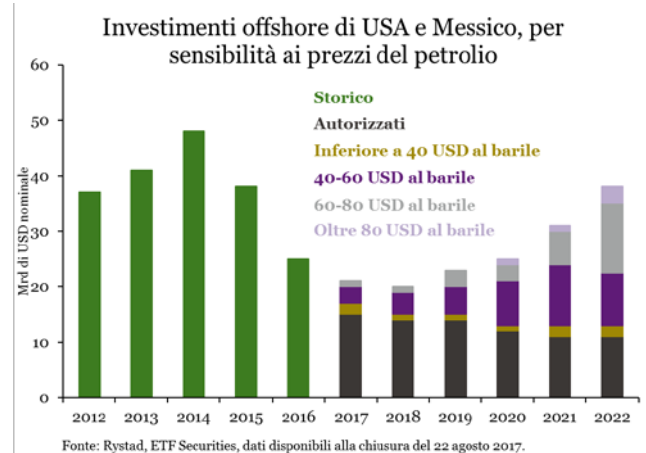


Fonte: EIA, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 21 agosto 2017.

Il prezzo del petrolio da scisti può essere molto sensibile ai prezzi (gli impianti possono essere attivati e disattivati in poche

settimane in reazione a cambiamenti dei prezzi), il petrolio offshore ha un ciclo d'investimento molto più lungo ed è quindi meno reattivo ai prezzi. Una quota significativa dell'aumento della produzione negli ultimi tre anni è venuta da progetti approvati prima del calo dei prezzi. Nel 2016 sono diventati operativi otto progetti nel Golfo del Messico e altri sette dovrebbero partire entro la fine del 2018. Secondo le stime dell'EIA, la produzione media nel Golfo del Messico aumenterà a 1,7 mb/g nel 2017 ed a 1,9 mb/g nel 2018, dal livello di 1,6 mb/g del 2016.

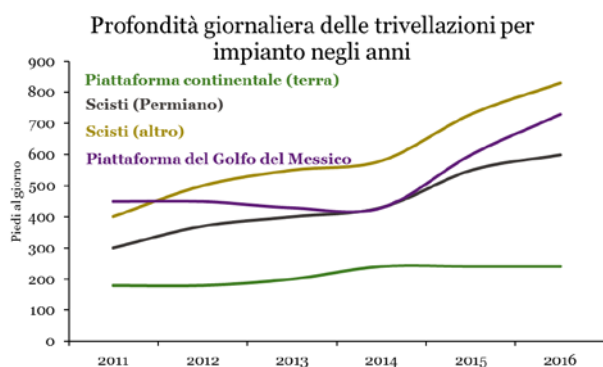
La prosecuzione della crescita da questa fonte richiederà ulteriori investimenti. Sulla base delle analisi di Rystad sulla sensibilità degli investimenti al prezzo, sono probabili investimenti nel petrolio offshore ma a livelli più contenuti. Crediamo che il prezzo del petrolio oscillerà nella forbice 40-55 USD al barile nel prossimo anno.



Fonte: Rystad, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 22 agosto 2017.

Tuttavia, proprio come accade con il petrolio da scisti onshore, l'efficienza della produzione petrolifera offshore sta aumentando. Riduzioni dei costi, standardizzazione e semplificazione hanno avvantaggiato anche questo settore. Secondo Wood Mackenzie, il costo dei progetti globali in ambiente deep-water è diminuito di oltre il 20% dal 2014. Secondo la loro analisi, alcune compagnie petrolifere nel Golfo del Messico hanno visto scendere le soglie di redditività da 70 a 50 USD al barile.

La profondità media giornaliera delle trivellazioni per impianto è rapidamente aumentata nel golfo del Messico, in parte grazie alla scelta di accedere prima al petrolio più facilmente accessibile. Tuttavia, il rigore sui costi e i miglioramenti tecnologici continueranno ad accrescere l'efficienza.



Fonte: Rystad, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 22 agosto 2017.

Rapporto tra estensione totale e giorni di trivellazione complessivi (compreso il tempo tra spud e profondità totale).

Sia il petrolio off-shore del Golfo del Messico sia il petrolio da scisti del Bacino del Permiano sono stati il motore della crescita della produzione USA dal calo dei prezzi iniziato nel 2014, ma è il Bacino del Permiano ad avere le maggiori potenzialità di accelerare la crescita dopo il 2018. La produzione dagli impianti già approvati permetterà alla produzione del Golfo del Messico di offrire un importante contributo ad una produzione record attesa nel 2018. I cambiamenti strutturali nelle tecniche di trivellazione sono probabilmente responsabili del calo delle statistiche sulla produzione per pozzo nel Bacino del Permiano, un trend che riteniamo sia destinato a perdere vigore.

# Materie prime e produttori: un confronto approfondito

A cura di James Butterfill con il contributo del team – Head of Research & Investment Strategy / [research@etfsecurities.com](mailto:research@etfsecurities.com)

## Sintesi

**I prezzi delle materie prime hanno sovraperformato quelli dei rispettivi produttori con una minor volatilità.**

**Storicamente, le materie prime sono meno sensibili alle variabili azionarie e costituiscono una fonte di maggiore diversificazione.**

**La minore offerta e spesa per investimenti potrebbe favorire le commodity a scapito dei produttori.**

Le materie prime sono investimenti alternativi importanti in grado di ampliare la diversificazione delle allocazioni di portafoglio e di migliorare l'esperienza d'investimento complessiva. Resta tuttavia da capire quale sia il modo migliore di accedere a questa classe di attivo: gli investitori si dividono fra un'esposizione diretta attraverso futures su commodity e un'esposizione indiretta attraverso azioni dei produttori di materie prime.

## Prezzo e rendimento: un dibattito aperto

L'avversione degli ultimi anni nei confronti delle materie prime è derivata in gran parte dalle performance negative. Allargando leggermente lo sguardo al passato, tuttavia, si scopre che negli ultimi due decenni le commodity hanno offerto un rendimento positivo corretto per il rischio, sia guardando ai prezzi dei futures su materie prime che attraverso le azioni dei produttori globali.

**L'investimento nelle materie prime e nei produttori ha generato rendimenti storici positivi corretti per il rischio**

Rilevamenti del rendimento totale (al 01/09/2017)	MSCI ACWI Commodity Producers Index	MSCI World Commodity Producers Index	Bloomberg Commodity Index (BCOM)	Bloomberg Commodity Index 3 Month Forward
Rendimento cumulato	219,53%	199,84%	53,18%	224,41%
Rendimento annualizzato	6,40%	6,04%	2,30%	6,48%
Volatilità annualizzata	23,10%	22,88%	16,26%	15,02%
Correlazione con il mercato azionario (S&P 500)	0,70	0,69	0,29	0,31
Correlazione con il mercato obbligazionario (Barclays Agg)	-0,13	-0,14	-0,07	-0,08
Correlazione con i prezzi delle materie prime	0,62	0,61	0,98	0,97

Fonte: Bloomberg, ETF Securities. Periodo di osservazione: dal 31/12/1998 al 21/07/2017. A scopo puramente illustrativo. Per maggiori dettagli consultare le informazioni importanti.

Durante questo periodo, un investimento azionario nelle aziende produttrici di materie prime (6,2% circa) ha sovraperformato di circa 400 punti base il rendimento totale nelle materie prime sottostanti (2,2% circa), evidenziando

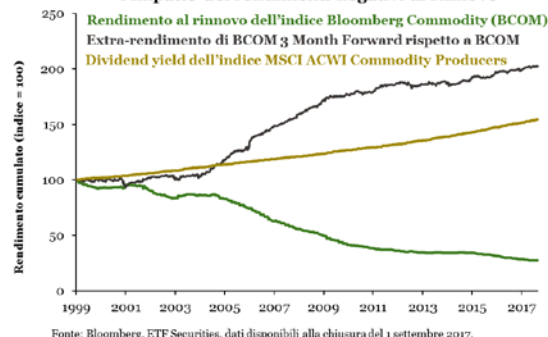
anche un aumento della volatilità del 42% rispetto alle commodity, oltre che una correlazione più alta al mercato azionario. Da ciò non bisogna tuttavia desumere che le materie prime crescano meno delle attività economiche dei rispettivi produttori.

