



MARKET INSIGHT

Luglio 2018



MERCATI: QUALI SONO LE PROSPETTIVE PER IL 3° TRIMESTRE 2018?

L'economia mondiale rimane ben orientata nel 2018-2019

Nonostante il persistente martellamento mediatico focalizzato sulla tendenza al ribasso degli indicatori economici, la crescita mondiale rimane per ora ben orientata, con una previsione del FMI pari al 3,9% per il 2018, corrispondente ad un modesto incremento annuo dello 0,1%. L'impatto delle misure protezionistiche statunitensi e la diminuzione del contributo positivo delle politiche fiscali espansive nel 2019 dovrebbero tuttavia limitare la crescita mondiale al 3,9%, sempre secondo il FMI. Inoltre, il perdurante ciclo di restrizione monetaria negli Stati Uniti e la fine dell'alleggerimento quantitativo nella zona Euro dovrebbero avere molteplici conseguenze, a volte imprevedibili, su tutte le classi di attivi.

Dopo le revisioni al rialzo della crescita mondiale che hanno contraddistinto il 2017, si deve prendere atto che nel 2018 la situazione non è la stessa. Al beato ottimismo dell'inizio dell'anno ha fatto seguito un ritorno alla realtà dei dati, brutale in alcune aree, come la zona Euro, il Giappone ed i paesi emergenti (grafico 1). Gli indicatori ciclici della zona Euro hanno subito una decelerazione dopo il picco raggiunto nel T4 2017 e hanno disatteso le aspettative degli economisti dall'inizio dell'anno. Ci si può tuttavia aspettare un miglioramento marginale o, perlomeno, una stabilizzazione nei prossimi mesi. La crescita cinese continua ad essere ben gestita dal governo centrale, fortemente impegnato a ridurre il surriscaldamento di alcuni settori, quali le infrastrutture e l'immobiliare. L'obiettivo di crescita del 6,5% dovrebbe quindi essere raggiunto nel 2018, segnatamente grazie ai consumi interni e alle spese d'investimento. L'obiettivo del 6,5%, tuttavia, è in calo rispetto all'anno precedente, che ha registrato una crescita del 6,9%.

In tale contesto di revisioni al ribasso delle prospettive di crescita, solo gli Stati Uniti sono riusciti a trarsi

d'impaccio. La riduzione delle imposte spiega probabilmente l'ottimismo degli economisti per il paese dello zio Sam, mentre il pessimismo diffuso sulla zona Euro è ascrivibile alle molteplici crisi politiche. È molto probabile, tuttavia, che tale distacco apparente non perduri. Negli Stati Uniti, il consumo potrebbe subire il contraccolpo di un'inflazione più accentuata, tanto più che il recente rialzo del petrolio dovrebbe ridurre il potere d'acquisto delle famiglie, annullando in parte gli effetti positivi dello stimolo fiscale sulla crescita.

Al di là delle prospettive di crescita, le aspettative sull'inflazione costituiscono attualmente una variabile cruciale della strategia d'investimento. Stiamo assistendo alla fine dell'ambiente "Goldilocks", ossia un'inflazione leggera e tassi d'interesse moderati nonostante una crescita economica robusta e un tasso di disoccupazione basso? Negli Stati Uniti dall'estate del 2017, l'inflazione sottostante è gradualmente aumentata fino ad avere ormai superato l'obiettivo del 2% fissato dalla Riserva Federale. Inoltre, il vigore del rialzo delle pressioni inflazionistiche ha sorpreso in una certa misura gli economisti. Nonostante ciò, al di fuori degli Stati Uniti le pressioni inflazionistiche rimangono timide e inferiori alle aspettative degli analisti per quest'anno. A tale riguardo, è indicativa la divergenza con la zona Euro, dove l'inflazione core rimane da alcuni mesi ostinatamente prossima all'1%. Non riteniamo plausibile lo scenario di un'inflazione globale galoppante e incontrollata, poiché i fattori strutturalmente deflazionistici, come l'avvento delle nuove tecnologie, il calo della produttività mondiale o l'invecchiamento della popolazione, continuano ad essere ben radicati nell'economia attuale.

