



**MONTE
DEI PASCHI
DI SIENA**
BANCA DAL 1472



Weekly Focus Mercati Finanziari

2 luglio 2018

a cura del Settore Ricerca
e Informativa Finanziaria

IL QUADRO

- Una **prima metà dell'anno** costellata da performance tutt'altro che esaltanti è passata e sarà difficile che venga rimpiainta dagli investitori
- Una *de-escalation* sulle politiche commerciali USA è necessaria per catturare il valore che si sta creando negli **assets dei paesi emergenti**

La **prima metà dell'anno** è passata e sarà difficile che venga rimpiainta dagli investitori. La tabella in fondo a questo documento nella colonna "da inizio anno" vede una chiara prevalenza di performance negative attraverso tutte le asset class. Con le aspettative sulla crescita globale e degli utili societari che si mantengono solide, seppur in declino, l'azione dei prezzi sta creando meccanicamente aree di valore (gli emergenti di cui si tratta sotto ne sono un esempio) che per essere catturate hanno bisogno di un flusso di notizie almeno non-negativo su alcuni fronti (politiche commerciali USA in primis).

La seconda parte dell'anno si apre con un **calendario di dati** macro piuttosto interessante negli USA, con l'indice ISM e il rapporto sul mercato del lavoro di giugno in uscita, mentre nell'area euro si completa il quadro degli indici PMI di giugno.

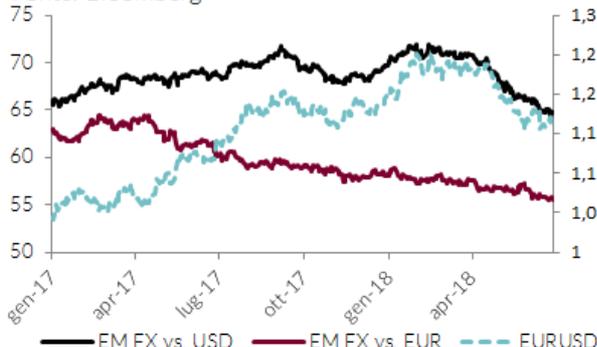
MERCATI EMERGENTI: NECESSARIA UNA *DE-ESCALATION* SULLE POLITICHE COMMERCIALI USA

L'**ambiente macro e di mercato** non è stato facile per i paesi emergenti nella prima metà dell'anno. Sul fronte **macro**, le tensioni commerciali e la fase di rialzo dei tassi della Fed hanno prodotto un declino delle aspettative di crescita, in particolare per i paesi dell'America latina. Per quanto riguarda i **mercati**, dall'inizio dell'anno l'indice della valute emergenti ha ceduto circa il 7% vs. USD (vs. EUR il calo è stato limitato al 4%, grazie al contemporaneo deprezzamento dell'EURUSD) mentre quello dei bond (in valuta forte) circa il 1%. L'MSCI paesi emergenti è giù di quasi il 10% da inizio anno contro performance comprese tra il +2% e il -2% per i maggiori mercati avanzati. Dopo il declino visto a cavallo tra gennaio e febbraio e il recupero successivo, i paesi emergenti, a differenza dei mercati avanzati, hanno continuato il loro declino.

2

Indici FX emergenti e euro-dollaro (scala dx)

Fonte: Bloomberg



MSCI emerging markets

Fonte: Bloomberg



Una molteplicità di fattori ha giocato a sfavore degli emergenti, ma **tre fattori** in particolare hanno determinato la cattiva performance:

1. la fase restrittiva della Fed che ha contribuito a determinare l'aumento dei rendimenti USA, con la salita del decennale in area 3% che ha trascinato al rialzo tutta la struttura dei rendimenti emergenti
2. la politica commerciale USA che in ultima analisi colpisce in misura maggiore proprio i paesi emergenti, primi beneficiari dell'era della globalizzazione e dell'abbattimento delle frontiere (almeno per le merci)
3. una serie di elementi idiosincratici che hanno colpito alcuni importanti paesi (Brasile, Turchia, Messico, Argentina)

La stabilizzazione dei rendimenti USA, unita alla minore influenza esercitata dagli elementi idiosincratici, grazie per esempio a mosse di politica monetaria (Turchia) e programmi di stabilizzazione (Argentina), ha permesso di **recuperare solo negli ultimi dieci giorni una postura più equilibrata** per gli asset emergenti.

La debolezza nel corso della prima metà dell'anno si è sviluppata nonostante una serie di **fattori positivi** per l'asset class:

- Il differenziale dei rendimenti reali a 10y tra paesi emergenti e avanzati è al suo valore più elevato dal 2011-12
- Le curve dei rendimenti (differenziale tra rendimenti a 10 e 2 anni) rimangono molto ripide
- Le valutazioni dei tassi di cambio reali degli emergenti si trovano vicine ai minimi vs. USD (meno vs. EUR)
- Sul fronte dei conti con l'estero, il quadro sui saldi di parte corrente degli emergenti è incoraggiante

