

# Punti di vista

NEWSLETTER DI FORMAZIONE E INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA  
ANALISI, RICERCHE E TESTI A CURA DI STEFANO BAGNOLI  
ANNO 3, NUMERO 2 DEL 30 GIUGNO 2016.

## Speciale Brexit

### EDITORIALE



Speriamo di non dover ricordare il 23 giugno 2016 come una data storica. Se così fosse dovremo dimenticare quel progetto di Europa unita, con tutto ciò che di bello aveva significato all'inizio, e che fino ad ora non si è mai concretamente e positivamente realizzato.

## LA LUNGA NOTTE INGLESE

### CRONACA DELLA NOTTE DEL 23 GIUGNO 2016

Si parte con indici europei che nel pomeriggio hanno chiuso sui massimi di giornata, e il MINISP fa altrettanto. Io sono long sui mercati. È un momento storico, un evento carico di rischio, ma se tutto andrà bene sarà solo uno scampato pericolo. Non dovrebbero esserci problemi: anche l'ultimo sondaggio di poche ore fa conferma: 52% Remain, 48% Leave. La posta in gioco è altissima, in tutti i sensi. Sui mercati il Remain significherebbe un'altra accelerazione al rialzo, un recupero dell'euro e della sterlina. Il Leave sarebbe la catastrofe sui mercati, sull'euro, sulla sterlina, ma soprattutto sul grande progetto dell'Europa unita.

C'è euforia all'inizio. Il Leave non può vincere, sarebbe assurdo. C'è solo la sinistra notizia di piogge forti nella giornata che hanno ostacolato l'afflusso al voto in certe zone della Scozia e soprattutto a Londra, ideali roccaforti del Remain. Ma non dovrebbe essere un problema. Arriva un ultimo aggiornamento prima dell'inizio dello spoglio delle schede. Referendum inglese sulla permanenza nell'Unione Europea. Chiamati al voto: 46,5 milioni di britannici. Affluenza stimata: 83,7%. Votanti: 38,9 milioni. Ricordo la mia stima dell'ultima settimana: 53% Remain, Leave: 47%. Con questi numeri è fatta. Più sono i votanti e maggiori sono le probabilità del Remain. Nella prima intervista il leader del fronte Il leader storico degli euroscettici dell'*Ukip*, Nigel Farage, ammette la sconfitta. Potrei anche andare a dormire, ma per curiosità rimango. Domani si guadagna un sacco di soldi.

Arriva un nuovo dato di stima sull'affluenza: 69%. Cala il gelo. MINISP, euro e sterlina fanno una prima accelerazione al ribasso. All'una arriva il dato della prima città. A Newcastle vincono i Remain, ma è una vittoria ottenuta col 51%, e ci si aspettava un distacco ben più largo. Poco dopo arriva la seconda città: a Sunderland stravincono i Leave. Ci si aspettava una vittoria larga, ma non così larga: 61,3%. Comincia a nascere qualche apprensione.



Sono in vantaggio i Leave. MINISP, euro e sterlina fanno un'altra accelerazione al ribasso. Alle 3,45 arrivano i primi dati londinesi, e il Remain torna in vantaggio. Ma è l'ultima volta. Per tutta la notte si susseguono i dati delle 382 contee, con un dato inizialmente oscillante sulla parità, ma che dopo le 4 vedrà formarsi un divario sempre più ampio a favore del Leave. Alle 5,30 lo svantaggio del Remain è di quasi 1 milione di voti: rimane solo la speranza delle ultime rilevazioni da Londra. Il dato arriva, ma non è sufficiente. I trader sono tutti svegli. Si scrive su Facebook, ci si scambia opinioni e notizie. C'è paura per l'apertura dei mercati. Ci si fa coraggio. Ma intanto la Gran Bretagna è fuori dall'Unione Europea. In molte città inglesi e in Galles è netta l'affermazione del Leave. A Londra, Scozia e Irlanda del Nord vincono i Remain. La Gran Bretagna è spaccata in due.