## Sovraperformance dei prezzi delle materie prime



In realtà, guardando ai prezzi spot l'universo delle materie prime ha ottenuto performance notevolmente superiori a quelle dei produttori. Le commodity difettano dei flussi di cassa offerti dalle azioni dei produttori, ma la vera causa della sottoperformance è il rinnovo dei contratti futures su materie prime, alla scadenza, con nuovi contratti a prezzi più elevati (cioè contango). Questo rendimento negativo al rinnovo ha un'incidenza alquanto rilevante nel tempo rispetto al rendimento positivo del dividendo offerto dai produttori di materie prime.

## I contratti a scadenza più lunga possono ridurre l'impatto dei rendimenti negativi al rinnovo



La selezione di contratti a scadenza più lunga può contribuire a generare un rendimento positivo per gli investitori. Storicamente, gli indici di materie prime a scadenza più lunga hanno generato un rendimento al rinnovo superiore rispetto ai produttori di commodity (6,38% contro 6,23%), oltre a una volatilità più contenuta rispetto ai produttori e agli indici



standard di materie prime.

## Investire nelle commodity per diversificare

Oltre alla performance, gli investitori dovrebbero valutare i benefici in termini di diversificazione e di gestione del rischio che le materie prime possono apportare nell'allocazione degli attivi. In questa categoria, l'universo delle materie prime offre diversi vantaggi ai portafogli rispetto alle azioni dei produttori.

Prendendo ad esempio un portafoglio a basso rischio (60% azioni/40% obbligazioni), l'aggiunta di un'allocazione del 10% nelle materie prime o nei produttori può ridurre le perdite del portafoglio migliorandone l'efficienza, come evidenziano gli indici di Sharpe più elevati del portafoglio. Produttori di commodity e futures su materie prime a scadenza più lunga potrebbero far salire i rendimenti del portafoglio al 5,3% rispetto al risultato del 4,9% ottenuto attraverso un'esposizione all'indice Bloomberg Commodity (BCOM). Tuttavia, trattandosi di investimenti azionari, i produttori accentuano la volatilità e il beta del portafoglio, mentre l'universo delle materie prime riduce fortemente questi parametri, evidenziando le sue migliori qualità come strumento di gestione del rischio.

Portafoglio azionario/obbligazionario:	Senza materie prime	w/ produttori di materie prime	w/ indice BCOM	w/ BCOM 3M Fwd
Allocazione di materie prime	0%	10%	10%	10%
Rendimento del portafoglio annualizzato	5,14%	5,39%	4,96%	5,37%
Volatilità del portafoglio annualizzata	9,12%	9,29%	8,50%	8,48%
Correlazione al portafoglio 60/40	1,00	0,99	0,98	0,99
Beta rispetto al portafoglio 60/40	1,00	1,01	0,92	0,92
Perdita massima	-35%	-34%	-33%	-32%
Indice di Sharpe	0,35	0,37	0,36	0,41
Contributo al rischio delle materie prime	n/a	18,67%	11,53%	11,16%

Fonte: Bloomberg, ETF Securities. Rendimento e volatilità del portafoglio sono calcolati su base annualizzata. Periodo di osservazione: dal 31/12/1998 al 31/12/2016. A scopo puramente illustrativo. Per maggiori dettagli consultare le informazioni importanti.

Un'ulteriore prova dei vantaggi della diversificazione attraverso materie prime, anziché attraverso azioni dei produttori, viene dal minore apporto di rischio alla volatilità complessiva del portafoglio. I fattori fondamentali che incidono direttamente sui prezzi delle commodity contribuiscono a compensare le variabili azionarie legate ai produttori. Pertanto, un'ampia gamma di materie prime fornisce una fonte efficace di diversificazione con un'incidenza complessiva del rischio di portafoglio (11,5%) sensibilmente inferiore a quella dei produttori (18,7%).

## Prospettive: le valutazioni relative e i tagli alla produzione potrebbero continuare a favorire le materie prime

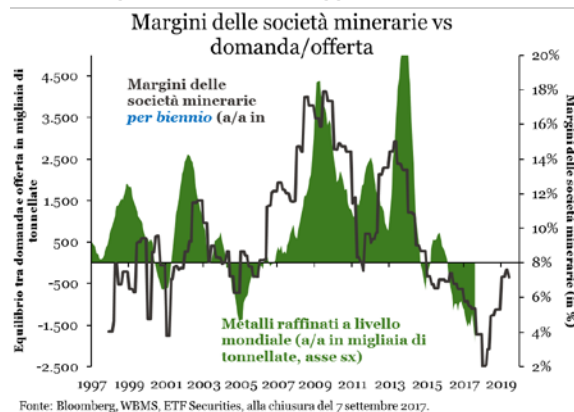
L'attuale ripresa ha coinvolto il comparto delle materie prime in minor grado rispetto ai suoi produttori, che hanno beneficiato del rialzo degli indici azionari e dei margini di profitto ottenuto attraverso una riduzione dei costi e rimborsi del debito.

Le commodity potrebbero beneficiare di ulteriori rialzi poiché la durevole contrazione dell'offerta in risposta a svariati anni di sovrapproduzione e sovrabbondanza di offerta potrebbe sostenere i prezzi. In aggiunta, mentre nel breve periodo la contrazione della spesa per investimenti ha stimolato la

redditività dei produttori, nel lungo periodo i profitti potrebbero erodersi in assenza di investimenti adeguati nella nuova offerta e nelle tecnologie.



Questo impatto sui costi dei produttori è particolarmente evidente nei metalli dove l'assenza di investimenti degli ultimi 4 anni ha già iniziato a danneggiare l'offerta del prossimo anno.



## In primo piano: oro e imprese aurifere

Per quanto validi, gli investimenti in miniere aurifere rappresentano investimenti azionari e non in oro, e non devono quindi essere considerati un loro sostituto perfetto. Gli investitori devono considerare distinte le posizioni in miniere d'oro e in oro al fine di poter beneficiare delle caratteristiche uniche dell'investimento in oro e del suo potenziale di gestione del rischio.

Le miniere d'oro sono un indicatore poco affidabile delle esposizioni all'oro poiché dipendono dalla concorrenza nel settore e da caratteristiche proprie della società che esulano dal prezzo dell'oro. La loro valutazione dipende da redditività, costi operativi, stato di salute finanziaria e altri rischi specifici, mentre l'umore degli investitori è legato alle previsioni settoriali e alle prospettive di crescita.

Dal 1987 l'oro vanta un track record consolidato con un rendimento medio del 7% nelle fasi di ribasso superiore al 10% dell'indice S&P 500. Le miniere aurifere sono invece meno efficaci nel proteggere da forti ribassi delle borse. L'indice Philadelphia Stock Exchange Gold & Silver<sup>2</sup>, un ampio indice di azioni delle miniere d'oro, ha realizzato un rendimento totale medio del -7,2%, offrendo una protezione modesta dai ribassi.

<sup>2</sup> Il Philadelphia Stock Exchange Gold & Silver (XAU) è un indice ponderato in base alla capitalizzazione composto da società operanti nel settore delle miniere d'oro e d'argento.

# Uno sguardo nell'automazione della logistica

A cura di Jeremie Capron – Director of Research, ROBO Global / [jeremie.capron@roboglobal.com](mailto:jeremie.capron@roboglobal.com)

## Sintesi

**Il boom dell'e-commerce sta amplificando le principali sfide occupazionali affrontate dall'industria della logistica globale, che fattura 5.000 mrd di USD, mettendo a durissima prova le catene di produzione.**

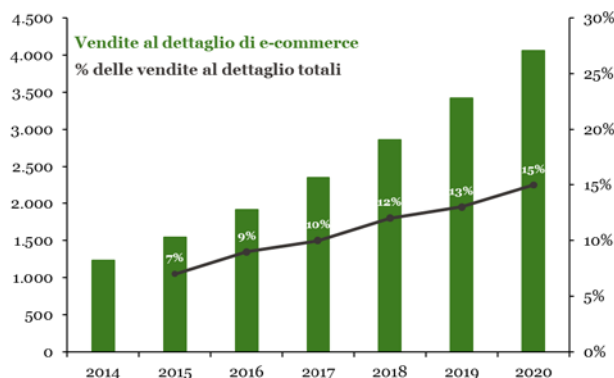
**L'industria al dettaglio tradizionale, con un giro d'affari di 22.000 mrd di USD, sta attraversando un'importante transizione nel tentativo di reagire all'avanzata dell'e-commerce.**

**Stimiamo il valore attuale del mercato dell'automazione di magazzini e logistica in oltre 40 mrd di USD e prevediamo un lungo percorso di crescita prossimo o superiore a circa il 10% annuo.**

ROBO Global ritiene che la logistica sia per gli investitori una delle più promettenti applicazioni di robotica, automazione e intelligenza artificiale (Robotics, Automation and Artificial Intelligence o RAAI, pronunciato "rei"). Oggi diamo tutti per scontato lo shopping online e gli investitori sono in maggior parte consapevoli che lo sviluppo dell'e-commerce attraverso ancora una fase relativamente primordiale, ma non hanno ancora colto appieno le drammatiche conseguenze per l'industria della logistica e il ruolo chiave svolto dalle tecnologie RAAI nel sostenere queste dinamiche.

