

Confronta fondi

Fund selector

Portafoglio

Search



Newsletter

FONDI&SICAV
Magazine

Home

Faccia a faccia

Gestori

Cover story

Inchieste

Consulenti&Reti

ETF



Autunno caldo, i mercati in cerca di una direzione

08/07/2018 Boris Secciani



In autunno verranno al pettine diversi problemi, fra i quali la fine del Qe della Bce e una ripresa dell'economia che tarda a decollare in Europa, le difficoltà dell'Italia e un'America che continua a correre, ma deve districarsi tra aumento dei tassi e guerre commerciali dichiarate a quasi tutto il mondo. C'è poi un'Asia che si è scoperta più fragile del previsto. In questo contesto di preoccupazione e quasi di paura, però, molti investitori continuano a vedere interessanti opportunità e nessuno pensa che si sia alla vigilia di un crollo. Occorre solo muoversi con prudenza



Christopher Gannatti,
head of research di
WisdomTree Europe

Come si può capire, siamo lontani da uno scenario di preoccupante rallentamento, anche se è indubbio che le riforme fiscali varate negli Usa hanno fornito una spinta non da poco a un ciclo globale che forse poteva cominciare a pensare di morire di morte naturale. Infatti non va dimenticato che, almeno in America, si sta vivendo oggi una seconda giovinezza che ha permesso di rimandare la gestione di una nuova recessione dopo tanti anni. La situazione di relativa calma a livello macro, che tanto ha aiutato gli investitori, viene sintetizzata da **Christopher**

Gannatti, head of research di WisdomTree Europe: «Stiamo assistendo a



Da Videofinanza



Marcello Chelli referente per l'Italia Lyxor Etf

Lyxor, due approcci al tema Esg

Abbiamo chiesto a **Marcello Chelli**, referente per i **Lyxor Etf** in Italia, come si posiziona l'emittente francese riguardo al tema Esg.



Fondi & Sicav Magazine



Archivio magazine

Vai all'archivio completo

un'espansione economica che dura da molti anni: probabilmente per gli Stati Uniti questo sarà il periodo espansivo più lungo di tutti i tempi e, in assenza di eventi rilevanti, nel giro di pochi anni l'Europa dovrebbe seguire la scia. Al netto di problemi geopolitici con gravi conseguenze (ad esempio la situazione italiana, che al momento non ha ancora avuto un impatto significativo, pur contribuendo alla volatilità), ci aspettiamo che l'economia Usa e quella dell'Europa restino abbastanza solide, poiché i fondamentali non indicano un rischio di recessione imminente».

LE INCERTEZZE DELL'EUROPA

Dunque sicuramente il bicchiere è mezzo pieno, però appare altrettanto improbabile che almeno nell'immediato futuro torni per l'Europa a riempirsi. In pratica il rischio è che, fra primi mesi del 2018 di euro forte, incertezze politiche e fine del Qe della Bce, si crei una biforcazione tra America ed Europa, andando così a spezzare quasi un biennio di ripresa sincronizzata. Su tutto ciò si erge l'incognita della guerra commerciale, un argomento che dovrebbe riguardare soprattutto l'Asia: infatti è proprio il rapporto fra Usa e Cina ad occupare di recente i contenitori mediatici e la testa degli investitori. Ciò non toglie, però, che la situazione potrebbe sfuggire di mano e arrivare a coinvolgere l'Unione Europea.