A fare la differenza sono stati i risultati delle periferie e delle campagne, di quelle zone del paese che maggiormente si trovano a fare i conti con un mercato del lavoro sempre più difficile, con la paura dell'immigrazione e la frustrazione di non vedere un futuro dignitoso per i propri figli. Una classe popolare spaventata dal futuro insoddisfatto dal proprio presente, che preferisce compiere il salto nel buio della Brexit. Sono loro i fautori della vittoria inattesa del Leave. Quando non ci sono più circoscrizioni da scrutinare, il Leave ha ottenuto il 51,9% dei voti e il Remain il 48,1%. Per la Brexit hanno votato 17.410.742 elettori mentre per restare nell'Ue i voti sono stati 16.141.241. L'affluenza al voto è stata del 72,2%.

La prima reazione dei mercati sarà drammatica. Vado a dormire. È l'alba. Ma per l'Europa la notte inizia proprio ora.





## LA LUNGA NOTTE INGLESE

### COMMENTO AI MERCATI

Prima del referendum sulla permanenza della Gran Bretagna nell'Unione Europea si sapeva: sui mercati il Remain avrebbe significato un'altra accelerazione al rialzo, un recupero dell'euro e della sterlina. Il Leave sarebbe stata invece la catastrofe sui mercati, sull'euro, sulla sterlina, ma soprattutto sul grande progetto dell'Europa unita. E così è stato. Che il 2016 sui mercati potesse vedere all'inizio di una fase di discesa era previsto fin dall'anno scorso. Onestamente però pensavo che il trigger del crollo sarebbe stato il cambio di orientamento della politica monetaria FED, con l'inizio di un ciclo di rialzi non intenso ma costante, oppure (o anche) qualche elemento di forte accelerazione del rischio geopolitico (sul lato guerre o attentati). E invece il deflagratore è stata la Brexit.

La Gran Bretagna fuori dall'Unione Europea. Al referendum il *Leave* ha ottenuto il 51,9% dei voti e il *Remain* il 48,1%. Per la Brexit hanno votato 17.410.742 elettori mentre per restare nell'UE i voti sono stati 16.141.241. L'affluenza al voto è stata del 72,2%.

Di per sé l'impatto economico non sarà molto negativo per i paesi europei, a cominciare dall'Italia, dopo l'Austria il paese meno coinvolto dalla Brexit. Il nostro interscambio di beni e servizi con la Gran Bretagna è intorno al 3% del Pil. Questo è il parere dell'agenzia di rating Standard & Poor's che ha calcolato l'indice di esposizione all'uscita di Londra (*Brexit Sensitivity Index*), basato su fattori come esportazioni di beni e servizi verso il Regno Unito in relazione al Pil nazionale, flussi bidirezionali di emigrazione, crediti del settore finanziario su controparti britanniche e investimenti stranieri diretti nel Regno Unito. In testa, troviamo l'Irlanda (Eire) e una serie di piccoli centri finanziari che hanno storici legami con il Regno Unito: Malta, Lussemburgo e Cipro. Tra le grandi economie del continente l'impatto più forte è sulla Spagna.

Riferendo gli stessi calcoli ai mercati azionari, anche l'esposizione del mercato italiano è modesta e concentrata su poche società. Le più colpite sono Yoox (14% del



fatturato dal Regno Unito), Leonardo (14%), Prysmian (13%), Ferrari e STM (entrambe al 6%), e infine Tod's (5%). Altre società hanno percentuali di fatturato ancora più basse.

L'esposizione indiretta, misurata come instabilità dei mercati legata alle conseguenze politiche di un'uscita del Regno Unito dall'Europa, è invece più elevata. Il nostro debito pubblico è infatti più sensibile alle dinamiche di rischio geopolitico. E infatti solo l'intervento della BCE con il suo QE ha evitato e sta evitando danni peggiori. Ma certamente c'è stato e ci sarà un impatto non secondario sullo spread e sulle quotazioni delle banche italiane.