Negli ultimi anni il commercio al dettaglio online è cresciuto a un ritmo superiore al 20% annuo, arrivando a sfiorare i 2.000 mrd di USD<sup>3</sup> a livello mondiale nel 2016, e sembra pronto al raddoppio a 4.000 mrd di USD entro il 2020, considerato che la quota delle vendite online continua ad avanzare dal livello attuale, di poco inferiore al 9%. Di fatto, l'e-commerce occupa già una quota del 18% delle vendite al dettaglio in Cina.

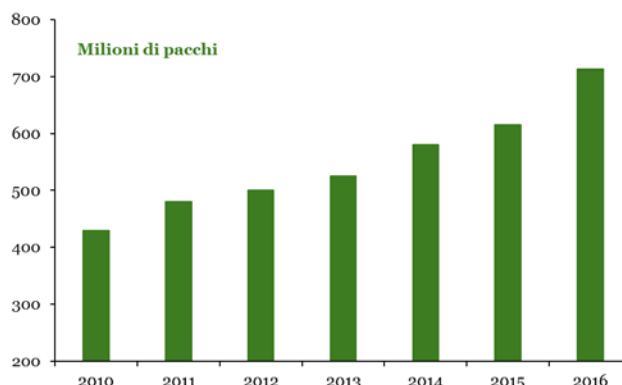
Vendite globali di e-commerce (mrd di USD)



Fonte: eMarketer, agosto 2016.

Questo boom dell'e-commerce sta amplificando le principali sfide occupazionali affrontate dall'industria della logistica globale, che fattura 5.000 mrd di USD, mettendo a durissima prova le catene di produzione, dal trasporto alla gestione merci, fino alla consegna dell'ultimo miglio. In tutto il mondo, le società che svolgono servizi postali e consegna pacchi intensificano sempre più gli sforzi per soddisfare la rapida crescita dei volumi e contenere i costi. United Postal Services ha scosso i mercati presentando previsioni negative per gli utili del 2017 e impegnandosi a incrementare massicciamente gli investimenti di capitale, di 1 mrd di USD ossia il 33% del totale, per ampliare il numero di sistemi di smistamento colli automatizzati e aprire nuovi centri di distribuzione<sup>4</sup>, dopo la crescita del 25% registrata nel 2016.

Consegne di UPS nel periodo festivo



Fonte: UPS, ROBO Global, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 23 agosto 2017.

Più recentemente, UPS ha annunciato<sup>5</sup> maggiorazioni di prezzo sulle consegne per il Venerdì Nero e Natale, al fine di recuperare

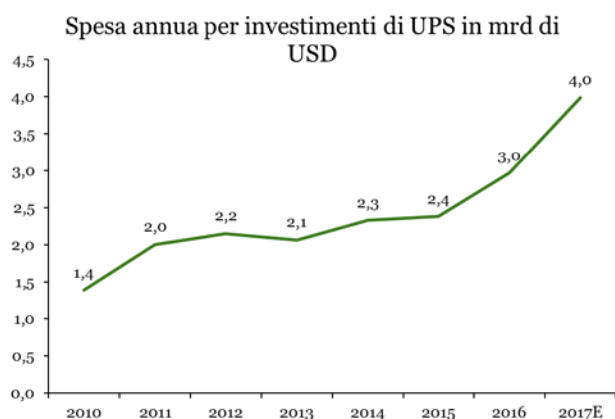
<sup>3</sup> E-marketer

<sup>4</sup> Teleconferenza UPS del 31 gennaio 2017 per la presentazione dei risultati d'esercizio

<sup>5</sup> <https://www.wsj.com/articles/ups-to-add-delivery-surcharges-for-black-friday-christmas-orders-1497883509>

il rincaro del costo del lavoro e delle infrastrutture nei periodi di maggiore attività.

Al contempo l'industria al dettaglio tradizionale che fattura 22.000 mrd di USD sta attraversando un'importante transizione nel tentativo di reagire all'avanzata dell'e-commerce, dei social media e ai mutati comportamenti d'acquisto dei consumatori indotti dall'evoluzione della mobilità. Oggi il trend dominante è quello del marketing omni-channel, che cerca di integrare i canali fisici e digitali per offrire un'esperienza d'acquisto uniforme e soddisfare la domanda proveniente da qualsiasi canale (negozi Web, ERP, punto vendita, call center, app mobile ecc.). Tutti i rivenditori tradizionali stanno aggiornando la loro catena di fornitura per accrescere la visibilità delle scorte e offrire un'esperienza d'acquisto di alto livello.



Fonte: UPS, ROBO Global, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 23 agosto 2017.

Di fatto, robotica, automazione e intelligenza artificiale sono ormai fattori chiave di successo e stanno per rivoluzionare il mondo della logistica. Applicate a robot mobili autonomi e sistemi di stoccaggio automatico, alle tecnologie di identificazione e tracciamento o anche ai software avanzati per la catena di fornitura, rappresentano un fattore di svolta che consente una distribuzione sempre più rapida, sicura e priva di errori, tempi di commercializzazione più brevi e, in definitiva, costi più contenuti per le imprese e le famiglie.

Amazon ha assunto un ruolo guida. Oggi decine di milioni di abbonati Prime fruiscono di consegne rapide, gratuite e illimitate su oltre 30 milioni di prodotti<sup>6</sup> e, in alcune città, persino della consegna in due ore su decine di migliaia di articoli. Negli anni, Prime è costato ad Amazon milioni se non miliardi di dollari, ma alla fine si è rivelato sostenibile grazie alle dimensioni e all'automazione. Ormai rappresenta lo standard di fatto e obbliga l'intero settore a soddisfare le aspettative molto elevate dei consumatori in fatto di consegne. Prime non sarebbe stato realizzabile senza sfruttare i progressi avanzati delle tecnologie RAAI. Cinque anni fa, Amazon scelse coraggiosamente di sborsare 775 mio di USD per acquistare Kiva Systems, che sperimentò un approccio rivoluzionario per evadere gli ordini attraverso robot mobili autonomi nell'ambito dell'automazione di magazzino. I robot di Kiva si muovono in autonomia nel magazzino, spostando gli articoli acquistati dagli

scaffali a gestione dinamica agli imballatori che evadono gli ordini, in un'armoniosa danza robotica coreografata da un software di controllo all'avanguardia. Da quando, nel 2015, la tecnologia Kiva è stata relegata nei magazzini di Amazon, molte società hanno fatto a gara per colmare il vuoto e oggi assistiamo a una proliferazione di sistemi robotici mobili con vari gradi di autonomia, percezione della lingua, visione artificiale e capacità di apprendimento automatico. Amazon ha di nuovo alzato la posta con l'intenzione di acquisire Whole Foods Market, segnando a nostro avviso una tappa storica per il mercato alimentare online negli Stati Uniti, ancora fermo a un modesto 2% delle vendite complessive.

I robot mobili autonomi non sono che la punta dell'iceberg. Per la sola automazione del processo di evasione degli ordini, esiste attualmente un ampio ventaglio di opzioni disponibili, dal software per la gestione del magazzino all'etichettatura RFID, fino alle soluzioni meccanizzate come, per esempio, i nastri trasportatori e il confezionamento automatico, le macchine per l'etichettatura, la robotica industriale e i magazzini ad alta densità. Nell'ipotesi più estrema, le soluzioni completamente automatizzate possono arrivare a costare oltre 40 mio di USD.

Tuttavia, secondo i dati di St Onge, oggi l'automazione ha raggiunto il 5% appena dei quasi 17.000 magazzini statunitensi. Stimiamo il valore attuale del mercato dell'automazione di magazzini e logistica in oltre 40 mrd di USD e prevediamo un lungo percorso di crescita prossimo o superiore a circa il 10% annuo. L'innovazione e l'accelerazione delle attività di M&A guardano a un'industria in rapida trasformazione. Solo negli ultimi 3 anni, quattro dei 10 attori principali dell'automazione della logistica sono stati acquisiti.