Occorre un approccio prudente e opportunistico a breve termine sulle azioni

Gli analisti prevedono una crescita degli utili delle società statunitensi per l'anno

in corso del 22%, tasso che supera di gran lunga quello previsto per la zona Euro (10%) ed i paesi emergenti (10%). Il rovescio della medaglia è il rischio importante che queste aspettative elevate siano deluse, con la conseguente revisione al ribasso del tasso, in particolare se gli analisti dovessero riformulare i loro obiettivi di prezzo sulla base di un tasso EUR/USD a 1,15 e non a 1,25. Siamo inoltre alquanto scettici sul 10% di crescita previsto nella zona Euro quest'anno, alla luce delle possibili difficoltà del settore bancario a raggiungere risultati solidi, in un contesto di tassi d'interesse europei sempre molto bassi. A ciò si aggiunge il rallentamento del momentum economico e l'intensificarsi delle tensioni politiche. Lo scetticismo nei confronti del consensus s'impone quindi in queste due aree. Per quanto riguarda i paesi emergenti, le aspettative di crescita degli utili sono state ridotte di recente e convergono ormai con quelle dei paesi sviluppati nonostante una crescita economica superiore. Niente di sorprendente tutto sommato, considerata la forza del dollaro statunitense, il rialzo dei tassi d'interesse e le tensioni geopolitiche sullo sfondo di una guerra commerciale.

Dal punto di vista della valutazione assoluta, le azioni statunitensi continuano ad essere le più care, mentre le azioni giapponesi e dei paesi emergenti sono le più interessanti. Tenendo conto della crescita prevista nei prossimi tre anni, le azioni statunitensi continuano ad essere interessanti e presentano i migliori potenziali di apprezzamento secondo le nostre stime.

Nonostante la congiuntura macroeconomica positiva e la valutazione ragionevole delle azioni statunitensi, un'analisi della dinamica del prezzo e della partecipazione al mercato ci spinge a temperare un po' il nostro ottimismo a breve termine. Dal 2016, il rialzo è stato alimentato essenzialmente dai settori ciclici e dai titoli growth, con i principali contributi provenienti dai settori della tecnologia e dei beni di

consumo discrezionali che hanno, a titolo d'esempio, registrato un aumento rispettivamente del 96% e del 68% dopo l'ultimo minimo storico del febbraio 2016 (grafico 2). La conseguenza perniciosa di questo fenomeno è che l'indice statunitense è diventato molto ciclico e la tendenza al rialzo dipende ormai in modo eccessivo da due settori e da alcune elevate capitalizzazioni in borsa (Apple, Amazon, Google, Microsoft e Facebook). Una brusca inversione di questo "momentum trade" è quindi in grado di compromettere la tendenza al rialzo delle azioni statunitensi. Non bisogna dimenticare che la sovraperformance dei titoli ciclici rispetto a quelli difensivi (grafico 3) è accompagnata da un rialzo dei rendimenti obbligazionari tramite un aumento graduale dell'inflazione e l'accelerazione del momentum economico. Considerato il livello elevato di quest'ultimo e le aspettative esigenti per la crescita statunitense nel T3, il catalizzatore di un'eventuale correzione potrebbe essere sia fondamentale che tecnico. Benché le premesse di una rotazione settoriale nei settori difensivi osservate attualmente rappresentino una buona notizia per la longevità della tendenza al rialzo, consideriamo che non saranno sufficienti per mantenere il mercato sulla sua traiettoria ascendente, poiché i settori difensivi rappresentano ormai solo il 26% nell'indice S&P 500 contro il 38% all'inizio del mercato rialzista nel marzo 2009.

Dal punto di vista dell'analisi tecnica (indice S&P 500), la tendenza rialzista a lungo termine del 2009, così come quella del 2016, rimangono intatte, con una partecipazione sempre robusta, e ciò nonostante la configurazione di consolidamento laterale in atto da febbraio. In compenso, l'immagine tecnica dell'indice delle azioni mondiali ex-US (MSCI All Country World ex-US) evidenzia una dinamica ribassista che ha già intaccato vari supporti e livelli che definiscono la tendenza positiva. A questo stadio, si prevede un ulteriore calo di circa il 5% prima che si concretizzi un'eventuale ripresa sostanziale. Considerati i rischi potenziali a breve termine, preferiamo pertanto

adottare un posizionamento prudente. Tuttavia, qualsiasi eccesso di debolezza rappresenterà un'opportunità da non mancare.

Le obbligazioni di qualità negli Stati Uniti e il debito emergente racchiudono delle opportunità

I mercati obbligazionari offrono opportunità molto variegata a seconda delle aree geografiche o dei segmenti di credito. In un contesto in cui il ciclo economico e del credito è già ben avanzato, con i segni di rallentamento della congiuntura che dovrebbero moltiplicarsi, lo scenario della Fed di cinque strette dei tassi di riferimento entro la fine del 2019 ci pare eccessivamente ambizioso. Pensiamo quindi che l'essenziale dell'adeguamento al rialzo dei tassi lungo la curva sia alle nostre spalle sul mercato statunitense. È peraltro il messaggio trasmesso dalla curva dei tassi, la cui inclinazione è attualmente quasi piatta e che potrebbe invertirsi entro pochi mesi. Quindi, se è ancora troppo presto per allungare significativamente la duration dei portafogli, siamo relativamente costruttivi in termini di allocazione (per gli US Treasuries nella fattispecie) e privilegiamo attualmente le maturità corte e intermedie che offrono un ottimo rapporto rischio/rendimento.