L'impatto economico per la Gran Bretagna sarà ovviamente superiore e tutto sommato è ancora difficile da calcolare. Qui le opinioni sono molto diverse. Qualcuno parla di un forte calo del PIL. Secondo me si tratterà inizialmente di quattro trimestri negativi e poi, dal secondo anno, immagino una ripresa, se non altro per effetto della forte svalutazione della sterlina e il suo impatto positivo sulle esportazioni.

Ne deriva che l'impatto più forte della Brexit sarà quello sull'idea di Europa unita. L'esito referendario sfavorevole all'Europa, e ancora più il possibile risultato non troppo negativo dell'economia inglese dal secondo anno o comunque nei prossimi anni, potrebbe alimentare la ripresa e il deflagrare di nuove e crescenti istanze antieuropeiste. Già si sente parlare qua e là di referendum per uscire dall'Unione Europea (in Italia, Francia, Olanda, Austria, Finlandia e Ungheria).

Il primo giorno dopo il referendum, venerdì 24 giugno, i mercati reagiscono in maniera drammatica: -12,48% l'indice italiano, -6,82% il Dax, -3,59% lo S&P500, minimi per la sterlina da trent'anni e forte calo dell'euro contro dollaro. L'indice inglese perde "solo" il 3%, forse proprio perché si prezza per il Regno Unito la possibilità di un rapporto beneficio-costi di questo referendum diverso da quello emotivamente percepito da tutti. Anche lunedì 27 giugno prosegue il ribasso, ma da martedì 28 giugno si sviluppa un rimbalzo veemente. Non è definitivamente detto che la spinta al ribasso sia già finita e si dovrà vivere i mercati giorno per giorno in ottica di trading. Ma allargando l'orizzonte è molto probabile un'estensione del recupero nelle prossime sedute e settimane. In caso di nuove forti accelerazioni del ribasso questa volta ci sarebbe un intervento straordinario da parte delle banche centrali (BCE soprattutto, ma anche Fed o BoJ, difficile un intervento della Bank of England a difesa della sterlina). Ne deriva che titoli azionari opportunamente scelti sono da comprare a questi prezzi in un'ottica di qualche settimana. Finito il rimbalzo il mercato azionario tornerà ad avere una solida tendenza ribassistica. Tutto dipende ovviamente da come si configureranno anche gli altri elementi che in questa fase stanno facendo da driver ai mercati. Ma di ripresa del trend ribassistica ne riparleremo perlomeno a metà o alla fine dell'estate.



## Ipotesi principale di scenario

### Crescita

La crescita USA rimane buona, vicina al potenziale, con una leggera limatura nell'ultimo quarter. Gli earnings della corporate America restano in linea o fanno meglio delle attese, con qualche sorpresa negativa.

In Eurozona continua la ripresa, sebbene con tratti diversi nei diversi paesi. Gli earnings delle aziende di Eurozona continuano a restare in linea con le attese.

### Inflazione

I policymaker dichiarano da anni di volere un'inflazione vicina ma inferiore al 2%: ciò sarebbe esito di un rafforzamento della domanda aggregata, oggi sotto il potenziale. Inoltre in questo modo si tenterebbe di ricreare le condizioni per una strutturale risalita dei tassi (sia i tassi di riferimento, sia quelli di mercato e su tutte le scadenze della curva), e dunque ripristinare la redditività del sistema bancario, messa a dura prova da questo lungo periodo di margini compressi; in secondo luogo un'inflazione leggermente più alta, con tassi che rimangano relativamente bassi, diventerebbe una misura strisciante ma efficiente di svalutazione del debito pubblico.

### Tassi e politica monetaria

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

La politica monetaria della Fed rimane espansiva, con bias (orientamento) restrittivo. La prosecuzione del ciclo di rialzi Fed è spostata nuovamente avanti nel tempo. La politica monetaria della BCE è fortemente espansiva, con bias espansivo.

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

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

La Fed sta tentando di iniziare il suo ciclo di rialzo dei tassi, con cautela e a ritmi largamente inferiori alle attese. In dicembre 2016, per la prima volta dal 29 giugno 2006, la banca centrale ha alzato il suo tasso di riferimento (Federal Fund Rate) di 0,25 punti percentuali. Dopo il sisma Brexit il consenso è diviso sulla prosecuzione dei rialzi. Qualcuno parla di fine 2017. Noi crediamo che per quest'anno resterà un solo rialzo, in dicembre.