Per saperne di più, scarica [Uno sguardo sull'automazione della logistica](#), il nostro whitepaper del luglio 2017 sull'evoluzione e sulle opportunità dell'automazione della logistica.

<sup>6</sup> <https://www.amazon.com/p/feature/zh395rdnqt6b8ea>

# La computazione quantistica porterà l'apocalisse nella sicurezza informatica

A cura di James Butterfill – Head of Research & Investment Strategy / [james.butterfill@etfsecurities.com](mailto:james.butterfill@etfsecurities.com)

## Sintesi

I computer quantistici gettano un'ombra minacciosa sulla sicurezza in Internet che potrebbe generare pesanti ripercussioni economiche negative.

La crittografia è fondamentale per le transazioni online, le password, le valute digitali, le auto, i dispositivi medici, gli impieghi militari, le aziende e praticamente tutto ciò che richiede sicurezza.

Se la computazione quantistica si svilupperà come previsto, saremo in lotta contro il tempo per riuscire ad adottare sistemi di crittografia post-quantistici prima dell'avvento dei computer quantistici.

La forma più diffusa di protezione per tutto ciò che si basa su Internet è una codifica a 256 bit, ma in pratica cosa significa? La crittografia non è altro che una chiave numerica di lunghezza fissa che aiuta a verificare l'integrità di un messaggio, essenziale per transazioni online, password, valute digitali, auto, dispositivi medici, impieghi militari, aziende e praticamente tutto ciò che richiede sicurezza o privacy in un dispositivo elettrico. Dato l'impiego così diffuso della computazione quantistica in organizzazioni di importanza sistemica, ogni sua vulnerabilità potrebbe di conseguenza generare effetti economici negativi di ampia portata.

## Violare la crittografia è difficile.

Gli attuali algoritmi di cifratura, come quelli impiegati per le transazioni online, sono violabili, ma la loro sicurezza deriva dai tempi del tutto irrealistici necessari a decodificarli. I cosiddetti attacchi di forza bruta, consistenti nell'immissione sequenziale attraverso un comune computer di tutte le possibili chiavi fino a individuare quella corretta, sono difficili da realizzare. Una cifratura a 128 bit, per esempio, presenta 340 undecilioni (36 zeri) di varianti. In termini concreti, un computer in grado di testare 1.000 miliardi di chiavi al secondo impiegherebbe 10,79 quintilioni di anni<sup>7</sup>, ossia 785 milioni di volte la stima attuale dell'età dell'universo. La crittografia a 128 bit era lo standard, ma nel 2013 lo scandalo di WikiLeaks ha reso evidente come i servizi segreti fossero apparentemente in grado di violare le varianti di questi codici. Di conseguenza si è passati alla codifica a 256 bit.

Dimensione della chiave	Combinazioni possibili
1 bit	2
2 bit	4
4 bit	16
8 bit	256
16 bit	65536
32 bit	$4,2 \times 10^9$
56 bit (DES)	$7,2 \times 10^{16}$
64 bit	$1,8 \times 10^{19}$
128 bit (AES)	$3,4 \times 10^{38}$
192 bit (AES)	$6,2 \times 10^{57}$
256 bit (AES)	$1,1 \times 10^{77}$

## Alternative non praticabili

Esistono alternative note agli attacchi di forza bruta. La decriptazione acustica si basa sull'ascolto del processore di un computer attraverso un microfono. Con questo metodo, gli analisti sono riusciti a violare cifrature molto complesse. Alcuni standard di codifica a 256 bit come l'AES possono essere bucati in cinque minuti attraverso un'antenna che rileva il livello di potenza emessa dal computer di codifica. Si tratta tuttavia di tecniche poco pratiche in quanto l'apparecchiatura di misurazione dev'essere collocata nelle immediate vicinanze del computer di cifratura. È interessante notare che alcuni metodi di manomissione comportano l'ascolto o l'intercettazione dei segnali trasmessi durante il processo di codifica.

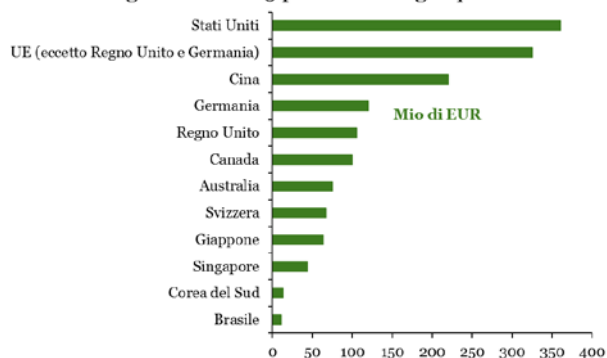
## Tutto cambierà con i computer quantistici.

Queste forme di intrusione non proliferano proprio grazie alla scarsa praticità dei metodi di violazione, ma nei prossimi 5 o 10 anni le cose potrebbero cambiare. I computer quantistici sono diversi dalle macchine tradizionali: i loro progressi non derivano da un aumento della velocità di clock bensì da un drastico abbattimento del numero di passaggi richiesti per effettuare determinati calcoli. In sostanza utilizzano le proprietà della meccanica quantistica per sondare un ampio ventaglio di modelli, il che rende estremamente vulnerabile la crittografia attuale. Tutte le forme di crittografia a chiave pubblica, cioè le più diffuse nelle transazioni giornaliere su dispositivi elettronici, potrebbero in teoria essere violate da computer

<sup>7</sup> Computerworld.com

quantistici nel giro di pochi secondi, utilizzando un algoritmo di Shor o di Grover<sup>8</sup>.

Budget annuo 2015 per la tecnologia quantica



Fonte: Governo dei Paesi Bassi, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 10 agosto 2017.

Solo le amministrazioni pubbliche che ricorrono alla codifica simmetrica, molto più sicura, rimarrebbero al riparo dalla computazione quantistica, che tuttavia richiede la consegna protetta delle chiavi a ogni sito coinvolto nella comunicazione, affidando a corrieri il trasporto di valigie sigillate, dunque poco pratiche per la sicurezza di tutti i giorni.

Nome	Funzione	livello di sicurezza pre-quantico	livello di sicurezza post-quantico
<i>Cifratura simmetrica</i>			
AES-128	cifratura a blocchi	128	64
AES-256	cifratura a blocchi	256	128
Salsa20	cifratura a flussi	256	12
GMAC	MAC	128	128
Poly1305	MAC	128	128
SHA-256	funzione di hash	256	128
SHA-3	funzione di hash	256	128
<i>Cifratura a chiave pubblica</i>			
RSA-3072	cifratura	128	violata
RSA-3072	firma	128	violata
DH-3072	scambio di chiave	128	violata
DSA-3072	firma	128	violata
ECDH a 256 bit	scambio di chiave	128	violata
ECDSA a 256 bit	firma	128	violata

Fonte: University of Illinois, Bernstein & Lange

## Quando arriverà la computazione quantistica?

Oggi le porte quantiche sperimentali come i calcolatori di Google e IBM, precursori di un computer quantistico in piena regola, processano i “qubit” che sono le unità di informazione del computer quantistico. Questi qubit non sono attualmente molto potenti e sono scarsamente affidabili. Al momento per ogni milione di qubit processati solo uno è affidabile, ma il dato migliorerà nel tempo così com’è avvenuto agli attuali processori per computer nel processare i bit. È molto difficile stimare quanto tempo trascorrerà prima che la potenza di calcolo riesca a violare la crittografia, poiché non esiste una tecnologia d’elezione per i processori quantici.

Oggi gli sperimentatori ricorrono a quattro tecnologie: ottica quantistica, trappole ioniche, risonanza magnetica nucleare e superconduttori. Secondo il dott. Renato Renner, responsabile

della teoria dell’informazione quantistica di ETH Zurich, ogni tecnologia presenta qualità distinte per la diversa potenza di calcolo. In base a una sua stima prudenziale, entro 20 anni giungeremo a ottenere un computer affidabile con una potenza di 1 milione di qubit, sufficiente a violare la crittografia.

Stabilire quanto sia realistica questa previsione non è semplice. A detta del dott. François Weissbaum, uno studioso di crittografia del Dipartimento della Difesa svizzera, un vero computer quantistico basato sulla tecnologia esistente richiederebbe l’energia di un’intera centrale nucleare. Anche i processori dei computer odierni erano stati oggetto di proiezioni simili nelle prime fasi del loro sviluppo, ma con i progressi tecnologici hanno poi ridotto enormemente il consumo di energia.