Maya Bhandari,
gestore dei fondi
Threadneedle (Lux)
Euro Dynamic Real
Return e Threadneedle
(Lux) Global Multi Asset
Income di **Columbia
Threadneedle**

Indubbiamente se il buon giorno si vede dal mattino da questo punto di vista l'ultimo G-7 è sembrato tutt'altro che rassicurante. Il rischio di un ulteriore rallentamento economico nel Vecchio continente, generato da un coinvolgimento dell'Ue in una battaglia di dazi con l'amministrazione Trump, viene sottolineato anche da **Maya Bhandari, gestore dei fondi Threadneedle (Lux) Euro Dynamic Real Return e Threadneedle (Lux) Global Multi Asset Income di Columbia Threadneedle:** «Nonostante la

crescita rimanga robusta a livello globale, in diversi mercati sviluppati i dati hanno iniziato a indebolirsi. L'inasprimento delle condizioni finanziarie, la cui assenza aveva dato impulso alla crescita nel 2017, inizia a farsi sentire, anche se negli Stati Uniti lo stimolo fiscale intempestivo dovrebbe sostenere l'espansione in questo e nel prossimo anno. Una causa maggiore di incertezza è forse l'emergere delle guerre commerciali, la cui futura evoluzione dev'essere attentamente monitorata, nonostante gli effetti modesti nell'immediato. In un contesto di imminenti rialzi dei tassi negli Stati Uniti, valutazioni azionarie elevate e attività di fine ciclo, non vorremmo che le misure protezionistiche si estendessero ad altri paesi o a una gamma più ampia di beni e servizi».

Un aspetto fondamentale che viene accennato da Bhandari è l'impatto sui profitti: non è un mistero infatti che la continuazione del rally azionario poggi su una continua ascesa degli utili, viste le valutazioni non esattamente da mercatino dell'usato e un equity risk premium che si sta comunque restringendo. Il problema è che in questo ambito la dicotomia fra le due coste dell'Atlantico rischia di essere ancora più marcata. Gli earning delle aziende made in Usa, infatti, sono almeno per il 2018 e probabilmente tutto il 2019 in una botte di ferro grazie alle politiche decisamente pro-crescita di Trump. Lo stesso invece non si può dire dell'Europa, che rappresenta anche l'area del mondo che più ha da recuperare in questo ambito e che meno si può permettere downgrading alle stime di consensus.

RITORNO AL PASSATO



Paul O'Connor, head of multi-asset di **Janus Henderson Investors**

Questa eventualità, che rappresenterebbe un ritorno a un recente passato di cui gli investitori non sentono certo la mancanza, in effetti è tutt'altro che un outlier statistico, come viene sottolineato anche da **Paul O'Connor, head of multi-asset di Janus Henderson Investors**: *«L'economia dell'Eurozona è finita in una fase di debolezza nel primo trimestre del 2018, fatto che ha messo fine a due anni di sorprese positive nei dati di crescita, cui hanno fatto seguito revisioni al rialzo delle stime. Mentre l'economia statunitense sembra ora di nuovo in via di accelerazione, l'Eurozona appare ancora in un periodo di indebolimento del proprio momentum. Infatti i recenti dati economici e le ricerche presso i management delle aziende suggeriscono il fatto che le stime di consensus sull'aumento del Pil e dei profitti dovranno probabilmente essere riviste al ribasso nelle prossime settimane, anche se in maniera modesta. Infatti le questioni commerciali in ballo con gli Stati Uniti probabilmente stanno cominciando a pesare sulla fiducia delle aziende dell'Eurozona. Gli sviluppi su questo fronte giocheranno un ruolo primario nello stabilire se la crescita in questa regione si sta semplicemente aggiustando nell'ambito di un range, cosa che ci aspettiamo, o se invece essa sta andando incontro a un rallentamento più significativo».*

C'è da aggiungere, però, un elemento: per il momento il maggiore impatto si rischia nella componente investimenti, che è stata sì importante per la ripresa, ma per il momento non sembra in grado di trascinare al ribasso i consumi europei, che anzi potrebbero continuare a essere una non indifferente chiave di sostegno nell'immediato futuro, come sottolineano **Leon Cornelissen e Peter van der Welle, di Robeco**: *«Il dato del Pmi dell'Eurozona ha evidenziato una debolezza significativa il mese scorso. Ci aspettiamo, tuttavia, che l'economia si rafforzi, aiutata dalle politiche a sostegno del ciclo economico negli Stati Uniti, da una spesa dei consumatori più alta in Europa, dall'indebolirsi dell'euro e dal prezzo del petrolio in calo».*