Per quanto concerne il credito statunitense, preferiamo la qualità (obbligazioni aziendali "investment grade"), i cui spread si sono allargati da gennaio, al settore "high yield" che dovrebbe risentire di un contesto macroeconomico più difficile e di condizioni finanziarie più restrittive.

In Europa la situazione è diversa, con la Banca Centrale che rimane risolutamente prudente. Il livello dei rendimenti è mantenuto artificialmente basso dagli acquisti di attivi della BCE, spingendoci a tralasciare le obbligazioni tradizionali (debitori sovrani o privati) che non offrono quasi alcuna protezione contro il rialzo dei rendimenti che ci aspettiamo. E ciò a maggior ragione in quanto il programma di acquisti si

concluderà entro il mese di dicembre. Ci orientiamo quindi verso alternative come il mercato svedese o il debito subordinato finanziario che, nonostante una controperformance recente, offre remunerazioni interessanti con fondamentali solidi dopo le molteplici ricapitalizzazioni che hanno fatto seguito alla crisi finanziaria globale del 2008.

Infine, rimaniamo favorevoli alle obbligazioni dei mercati emergenti nonostante il forte calo registrato quest'anno, sotto l'effetto combinato del rialzo del dollaro US, dei tassi statunitensi, dell'aumento dell'avversione al rischio o ancora di situazioni di crisi particolari come in Venezuela, in Argentina o in Turchia. Tale riduzione ha peraltro ricostituito i premi al rischio rendendo le valutazioni molto più interessanti, sia a livello dei tassi che delle valute che sono ormai, nella maggior parte dei casi, sottovalutate. Intendiamo aumentare la nostra esposizione a questi mercati, in debito locale o in valute dure, ma aspettiamo una stabilizzazione della situazione che potrebbe essere dovuta, per esempio, a una ripresa del calo del dollaro. Tanto più che i fondamentali di questi paesi sono nettamente più solidi rispetto a qualche anno fa (bilancia dei conti con l'estero, riserve di cambio, controllo dell'inflazione, dinamica di crescita, ecc.).

A breve termine i fattori di sostegno del dollaro statunitense sono numerosi

L'anno passato il mercato si era principalmente concentrato sulla dinamica del differenziale di crescita economica previsto sulle due sponde dell'Atlantico, fattore che aveva fortemente sostenuto l'euro rispetto al dollaro statunitense. Inoltre, con la vittoria di Emmanuel Macron alle elezioni presidenziali di maggio, il premio di rischio politico si era dissipato e importanti capitali a favore delle azioni europee avevano sostenuto la moneta unica. Si constata tuttavia che i fattori fondamentali e tecnici che hanno portato il tasso EUR/USD da 1,03 a 1,2550 si sono invertiti a favore del dollaro nel primo semestre 2018. La tendenza di

revisione delle aspettative di crescita per il 2018, per esempio, ha registrato una forte divergenza nel T1 tra gli Stati Uniti (miglioramento) e la zona Euro (deterioramento). A questa inversione è in gran parte imputabile l'adeguamento in calo del tasso EUR/USD quest'anno. Si è scritto molto nel corso delle ultime settimane sui problemi politici in Europa, in particolare con la creazione di un governo euroscettico in Italia, l'esclusione del governo spagnolo di Mariano Rajoy accusato di corruzione e le discordie nell'ambito della coalizione tedesca in materia di politica sull'immigrazione. Il premio di rischio politico che si era fortemente ridotto nel 2017 è quindi tornato in forza nel 2018 e dovrebbe, in teoria, continuare ad alimentare la fuga dei capitali d'investimento dalla zona Euro e il sentimento negativo nei confronti della moneta unica.

Quanto al differenziale del tasso d'interesse, che era un fattore secondario nel 2017, con i livelli estremi raggiunti di recente (oltre il 2,5% su 10 anni e il 3,2% su 2 anni), gli investitori hanno privilegiato di nuovo la remunerazione più interessante del biglietto verde. Il differenziale d'inflazione sottostante tra gli Stati Uniti e la zona Euro, è, dal canto suo, più che raddoppiato a vantaggio degli Stati Uniti dall'estate del 2017 e rimane superiore all'1%. Secondo le nostre osservazioni, l'impatto sul tasso EUR/USD dovrebbe farsi sentire con uno sfasamento di circa 6 mesi, il che sembra sostenere il proseguimento del calo della coppia di valute.