## Una soluzione post-quantistica

Per evitare i rischi di sicurezza derivanti dai computer quantistici si stanno elaborando algoritmi post-quantistici il cui sviluppo, in alcuni casi, è in corso da molti anni. Esempi al riguardo sono la crittografia a reticolo, multivariata e basata su hash, che tuttavia comportano un qualche risvolto negativo come costi superiori, la necessità di un elaboratore più potente o di una maggiore disponibilità di traffico di rete. Alcuni sistemi di crittografia post-quantistici farebbero aumentare le dimensioni delle chiavi da poche migliaia di bit a 1 milione di bit<sup>9</sup>. Un aumento della potenza di calcolo e del traffico di rete potrebbe sovraccaricare notevolmente i processori dei dispositivi mobili, ripercuotendosi sulla durata della batteria.

## Le organizzazioni devono agire ora

Se la computazione quantistica si svilupperà come previsto, siamo in lotta contro il tempo per riuscire ad adottare sistemi di crittografia post-quantistici prima dell’avvento dei computer quantistici. 20 anni sembrano sufficienti per non farsi trovare impreparati. Si ritiene tuttavia che ci vorranno almeno altri 10 anni per la modifica delle infrastrutture di crittografia attuali, il che richiede l’adeguamento di tutti i sistemi esistenti che utilizzano la crittografia a chiave pubblica, tra cui la maggior parte dei dispositivi elettronici che si connettono a Internet. Vediamo già muovere i primi passi su iniziativa dell’ETSI (Istituto europeo per le norme di telecomunicazione) che cercano di omogeneizzare l’approccio alla crittografia post-quantistica. Si dovranno promuovere altre iniziative per modificare gli attuali dispositivi connessi, sviluppare l’architettura di nuovi dispositivi e software a prova di computazione quantistica. Ad oggi, i computer quantistici gettano un’ombra minacciosa sulla sicurezza in Internet, in grado di generare pesanti ripercussioni economiche negative per le organizzazioni che non si attivino subito per contenere i rischi. L’investimento richiesto per aggiornare i sistemi rappresenta una potenziale opportunità per gli investitori.

<sup>8</sup> Post-quantum cryptography – dealing with the fallout of physics success (“Crittografia post-quantistica: come affrontare le conseguenze dei successi della fisica”), Bernstein e Lange

<sup>9</sup> Introduction to post-quantum cryptography (“Introduzione alla crittografia post-quantistica”), Bernstein

# Le valute digitali/criptovalute possono influenzare la politica monetaria?

A cura di Martin Arnold – FX & Macro Strategist / [martin.arnold@etfsecurities.com](mailto:martin.arnold@etfsecurities.com)

## Sintesi

L'utilizzo diffuso di criptovalute è potenzialmente in grado di pregiudicare la realizzazione e le finalità della politica monetaria.

Le criptovalute non dovrebbero influenzare la politica monetaria poiché dimensioni e volatilità rappresentano importanti barriere all'adozione.

## Valute digitali e criptovalute

Le valute digitali esistono da quando i computer hanno permesso la gestione elettronica di conti correnti online. La valuta digitale si può generalmente definire come moneta detenuta in forma elettronica che può essere utilizzata per effettuare e ricevere pagamenti. Le criptovalute sono un fenomeno molto più recente, di cui Bitcoin è l'esempio più noto. La criptovaluta è un sottogruppo della categoria delle valute digitali che utilizza tecniche di crittografia per regolare la creazione e il trasferimento di unità monetarie. Secondo il sito [www.coinmarketcap.com](http://www.coinmarketcap.com), a fine luglio 2017 la capitalizzazione di mercato delle criptovalute ha raggiunto 1,3 mrd di USD ripartiti fra circa 1.000 valute. Il loro utilizzo sta quindi crescendo rapidamente, ma possiamo considerarle monete?

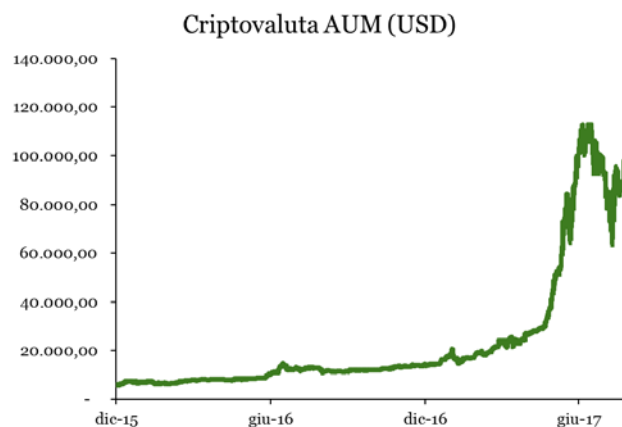
## Sono monete?

In definitiva, non lo sono. Per poter essere considerate tali, le monete (come le valute digitali) devono fungere da unità di conto, riserva di valore e mezzo di scambio. Le criptovalute sono impiegate come riserva di valore (malgrado la volatilità sensibilmente superiore a quella delle valute tradizionali) ma non soddisfano affatto gli altri due criteri. Il grado di utilizzo rappresenta certamente uno dei fattori che rende improbabile un impatto delle criptovalute sulla politica monetaria nell'immediato futuro.

Le criptovalute sono prive di valore intrinseco. Pur essendo una risorsa limitata (l'offerta di bitcoin e altre criptovalute è limitata), questi strumenti sono oggetto di scambio soprattutto per la possibilità di ottenere in futuro un valore più elevato, più che per la capacità di acquistare altri beni e servizi (anche se cresce l'utilizzo per i collocamenti iniziali di altre criptovalute).

Come mezzo di scambio, le criptovalute sono utilizzate solo in misura limitata per acquistare beni e servizi. Inoltre, di norma gli acquisti vengono anche riconvertiti nelle valute sovrane, come il dollaro USA o l'euro; da ciò si desume che le criptovalute non svolgono una funzione di natura contabile e

pertanto non soddisfano il criterio dell'unità di conto.



Fonte: coinmarketcap, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 10 agosto 2017.

## Manca la fiducia, ma non la volatilità

La volatilità impedisce alle criptovalute di essere universalmente accettate e raccogliere un ampio consenso come mezzo di pagamento e regolamento delle transazioni, come unità di conto e come riserva di valore. Le valute digitali evidenziano una volatilità estrema: il potere di acquisto è quindi in costante mutamento.

La stabilità dei prezzi è essenziale per accreditare le valute come mezzo di scambio: se un dato paniere di beni costa 100 sterline oggi e 50 sterline una settimana più tardi, si disincentiva un'adozione diffusa della moneta. Una diminuzione del valore della valuta digitale incoraggia i consumatori a disfarsene il più rapidamente possibile, mentre un suo apprezzamento spinge a farne incetta.



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, dati disponibili alla chiusura del 21 agosto 2017.

## Implicazioni di politica monetaria

A differenza di quanto avviene nei sistemi di pagamento con monete sovrane e altre valute digitali, attraverso l'innovazione del registro condiviso (sviluppato per Bitcoin) che prevede la registrazione e la verifica delle transazioni da parte di un gruppo decentralizzato di partecipanti alla rete chiamati minatori, le valute digitali non necessitano di un garante terzo per effettuare lo scambio e il pagamento delle transazioni fra due parti indipendenti. Grazie alla loro natura decentralizzata, le criptovalute aggirano i normali canali monetari. In questo modo, se il loro campo di utilizzo si espandesse e sfidasse il dominio delle monete a corso legale come mezzo di pagamento, si comprometterebbe la politica monetaria. Inoltre, la diffusione mondiale delle criptovalute acuisce il potenziale problema, poiché il loro utilizzo aggira le giurisdizioni nazionali (e le banche centrali). La politica monetaria sarebbe chiamata ad acquisire un maggior coordinamento globale per poter incidere su un mondo dominato dalle criptovalute.

Un'altra questione legata all'attuazione della politica monetaria in relazione alle criptovalute deriva dall'offerta limitata. Senza la possibilità di manipolare l'offerta di moneta, sussistono rischi di possibile tesaurizzazione che ridurrebbe l'offerta in due modi. Non potendo aumentare l'offerta di moneta, si indebolisce il ruolo di sostegno della politica. In un mondo orientato verso l'allentamento quantitativo, una offerta fissa di moneta (digitale) costituisce un chiaro impedimento a un'efficace trasmissione della politica monetaria. Inoltre, la riduzione dell'offerta di moneta può stimolare la deflazione restringendo la domanda.