Larry Hatheway, capo economista di **Gam Investments**

Questo intervento apre anche l'interessante questione dell'ascesa, dopo un inizio di anno pessimo, del dollaro contro la quasi totalità delle altre monete, a parte (forse) lo yen. Un po' come in passato, l'andamento del biglietto verde può costituire un valido barometro per testare lo stato di stress sui mercati, in particolar modo se dovesse persistere lo scenario di divergenza fra Stati Uniti e resto del mondo, Europa in primis. Questi punti peraltro vengono sottolineati da **Larry Hatheway, capo economista di Gam Investments**: *«Una variabile interessante è quella legata al biglietto verde.*

Il valore del dollaro Usa è cresciuto molto rispetto alla debolezza registrata nel 2017. Una delle ragioni principali è stata la scarsa forza dell'attività economica europea, così come quella dei mercati emergenti, a differenza di quanto si è verificato negli Stati Uniti. Questa discrepanza in termini di crescita ha portato la moneta americana agli elevati livelli attuali. La mia sensazione, tuttavia, è che probabilmente questa situazione non persisterà, in parte perché la debolezza della crescita del Vecchio continente e di quella globale è stata con tutta probabilità un fenomeno stagionale dovuto alle distorsioni del primo trimestre e agli effetti meteorologici».

RIDURRE LA LEVA

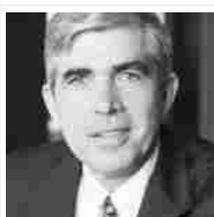


Kurt Schappelwein,
head of multi asset
strategies di **Raiffeisen
Capital Management**

Al di là della contingenza dovuta alle condizioni atmosferiche, la forza della valuta di riserva del mondo apre interessanti scenari di hedging per potere passare un'estate un minimo tranquilla. Infatti, qualora si posseggano asset rischiosi, azionario europeo in primis, forse non sarebbe una cattiva idea ridurre la leva per passare qualche settimana un po' più tranquilla, collocando il proprio denaro su attivi meno rischiosi americani, anche per la marcata correlazione negativa che esiste nel Vecchio continente fra tasso di cambio e risultati societari, più che mai importanti al giorno d'oggi. Questo punto viene sottolineato da **Kurt**

Schappelwein, head of multi asset strategies di Raiffeisen Capital Management:

«Nell'Eurozona sorprese positive dai risultati delle aziende potrebbero arrivare qualora l'euro continuasse a indebolirsi».



Ken Leech, chief
investment officer di
**Western Asset (gruppo
Legg Mason)**

Ovviamente il problema è capire esattamente quali investimenti in dollari possono essere interessanti e di conseguenza non sorprende del tutto, nonostante le manovre di rialzo dei tassi, l'interesse verso i Treasury di **Ken Leech, chief investment officer di Western Asset (gruppo Legg Mason)**: «A livello globale è necessario che i policy maker rimangano cauti. La fragilità della ripresa globale continua ad avere bisogno di politiche di sostegno. In questo contesto i governativi statunitensi rimangono una componente chiave per costruire un portafoglio diversificato. La nostra visione rimane ottimista, però

consideriamo cruciale mantenere fra i nostri investimenti asset in grado di proteggere dall'imprevedibilità dei rischi di ribasso».

Per quanto riguarda la gestione propriamente detta di un portafoglio di azioni europee va ricordato un elemento: se è vero che le prospettive di utili forse non sono quelle di qualche mese fa, è anche fuori discussione che le valutazioni sono nettamente inferiori rispetto agli Usa e questo è almeno un cuscinetto parziale a favore dei mercati continentali. Il consiglio che arriva da molti gestori, comunque, è essere quanto meno prudenti nella propria esposizione a titoli a elevato beta: infatti la contingenza economica europea si inserisce in un quadro di fine dell'epoca del Qe, che indubbiamente tanto ha fatto per tutte le piazze finanziarie.