Il posizionamento degli speculatori sull'euro si è a sua volta fortemente evoluto negli ultimi mesi. Il mercato, che era passato da un posizionamento estremo short ad estremo long in qualche settimana nel 2017, si è adattato nel T2 2018 con lo sblocco di oltre i due terzi delle posizioni nette long costituite dal maggio del 2017. L'analisi tecnica, invece, mostra che la tendenza strutturale di lungo termine sul tasso EUR/USD, che parte dal massimo storico di 1,60 raggiunto nell'aprile 2008, rimane ribassista con il fallimento del proseguimento del movimento al di sopra

di 1,2550. A 1,16 il tasso EUR/USD tenta attualmente di trovare un supporto sulla linea di tendenza proveniente dagli storici a 1,03, ma è già ampiamente passato al di sotto della media mobile a 200 giorni. Riteniamo quindi probabile un ulteriore calo a 1,1450 o addirittura a 1,1190 prima di una ripresa più sostanziale.

Per quanto il rallentamento del momentum economico globale rimanga marginale e i profitti delle imprese continuano ad essere solidi, i rischi e le incertezze si accumulano a un ritmo inquietante. Le tensioni a livello del commercio mondiale, in particolare, potrebbero avere conseguenze nefaste sulla fiducia e sull'economia reale. L'aggiunta di attivi diversificanti e una gestione attiva del rischio rimangono in questo contesto i punti saldi della nostra gestione di portafogli.



INVESTMENT TEAM

CÉDRIC OZAZMAN

HEAD OF PORTFOLIO MANAGEMENT

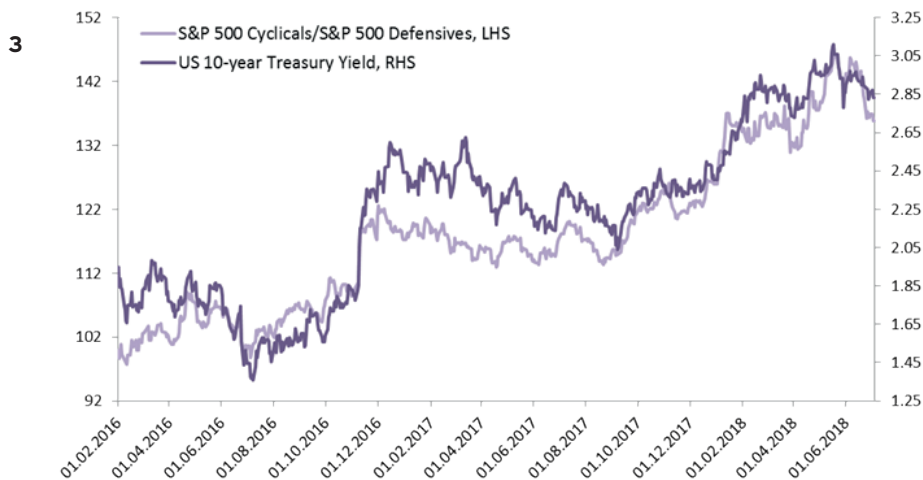
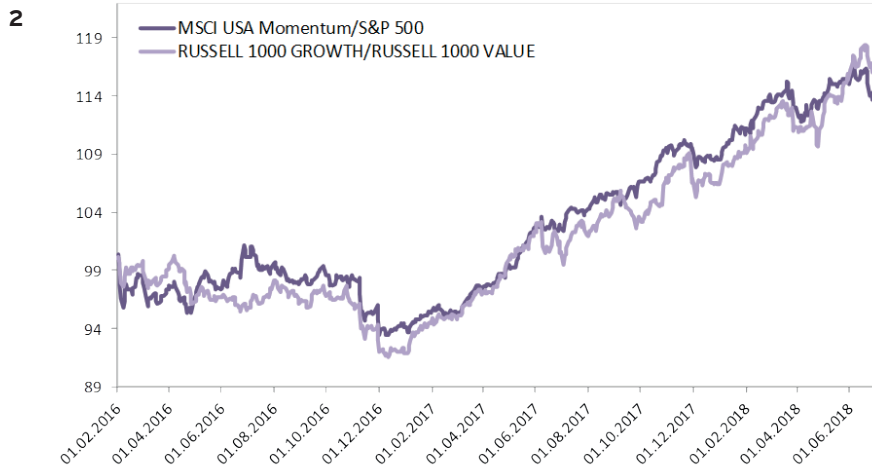
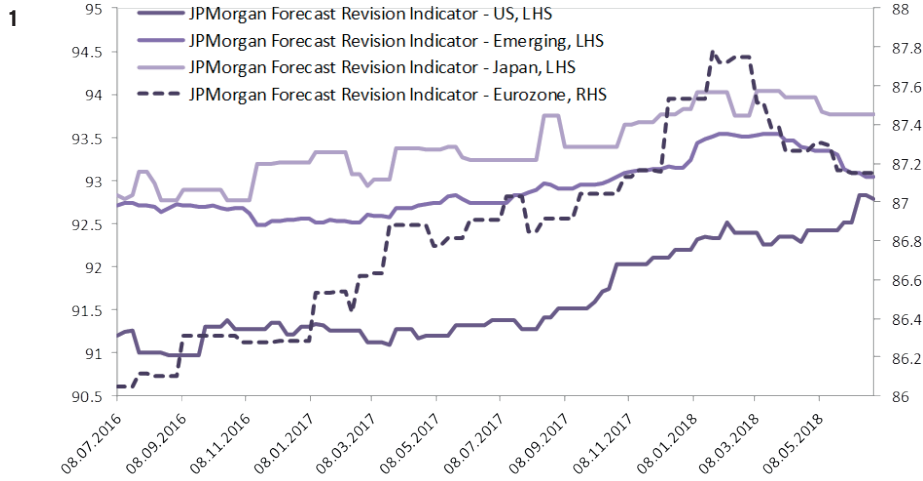
MARCO BONAVIRI