## Valute digitali delle banche centrali

In tempo di crisi, un sistema decentralizzato di gestione della valuta digitale tenderà a non ispirare fiducia in caso di difficoltà finanziarie poiché non esiste alcuna istituzione a sostenere il valore della valuta digitale. Le criptovalute poggiano su una rete di distribuzione decentralizzata e, a differenza delle monete a corso legale o della valuta digitale emessa da una banca centrale, non dispongono di una controparte di fiducia che ne garantisca sostanzialmente la bontà. Le "hard fork" (modifiche permanenti retroattive del protocollo) intervenute di recente sia

nel Bitcoin che nell'Ethereum sottolineano infatti l'incertezza nel valore di una criptomoneta.

Una valuta digitale emessa da un'autorità centrale (in chiara antitesi con la sempre più popolare criptovaluta), ma adottando la logica di un registro condiviso, potrebbe ridurre il numero di intermediari e migliorare l'efficacia e l'efficienza della politica monetaria in molti modi. In primo luogo, le transazioni potrebbero essere verificate in autonomia a probabile beneficio della trasparenza. In secondo luogo, una valuta definita da una singola entità sarebbe potenzialmente in grado di ridurre tempi e costi. Soprattutto, distribuendo i fondi direttamente ai consumatori e alle imprese, la politica verrebbe realizzata in modo più diretto, aggirando di fatto il sistema bancario.

La BCE mette in evidenza problemi di remunerazione: il tasso d'interesse della valuta digitale potrebbe influenzare la domanda. Se la banca centrale remunerasse con il tasso sui depositi (che per molti è attualmente negativo), scoraggerebbe l'utilizzo della moneta accentuando la tendenza a depositare i fondi in normali istituti di credito che normalmente non applicano tassi d'interesse negativi. Anche l'eventuale scelta della banca centrale di fissare il tasso sui depositi allo 0% (anziché a un livello negativo) potrebbe creare dei problemi: le banche potrebbero costituire filiali non bancarie in grado di detenere moneta digitale presso la banca centrale a costo zero, compromettendo in tal modo gli effetti della politica monetaria.

## In sostanza...

Molte importanti banche centrali, fra cui la Bank of England (BOE), la Bank of Canada e la Banca centrale europea, hanno sperimentato o considerato il possibile utilizzo di valute digitali e della tecnologia basata sul registro condiviso nell'ambito della politica monetaria. Vista la loro volatilità elevata e diffusione poco estesa, le criptovalute (o valute digitali) non apporteranno alcun effetto significativo sulla politica monetaria.

Tuttavia, la valuta digitale emessa da una banca centrale è in grado di aumentare l'efficacia della sua politica monetaria, benché si debbano superare numerosi ostacoli sul piano dei prezzi e della distribuzione.

# Largo ai millennial

A cura di James Butterfill con il contributo del team – Head of Research & Investment Strategy / [research@etfsecurities.com](mailto:research@etfsecurities.com)

## Sintesi

**La concentrazione dei millennial nei paesi in via di sviluppo rifocalizzerà probabilmente la crescita globale verso queste economie.**

**Le difficoltà dei millennial statunitensi hanno mutato i consumi e le scelte finanziarie.**

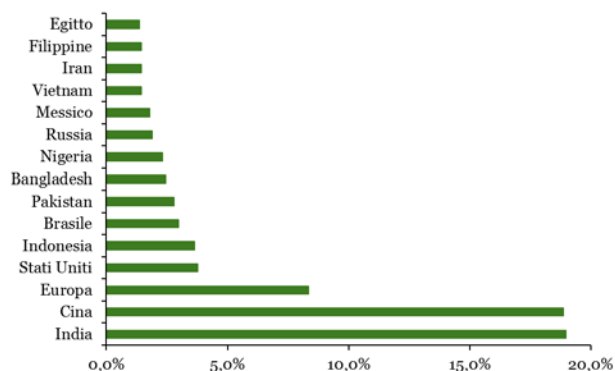
**Le generazioni dei millennial e dei baby boomer possono creare un motore di crescita a bilanciere, che traina settori distinti.**

## La prevalenza dei millennial

I millennial, cioè i nati nell'intervallo tra gli anni 1982 e 2000, sono un gruppo difficile da definire, avendo situazioni di partenza, abitudini di spesa e obiettivi finanziari molto diversi da quelli delle generazioni precedenti. Anche questa generazione ha tuttavia un chiaro tratto distintivo: le sue dimensioni.

Il numero dei millennial, stimato fra 1,7 e 2 miliardi o più della popolazione mondiale, rende questa generazione determinante per i futuri sviluppi economici globali. La maggior parte, tuttavia, vive fuori dal mondo sviluppato.

I 15 paesi a maggior densità di millennial



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

Secondo i dati raccolti dalle Nazioni Unite nel 2015, l'86% circa dei millennial vive nei paesi in via di sviluppo, e la Cina e l'India raccolgono da sole oltre 1/3 di questa percentuale. La presenza di una popolazione giovane sommata ad una maggior utilità dai consumi tenderanno a creare un contesto favorevole allo sviluppo dei mercati di frontiera ed emergenti, con l'invecchiamento dei millennial.

L'esercito dei millennial è cresciuto anche nelle economie sviluppate e ha ormai sopravanzato quella dei baby boomer (i nati fra il 1946 e il 1964). Questo ricambio generazionale è

particolarmente marcato negli Stati Uniti, che contano circa 84 milioni di millennial a fronte di 75 milioni di baby boomer.

## Un punto di partenza più arretrato per i millennial statunitensi

I millennial statunitensi hanno dovuto affrontare notevoli difficoltà economiche, fra le quali due recessioni e un inasprimento della concorrenza sul mercato del lavoro per effetto della globalizzazione e della tecnologia. Questo ha rinviato il loro inserimento professionale, come dimostra il tasso di occupazione strutturalmente più basso negli Stati Uniti.

Questo rinvio è coinciso con la maturazione dei benefici pensionistici dei baby boomer (al compimento di 65 anni nel 2011) e con il loro graduale pensionamento. Questi trend hanno contribuito a ridurre la produttività e frenare la crescita di tutta l'economia USA, segnando la strada che attende anche altre economie sviluppate.



Negli ultimi anni, inoltre, le minori opportunità lavorative hanno eroso i redditi di partenza. Di fatto, i lavoratori di età compresa fra 25 e 34 anni nel 2013, che si sono indebitati per conseguire una laurea specialistica, guadagnano pressoché lo stesso reddito medio dei loro coetanei nel 1989 privi di tale livello di istruzione (vedi Tabella 1).

**Tabella 1: il reddito medio dei millennial, più istruiti, è inferiore a quello delle generazioni precedenti**

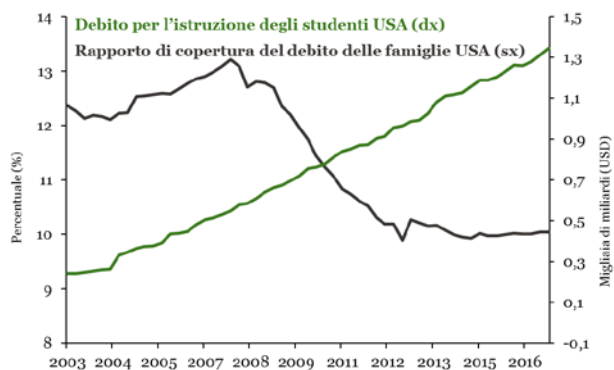
Dai 25 ai 34 anni	1989	2013	Variatz. in %
Laurea senza debiti	\$ 75.422	\$ 61.886	-18%
Laurea con debiti	\$ 67.880	\$ 50.727	-25%
Senza laurea	\$ 49.024	\$ 36.523	-25%

Fonte: "Measuring Generational Declines between Baby Boomers & Millennials", Young Invincibles, gennaio 2017. Ribasato in dollari del 2013.



Un altro fattore di forte erosione della spesa voluttuaria dei millennial viene dal debito per finanziare gli studi: gli studenti americani sono gravati da un forte indebitamento che, a marzo 2017, ha raggiunto la cifra record di 1.400 miliardi di USD, nonostante la complessiva diminuzione del rapporto di copertura del debito delle famiglie USA, dopo la crisi creditizia del 2007.