Lorenzo Portelli,
senior asset allocation
analyst di **Amundi
Asset Management**

Il percorso, perciò, sarà in futuro più accidentato e sono certamente da considerare con attenzione le sagge parole di **Lorenzo Portelli, senior asset allocation analyst di Amundi Asset Management**: «Uno scenario di crescita più debole creerebbe un quadro meno favorevole agli attivi rischiosi, anche se riteniamo che l'equity, il credito e le materie prime possano fornire rendimenti ragionevolmente buoni in relazione alla fase di maturità del ciclo del mercato azionario in cui siamo entrati. Per quanto positivi, i rendimenti difficilmente potranno essere paragonabili a quelli degli ultimi anni. Per questo motivo consigliamo un approccio

prudente per quanto costruttivo». Siamo ancora ben distanti da un quadro complessivo negativo, ma il 2017, anno in cui qualunque cosa si comprasse si generavano guadagni, non tornerà più.

Usa, crescita con rischio

In questo 2018, nonostante le previsioni di qualche mese fa, finora a trionfare sono stati i mercati finanziari degli Stati Uniti. Per mesi abbiamo sentito previsioni su come fosse preferibile, all'interno dell'equity, investire su emergenti, Europa e Giappone, più indietro nel ciclo economico e dalle valutazioni più convenienti. Gli Usa, però, dopo la rapidissima correzione di inizio febbraio, hanno mostrato più solidità rispetto a un est dell'Asia su cui pende la questione dei dazi, un'Europa agonizzante per via dei contrasti politici fra i suoi membri e anch'essa a rischio di subire danni da un'eventuale guerra commerciale e alcuni emergenti tornati apparentemente ai problemi del recente passato. Il risultato è che a metà giugno l'S&P 500 si trovava in rialzo del 3-4% rispetto alla fine del 2017, con un dollaro che ha ripreso a primeggiare dopo un inizio di anno pessimo.

DUE MOTORI DI CRESCITA

Sostanzialmente al mondo sono rimasti due motori di crescita endogena in grado di fare la differenza: gli Usa e la Cina. Quest'ultima ha però il difetto di avere ancora mercati finanziari tutt'altro che perfetti, mentre gli Usa hanno visto quest'anno la spinta dello stimolo fiscale che tanto ha fatto per le previsioni di utili. Per quanto riguarda sempre il maggiore benchmark dell'equity locale, si prevede infatti attualmente che i profitti 2018 crescano del 19,8% a fronte di aumenti dei fatturati del 7,6%. Questa crescita peraltro non è stata determinata solo dai tagli alle tasse, come ricorda, Maya Bhandari, di Columbia Threadneedle: «La recente stagione dei risultati negli Stati Uniti è stata sorprendentemente positiva e, soprattutto, questo vigore non è stato interamente determinato dalla riforma fiscale, come indicano le revisioni al rialzo delle stime sulla crescita futura dell'Ebit (utili al lordo di interessi e imposte)». Insomma si tratta di un altro mondo rispetto a tante altre economie importanti, tanto che quest'anno forse si potrebbe tornare a una crescita economica del 3%, che manca ormai da oltre un decennio.



Andrew Milligan, head of global strategy di Aberdeen Standard Investments

Non c'è da pensare, comunque, che i prossimi mesi saranno una ripetizione del 2017 (zero volatilità e rialzi perenni), poiché qualche fragilità sotto la patina di splendore c'è. Innanzitutto ciò che si è visto di recente nel primo trimestre difficilmente sarà ripetibile, come specifica **Andrew Milligan, head of global strategy di Aberdeen Standard Investments:**

«Ci aspettiamo che la crescita dei profitti rimanga forte anche nel 2019, sulla scia degli stimoli fiscali americani, che dovrebbero compensare il rallentamento europeo e cinese. Però va detto che il picco dell'incremento degli utili è stato nel primo trimestre del 2018, grazie ai tagli alle tasse, ma da

qui in poi si scenderà. Siamo convinti, però, che il ritmo del declino sia delicato, fino a che anche l'economia statunitense non prenderà a peggiorare».