La BCE, nel meeting del 10 marzo, aveva tagliato i suoi tre tassi di riferimento: il tasso di riferimento principale (REFI) è stato abbassato a 0 dal precedente 0,05%, il tasso di rifinanziamento marginale (MRI) allo 0,25 dallo 0,30% precedente, e il tasso di deposito overnight a -0,40% da -0,30%. È stato deciso anche un aumento degli acquisti nel piano di QE per altri 20 miliardi che portano il totale a 80 miliardi di euro al mese, ed è stata allargata la base di acquisto anche ad alcuni tipi di corporate bond. Sono state inoltre decise quattro nuove fasi di TLTRO a tassi agevolati.

Queste azioni di politica monetaria sono come al solito finalizzate a sostenere la crescita e a riportare il tasso di inflazione ad un livello vicino ma inferiore al 2%. I tassi BCE resteranno ancora a lungo vicino a zero, perché la banca centrale non ravvisa, e non ravviserà ancora per molto tempo, le condizioni per interrompere o rallentare la politica monetaria ultra-espansiva di questa fase. Draghi ha detto che i tassi resteranno a questi livelli sino al termine previsto del programma di QE, e anche oltre se necessario. In realtà il problema vero è capire se lo sforzo massimo messo in campo dalla BCE, senza sostanziale appoggio dei governi, potrà essere sufficiente ad arginare gli effetti negativi di un rallentamento strutturale evidente. E la risposta non è affatto scontata.

La sensazione ora è che il quadro generale sia così compromesso, e la BCE sia rimasta così sola nel regolare e sostenere i mercati, da essere ormai quasi ostaggio degli stessi: o si fanno e si mantengono misure più accomodanti, o la speculazione colpisce ferocemente, in modo intimidatorio.

## **Rischio geopolitico**

Il prolungato rallentamento globale e il progressivo rimodellarsi degli equilibri geopolitici planetari riproducono condizioni favorevoli a nuovi conflitti locali e/o globali. Anche il rischio attentati è in costante e strutturale aumento. Tutto ciò (rischio attentati e possibilità di conflitti) diminuisce i livelli di fiducia di consumatori e investitori. Inoltre gli scenari di guerra rendono più difficili i rapporti tra i paesi coinvolti (e non solo), penalizzando i commerci, con impatto negativo su PIL e utili aziendali.

## AGENDA DEI PROSSIMI EVENTI MARKET MOVER

 **21 luglio** – *Francoforte*  
Riunione Bce

 **5/21 agosto** – *Rio de Janeiro*  
Giochi olimpici

 **8 settembre** – *Francoforte*  
Riunione Bce

 **18 settembre** – *Russia*  
Elezioni parlamentari

 **20/21 settembre** – *Usa*  
Riunione Fed

 **20 ottobre** – *Francoforte*  
Riunione Bce

 **1/2 novembre** – *Washington*  
Riunione Fed

 **8 novembre** – *Usa*  
Elezioni presidenziali  
e rinnovo Congresso

 **8 dicembre** – *Francoforte*  
Riunione Bce

 **13/14 dicembre** – *Usa*  
Riunione Fed

## SCHEMA DEI MERCATI

### *In ottica di medio termine*



La nostra view di **medio termine** sui mercati azionari è ribassista. In questo scenario i flussi andranno gradualmente dal rischio verso il no risk, dall'azionario verso i bond risk free e da valute growth sensitive verso valute difensive.

### *In ottica di breve termine*



La nostra view di **breve termine** sui mercati azionari è rialzista. I flussi andranno dal no risk verso il rischio, dai bond verso l'azionario, e da valute difensive verso valute growth sensitive.

**Posizione suggerita su euro-dollaro  
per il breve termine: long.**

**Posizione suggerita su euro-dollaro  
per il medio-lungo termine: short.**



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