SENIOR PORTFOLIO MANAGER

NICOLAS BESSON

HEAD OF FIXED INCOME

“Al di là delle prospettive di crescita, le aspettative sull’inflazione costituiscono attualmente una variabile cruciale della strategia d’investimento.”





INFORMAZIONE IMPORTANTE - Il presente contenuto viene fornito da REYL & Cie Holding SA o/e una delle sue entità (qui di seguito "REYL") solo a titolo indicativo, è destinato solo ad un uso interno e non potrà in nessun caso costituire un'offerta, una consulenza o una raccomandazione di acquistare o vendere un valore mobiliare o di effettuare qualsiasi transazione, né peraltro una consulenza di altro tipo, in particolare all'attenzione di un destinatario che non sia un investitore qualificato, accreditato, eleggibile e/o professionale. Esso è destinato ad un uso esclusivo da parte del suo destinatario e non potrà, per qualsivoglia altra ragione, essere trasferito, stampato, scaricato, utilizzato o riprodotto. REYL dedica la massima attenzione alla preparazione ed all'aggiornamento delle informazioni di tale contenuto, ottenute da fonti autorevoli, senza tuttavia garantirne la pertinenza, l'esattezza, l'eshaustività. Pertanto REYL, nonché i suoi amministratori, direttori, dipendenti, operatori ed azionisti, non assumono alcuna responsabilità per le perdite ed i danni di qualsivoglia natura derivanti dall'uso delle informazioni di tale contenuto. Esso è previsto esclusivamente per un destinatario che comprenda ed assuma tutti i rischi impliciti ed espliciti che ne derivano. Tutte le decisioni prese dal destinatario in materia di investimenti dipendono dalla sua sola responsabilità e si basano esclusivamente sulla sua valutazione indipendente (e da quella dei suoi consulenti professionisti) della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi di investimento, dei rischi specifici, dei criteri di eleggibilità, delle conseguenze giuridiche, fiscali, contabili, nonché sulla sua interpretazione delle informazioni. REYL non si assume nessuna responsabilità per quanto riguarda l'adeguatezza o meno delle informazioni, delle opinioni, dei valori mobiliari, dei prodotti citati in questo contenuto. Le performance passate di un valore mobiliare non garantiscono le sue performance future. Il presente contenuto è stato preparato da un dipartimento di REYL che non costituisce un'unità organizzativa responsabile dell'analisi finanziaria. REYL è soggetta a esigenze normative e prudenziali distinte ed alcuni valori mobiliari e prodotti di investimento non possono essere offerti in tutte le giurisdizioni o a qualsiasi tipo di destinatario. Il destinatario deve dunque conformarsi alle normative locali. Non vi è alcuna intenzione da parte di REYL di offrire valori mobiliari o prodotti di investimento in paesi o giurisdizioni ove tale offerta fosse illegale in virtù del diritto interno applicabile.