Le valutazioni, pur essendo un po' rientrate, non sono comunque eccessivamente rassicuranti: il P/E forward dell'S&P 500 è attualmente 16,6, a fronte di una media degli ultimi cinque anni di 16,2 e di 14,4 nei passati 10. In pratica è comunque difficile pensare a fenomeni di rerating: le prospettive dell'equity più importante e diversificato del pianeta sono affidate alla super-crescita degli utili. Se qualcosa dovesse andare minimamente storto da questo punto di vista, non è improbabile che le conseguenze si farebbero sentire, come sottolineano anche Leon Cornelissen e Peter van der Welle, di Robeco: «Le previsioni dei profitti negli Usa sembrano più vulnerabili, considerata la crescita attesa degli utili per azione di quasi il 15% nei prossimi 12 mesi e dato il contesto caratterizzato da un dollaro più forte e da un mercato del lavoro che va stringendosi sempre più rapidamente».

POSSIBILI DELUSIONI



Stewart Robertson,
senior economist di
Aviva Investors

L'attenzione a possibili delusioni provenienti dai risultati delle corporate statunitensi su cui si sono riversate aspettative elevatissime viene evidenziata anche da **Stewart Robertson, senior economist di Aviva Investors**: *«Il quadro macroeconomico generalmente positivo dovrebbe fare sì che i profitti aziendali continuino a essere ben supportati nel 2018 e anche oltre. Tuttavia gli analisti tendono spesso a diventare eccessivamente ottimisti per poi essere costretti a tornare sui propri passi. Il rischio maggiore di vedere una simile esuberanza c'è negli Stati Uniti, dove vi sono le più ampie possibilità di essere delusi».*



Fabrizio Santin, di
Pictet Asset Management

Il commento dei due executive di Robeco introduce il primo dei due rischi maggiori che oggi un investitore sui mercati americani si trova a gestire, ossia l'inflazione: il dato americano è in ascesa, come pure le aspettative di lungo periodo e l'aumento dei salari. Questi ultimi, però, a causa del mini-shock petrolifero a malapena riescono a stare dietro alla crescita dei prezzi. Non è incredibile pensare che, con un mercato del lavoro così forte, si arrivi a maggiori richieste di aumenti che potrebbero quindi andare a riflettersi sul dato dell'inflazione core. Di fronte a un fenomeno del genere non

è incredibile pensare che la Federal Reserve, finora in linea con le attese degli investitori (quest'anno dovrebbero essere decisi altri due aumenti dei Fed Funds, che così arriverebbero al 2,5%), di fronte a un'accelerazione possa decidere di picchiare un po' più duro. Il quadro del comportamento delle autorità monetarie viene ben sintetizzato da **Fabrizio Santin, di Pictet Asset Management**: *«La Fed di Powell è diventata più "data dependent" e meno centrata sulla "forward guidance": rispetto al passato vale meno l'impegno a lungo termine, mentre vi è più attenzione sull'andamento dell'economia sulla "main street". L'ultima conferenza è stata particolarmente interessante in questo senso. La conseguenza è che la volatilità sui tassi d'interesse sembra destinata ad aumentare. Il ciclo di rialzo vede due nuovi ritocchi previsti dalla Fed entro il 2018 e tre per il 2019; da lì in poi le attese sono sostanzialmente stabili, poiché il mercato stima che si manifesterà il graduale esaurimento del ciclo economico».*