#### Il peso dei prestiti per studenti continua a crescere



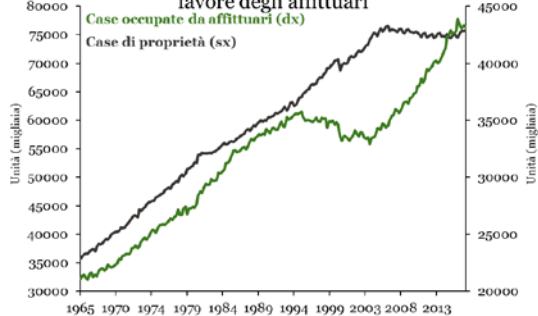
Secondo un'indagine condotta nel 2015 da PricewaterhouseCoopers, l'80% dei millennial laureati deve fare i conti con almeno un debito di lungo periodo e più della metà dei millennial teme di non riuscire a ripagare il debito contratto per finanziare i propri studi.

## Destreggiarsi nelle turbolenze

In reazione a queste difficoltà finanziarie di breve termine, i millennial hanno modificato le loro abitudini di spesa e preferenze di consumo. L'evoluzione delle economie basate sulla condivisione e altri sviluppi dirompenti (innescati principalmente dalla tecnologia) possono considerarsi una risposta ai nuovi limiti di spesa.

I millennial tendono a porre maggior enfasi sulla condivisione dei beni anziché sul loro possesso. Questa tendenza, riscontrabile nei settori dei viaggi e delle automobili, ha rimodellato fortemente il mercato residenziale USA. Dal 2000, che segna l'ingresso dei primi millennial nell'età adulta, sono aumentate molto più le case occupate da affittuari rispetto a quelle di proprietà.

#### Il numero di proprietari di abitazioni si riduce a favore degli affittuari



L'alloggio di proprietà era sinonimo di sicurezza finanziaria, ma le preferenze dei millennial sono mutate per effetto dei problemi finanziari e hanno cambiato le dinamiche del mercato

residenziale.

## Una generazione di risparmiatori

A caratterizzare i millennial è l'importanza attribuita alla libertà finanziaria e la minor preoccupazione per la pensione, che si riflettono in una maggiore propensione al risparmio rispetto alle generazioni precedenti. Questo maggior livello di risparmi deve tuttavia fare i conti con una fase di forte sofferenza dei risparmi personali delle famiglie statunitensi. Inoltre, sui millennial pesano anche i rendimenti ai minimi assoluti e in tendenziale ribasso.

#### I tassi contenuti amplificano il divario generazionale nei risparmi

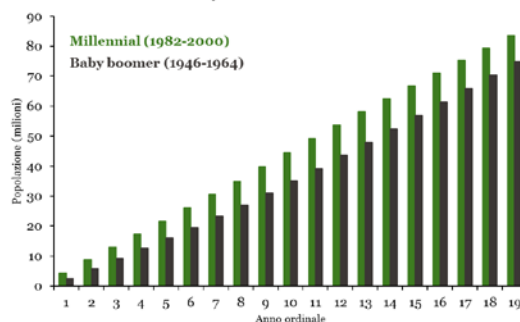


## Millennial e baby boomer: l'economia a bilanciere

Anche se l'incidenza demografica li ha portati alla ribalta, i millennial sono un gruppo caratterizzato da situazioni di partenza, abitudini di spesa e obiettivi finanziari molto diversi da quelli delle generazioni precedenti.

Crediamo che le ambizioni di questi giovani si realizzeranno tardi, ma non resteranno deluse. Anche loro dovrebbero arrivare a fruire dei benefici economici, non appena raggiungeranno la fascia d'età di massimo reddito. Per il momento si concentrano ancora più sui risparmi e meno sulla spesa alimentata dal debito che ha contraddistinto altre generazioni.

#### Millennial e baby boomer trainano la crescita



Non bisogna poi trascurare altri fattori demografici, in particolare l'impatto economico ancora in corso dei baby boomer. L'allungamento della vita, i servizi sanitari sempre più diffusi e la domanda di spesa in viaggi e tempo libero che accompagnano il loro pensionamento dovrebbero incidere positivamente sull'economia.

# Come investire nell'economia a emissioni ridotte di carbonio

A cura di Edith Southammakosane – Multi-Asset Strategist / [edith.southammakosane@etfsecurities.com](mailto:edith.southammakosane@etfsecurities.com)

## Sintesi

La transizione dai carburanti fossili all'energia pulita è in atto da molti anni nel settore dell'energia elettrica e sta muovendo i primi passi nel settore dei trasporti.

I contributi più significativi alla riduzione delle emissioni di anidride carbonica sono venute dagli incentivi finanziari e dalle politiche ambientali. Per sostenere efficacemente l'accordo di Parigi è necessario un impegno supplementare nel sostenere i prezzi sul mercato del carbonio.

Un portafoglio composto al 10% da azioni di energie alternative ha sovraperformato il benchmark dell'1% e migliorato l'indice di Sharpe del 3,75%, che è salito a quota 0,49 dal 2001.

Attribuire un costo all'anidride carbonica (CO<sub>2</sub>) rappresenta una delle modalità per combattere le emissioni di gas a effetto serra e incentivare le imprese e le famiglie a contemplare i temi ambientali nei loro piani d'investimento. Aiutata da politiche ambientali internazionali e regionali più ambiziose, la transizione da un'economia basata sui carburanti fossili a una a basse emissioni di carbonio potrebbe registrare un'accelerazione nei prossimi dieci anni. Questo documento analizza le diverse opzioni a disposizione degli investitori al fine di poter beneficiare di questa transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

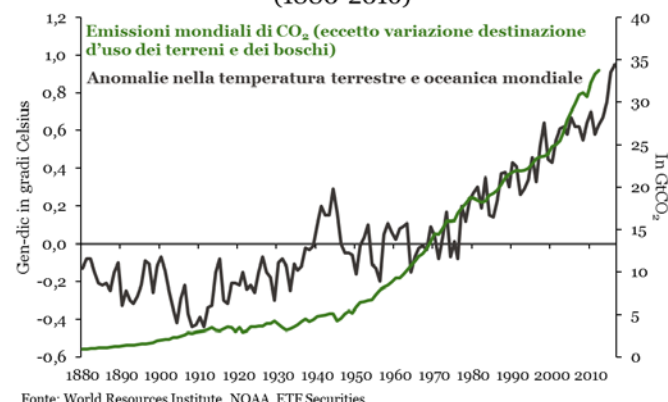
## Qualche cenno storico

Il protocollo di Kyoto è stato adottato nel 1997, durante la terza conferenza tra le parti (COP3), e ratificato nel 2005. In occasione del primo protocollo d'intesa (2008-2012), i paesi aderenti si erano impegnati a perseguire obiettivi vincolanti su sei gas serra basandosi sui rispettivi livelli di emissioni del 1990. I paesi sviluppati erano sottoposti a pressioni maggiori in ragione delle loro responsabilità storiche nel surriscaldamento globale. Nel 2012 la conferenza delle parti svoltasi a Doha ha modificato il protocollo, aprendo la seconda fase di impegni con l'emendamento di Doha che, tuttavia, non è mai entrato in vigore poiché sottoscritto da soli 66 paesi rispetto ai 144 necessari. È poi seguita l'adozione dell'accordo di Parigi nel 2015 e la sua applicazione nell'agosto 2017.

A differenza del protocollo di Kyoto, l'accordo di Parigi non è

vincolante ma più ambizioso. Ogni paese aderente è libero di stabilire i propri obiettivi a condizioni che segnino un progresso rispetto agli obiettivi fissati in precedenza. In occasione della COP24 in programma nel 2018, i membri presenteranno i loro piani relativi ai Contributi stabiliti a livello nazionale (NDC) che saranno rivisti ogni cinque anni. L'accordo mira a incentivare il contenimento dell'aumento della temperatura globale a un massimo di 1,5° C, anziché di 2° C, rispetto ai livelli preindustriali. Intanto, secondo l'Istituto mondiale delle risorse (WRI), dal 1990 al 2012 le emissioni totali di anidride carbonica hanno registrato un incremento del 56%, e fra il 1880 e il 2016 la temperatura media globale è cresciuta di 1,08° C, intendendo come periodo preindustriale gli anni precedenti al 1800.

Riscaldamento globale ed emissioni di carbonio (1880-2016)



Fonte: World Resources Institute, NOAA, ETF Securities.

L'International Energy Agency (IEA) prevede il picco delle emissioni di carbonio nel 2030 se governi ed enti locali riusciranno a rispettare l'accordo di Parigi. L'ascesa del populismo rappresenta tuttavia una minaccia per l'accordo.