LA GUERRA COMMERCIALE

Per il momento, dunque, tutto in linea con quanto apprezzato nei corsi degli asset, con però la possibilità di incertezze e di volatilità, sui si va a sommare il secondo grosso problema, ossia la possibile guerra commerciale dichiarata a quasi tutto il mondo. È vero, infatti, che se dovessimo fare una classifica di chi è maggiormente esposto a queste incognite al primo posto troveremmo il Far East e a seguire l'Europa, ma è altrettanto fuori discussione che da un rallentamento e da una accresciuta incertezza globale non hanno da guadagnare neppure le aziende statunitensi, tanto che comunque intorno a metà giugno, quando la questione è riesplora, l'equity locale ha messo a segno sei sessioni negative di fila, fatto che non succedeva da marzo. Anche in questo caso a danneggiare i mercati degli asset rischiosi vi è un'aura di incertezza di difficile gestione, come ricorda **Stewart Robertson, di Aviva Investors**: *«Con Trump c'è sempre il rischio di arrivare a soluzioni sub-ottimali, se non peggio. L'introduzione di*

tariffe aumenta sempre la possibilità di misure di rappsaglia che potrebbero portare a una vera e propria guerra commerciale. Attualmente un simile scenario indubbiamente si è avvicinato con l'ultimo G-7 in Canada che non ha certo aiutato. Il contesto è mutato passando da un ambiente caratterizzato da amicizia e relazioni costruttive a uno fatto di conflitti e insularità. Se si permettesse a questi sviluppi di continuare, vi sarebbero danni per tutte le parti coinvolte. Al momento riteniamo che una guerra commerciale verrà evitata, il rischio però è chiaramente più elevato rispetto a quanto lo sia stato da molti anni a questa parte».



Jason Borbora,
assistant portfolio
manager del Global
Multi-Asset Income
Fund di **Investec Asset
Management**

Di fronte a tutto ciò vale la pena, anche nel caso della propria esposizione americana, effettuare un minimo di de-risking per potere passare qualche mese più tranquilli in attesa di schiarite nella situazione. Come nel caso dell'Europa, probabilmente avrebbe senso optare per un approccio di tipo barbell, particolarmente indicato per gli Usa. Con ciò si intende il posizionamento su diversi temi growth, di cui notoriamente il listino locale è ricco, accompagnato però da investimenti nel reddito fisso a rischio molto limitato. È questa la scelta di **Jason Borbora, assistant portfolio manager del Global Multi-Asset Income Fund di Investec**

Asset Management: «Compressivamente riteniamo

appropriato un bias positivo nei confronti degli asset dalle caratteristiche growth, particolarmente se si considera che, dopo la recente debolezza di mercato, sia il sentiment degli investitori, sia le valutazioni hanno mostrato una certa correzione. In ogni modo manteniamo un livello relativamente elevato di esposizione ad alcuni investimenti difensivi altamente selezionati, per fornire un maggiore equilibrio al nostro portafoglio, dato il rischio di ritiro della liquidità da parte delle banche centrali».

Anche sul concetto di growth vale la pena fare un ragionamento per capire come orientarsi in questo ambito per potere limitare le potenziali perdite nelle fasi di ribasso. In aiuto arriva **Matthew Benkendorf, chief investment officer della boutique Quality Growth di Vontobel Asset Management:** «Nei nostri portafogli quality growth, inclusi gli Usa, evitiamo di essere vincolati dal benchmark, il che ci porta ad avere posizioni spesso concentrate su alcuni titoli verso cui abbiamo un'elevata convinzione. Infatti riteniamo che i vantaggi derivanti da questo approccio più compensino ampiamente la minore diversificazione cui andiamo incontro. Nello specifico cerchiamo aziende in grado di generare sul lungo periodo una forte crescita dei profitti e una bassa volatilità di questi, il che permette di sovraperformare nelle fasi di significativo calo dei mercati. Il tutto comunque stando attenti alle valutazioni. Tutto ciò ci porta ad avere fra le 10 posizioni più importanti sull'azionario americano aziende come Berkshire Hathaway, Pepsico, Visa e Mastercard, oltre ad Amazon e Alphabet».

Dunque, in conclusione, questo non è certo un brutto momento per gli Stati Uniti, ma la volatilità e le incertezze, che consigliano di adottare comunque qualche precauzione, non mancano neppure nel migliore mercato del mondo.

Condividi su      