## L'inefficienza del modello di mercato del carbonio

Il protocollo di Kyoto offre agli Stati membri la scelta tra tre meccanismi: il meccanismo di sviluppo pulito (CDM), l'attuazione congiunta (JI) e il sistema di scambio delle quote di emissione (ETS). Il primo meccanismo consente ai paesi sviluppati di compensare le emissioni attraverso investimenti in progetti di contenimento delle emissioni, mentre l'attuazione congiunta autorizza investimenti nei paesi sviluppati che generano crediti di emissione per lo stesso o per un altro paese sviluppato. Il sistema di scambio delle quote di emissione è invece un'iniziativa basata sul mercato che consente di creare uno scambio di emissioni di carbonio a un prezzo determinato

dalla domanda e dall'offerta.

È l'opzione più diffusa per soddisfare i requisiti internazionali. Secondo il World Bank Carbon Pricing Watch 2017, dal 1990 al 2016 il numero di iniziative per fissare il prezzo del carbonio è cresciuto da 2 a 40, arrivando a coprire il 14,6% delle emissioni di gas a effetto serra a livello globale e risultando il meccanismo più utilizzato tra quelli previsti nell'UE. Con il lancio del sistema ETS in Cina, le iniziative per fissare il prezzo del carbonio dovrebbero arrivare a coprire il 22% delle emissioni di gas serra globali entro la fine del 2017. Se tutte le parti rispetteranno le quote pattuite a livello nazionale (NDC), la quota globale di emissioni di gas serra coperta dalle iniziative per fissare il prezzo del carbonio di potrà raggiungere il 58%. In questa fase, si potrebbe considerare un'iniziativa internazionale integrata.

Il 90% di tutte le quote di carbonio regolamentate dal sistema ETS vigente è comunque valutato a un prezzo inferiore a 30 euro alla tonnellata, che corrisponde al livello minimo ambientale di una tonnellata calcolato dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE). Errori iniziali connessi all'introduzione di politiche ambientali e la crisi finanziaria globale hanno alimentato un clima durevolmente negativo sul mercato del carbonio. Il prezzo delle quote di carbonio conformi con il sistema ETS dell'UE (European unit allowances, EUA) è in flessione costante dal lancio nel 2005.

Prezzi EUA del carbonio

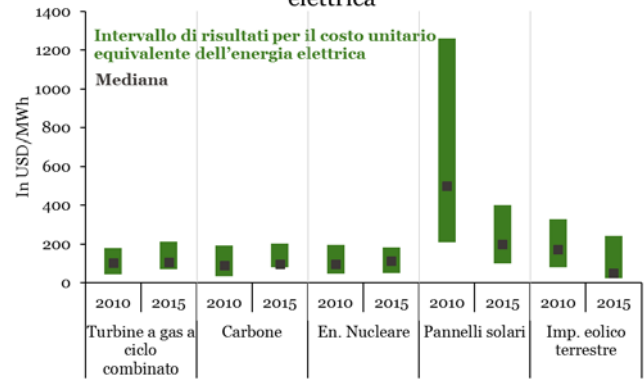


Fonte: Bloomberg, ETF Securities, alla chiusura del 6 settembre 2017.

## Uno stimolo per le energie alternative

I progressi tecnologici hanno contribuito a ridurre nel tempo il costo unitario equivalente dell'energia elettrica (LCOE), rendendo accessibili ed economicamente sostenibili fonti energetiche alternative che prima erano costose rispetto a fonti più tradizionali.

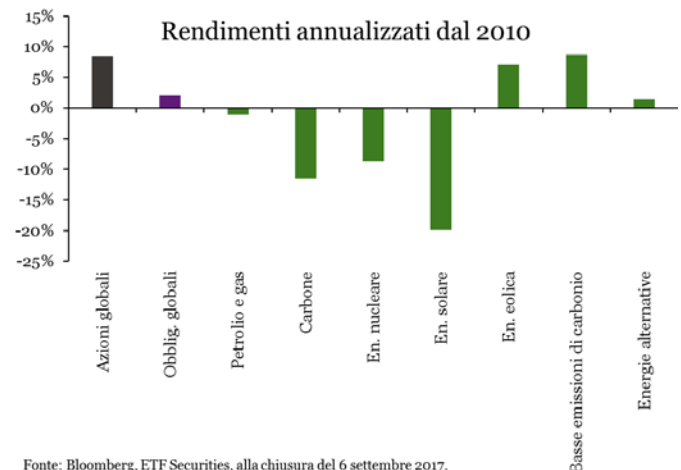
Costo globale per la produzione di energia elettrica



Fonte: Proiezioni 2015 dei costi per la produzione di energia elettrica di IEA e NEA, ETF Securities.

Quasi tutti gli indici esposti al settore sono stati lanciati negli ultimi dieci anni e tendono ad essere strettamente correlati ai benchmark azionari globali come l'indice MSCI AC World. Il grafico che segue mostra che gli indici sull'energia eolica e a basse emissioni di carbonio realizzano le migliori performance, mentre le società operanti nel comparto dell'energia solare stentano ancora a decollare nonostante la diminuzione dei costi di produzione.

In alternativa, gli indici di energie rinnovabili o pulite offrono normalmente un'esposizione ai produttori di energia solare, eolica, idrica e a biomassa. Gli indici a basse emissioni di carbonio selezionano le società in base ai loro rating ESG e attribuiscono un peso maggiore alle aziende con un miglior coefficiente ambientale. Gli indici esenti da carburanti fossili escludono dai benchmark le società proprietarie di riserve di carburanti fossili.

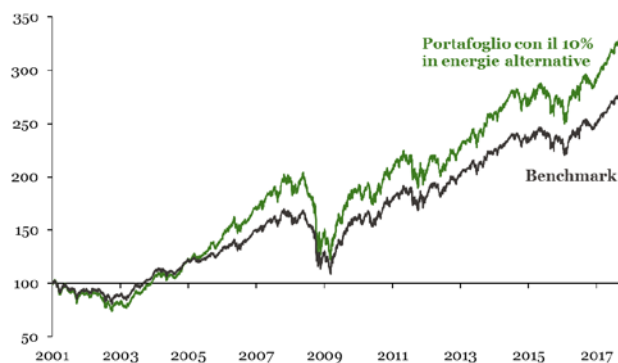


Fonte: Bloomberg, ETF Securities, alla chiusura del 6 settembre 2017.

## Posizioni di portafoglio in energie alternative

A differenza dell'indice in energie alternative, che ha generato il risultato più modesto, un'allocatione in fonti energetiche alternative del 10% di un portafoglio composto al 60% da azioni globali e al 40% da obbligazioni globali produce in media una sovraperformance dell'1% annuo rispetto al benchmark dal 2001.

## Il portafoglio ha sovraperformato dell'1% annuo



Fonte: Bloomberg, ETF Securities, alla chiusura del 6 settembre 2017.

Il portafoglio è più volatile del benchmark ma presenta un indice di Sharpe più elevato e i tempi di ritorno al picco precedente sono più rapidi.

	Benchmark (60/40)	Portafoglio (55/35/10)	Azioni globali	Obblig. globali	Energie alternative
Volatilità	<b>9,1%</b>	10,9%	15,9%	4,1%	23,7%
Rendimenti annui	<b>6,1%</b>	7,1%	5,0%	4,7%	4,5%
Ribasso max	<b>-10,6%</b>	-13,1%	-19,2%	-6,7%	-30,7%
Recupero max	<b>0,9</b>	0,8	1,2	1,1	2,0
Beta	<b>1,0</b>	1,19	1,71	0,01	2,01
Correlazione con il benchm	<b>1,0</b>	0,99	0,98	0,01	0,77
Tracking error	<b>0,0%</b>	2,3%	7,1%	9,9%	17,6%
Indice di Sharpe	<b>0,47</b>	0,49	0,20	0,72	0,12
Information ratio		0,47	-0,15	-0,13	-0,09

\* Sulla base di dati giornalieri in USD riferiti al periodo compreso tra il 1° gennaio 2000 e il 31 luglio 2017. Volatilità e performance sono annualizzate. Per ribasso 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 allo 0,3% (una combinazione simulata dell'IMF UK Deposit Rate e del Libor a 1 anno). Fonte: ETF Securities, Bloomberg.

## 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](mailto:info@etfsecurities.com)  
w [etfsecurities.com](http://etfsecurities.com)