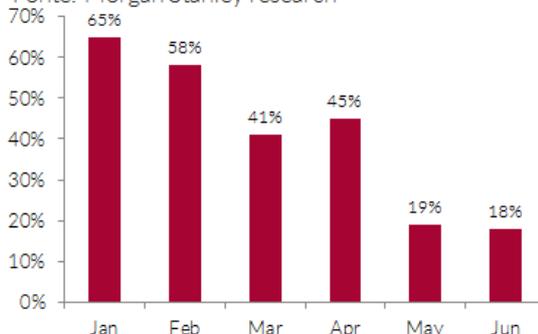
3

Due ulteriori **elementi di attenzione** sono:

- Le **fuoriuscite di capitale** dall'asset class sono in corso, ma rimangono modeste, soprattutto se confrontate con i robusti afflussi degli ultimi anni. Nonostante la relazione tra flussi e performance sia molto più tenue di quanto comunemente creduto, è evidente che, al margine, fuoriuscite di capitali significative potrebbero giocare un ruolo negativo
- La **performance dei fondi EM** è stata estremamente povera, con una proporzione decrescente di fondi in grado di battere il benchmark: a giugno solo il 18% dei fondi batteva il benchmark di riferimento da inizio anno.

Fondi EM globali: % che batte il benchmark da inizio anno

Fonte: Morgan Stanley research

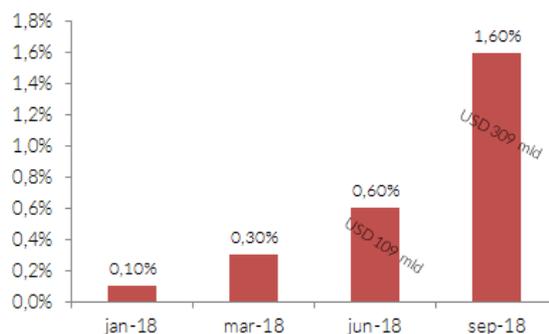


Il **punto critico**, attorno a cui ruota la possibilità per gli investitori di catturare il valore che si sta creando, è la *de-escalation* sul tema politiche commerciali USA. In particolare, qualsiasi azione che danneggi l'economia cinese, danneggia *pari passu* tutto il complesso degli emergenti più di quanto danneggi gli USA o l'Europa.

Sinora, nonostante il clamore sul tema, sommando tutte le tariffe già in vigore e annunciate (in particolare le tariffe annunciate per settembre su ulteriori USD 200 mld di importazioni USA, ma escludendo le possibili tariffe sulle importazioni di auto possibili per novembre), solo **circa l'1,6% del commercio mondiale sarà soggetto a tariffe**.

Commercio mondiale: percentuale impattata da tariffe USA

Fonte: United States Trade Representative



Il problema è che il mercato prevedibilmente si comporta come se questa percentuale sia destinata inesorabilmente a salire nei prossimi trimestri e, da gigantesco meccanismo anticipatore quale è, attribuisce una certa probabilità ad uno scenario in cui questo diventerà un **problema macro globale**. Dal momento che il flusso di notizie su questo tema rimarrà estremamente volatile ma, al netto, negativo, non è affatto chiaro che le valutazioni degli emergenti abbiano già raggiunto un punto di minimo.

INDICI AZIONARI	29/06/18	1 settimana	1 mese	variazioni in %		
				da inizio anno	6 mesi	12 mesi
S&P500	2.718	-1,3%	1,1%	1,7%	1,7%	12,3%
Euro Stoxx	377	-1,5%	-1,2%	-2,2%	-2,2%	0,5%
FTSEMIB	21.626	-1,2%	1,3%	-1,0%	-1,0%	4,5%
Nikkei	22.305	-0,9%	-0,2%	-2,0%	-2,0%	10,3%
MSCI paesi emergenti	1.070	-1,7%	-5,0%	-7,7%	-7,7%	5,5%

INDICI OBBLIGAZIONARI						
	29/06/18	1 settimana	1 mese	da inizio anno	6 mesi	12 mesi
Euro Government	737	0,5%	1,3%	0,5%	0,5%	1,6%
Italy Government	461	0,4%	3,9%	-2,8%	-2,8%	-1,2%
Euro Corporate	294	-0,3%	-0,2%	-0,6%	-0,6%	1,1%
Euro High Yield	299	-0,9%	-0,2%	-1,7%	-1,7%	0,8%

RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI	29/06/18	1 settimana	1 mese	variazioni in punti base		
				da inizio anno	6 mesi	12 mesi
Bund 10y	0,30	-4	4	-13	-13	-15
Btp 10y	2,68	-1	-48	66	66	53
US Treasury 10y	2,86	-3	8	45	45	59

FX	29/06/18	1 settimana	1 mese	variazioni in %		
				da inizio anno	6 mesi	12 mesi
EURUSD	1,168	0,3%	1,2%	-2,7%	-2,7%	2,1%
EURJPY	129,4	0,9%	3,1%	-4,4%	-4,4%	0,8%
EURGBP	0,885	0,7%	1,6%	-0,4%	-0,4%	0,6%
Indice valute emergenti vs. USD*	64,5	-0,9%	-2,3%	-7,3%	-7,3%	-6,2%

Fonte Bloomberg; dati al 29/06/18 - * Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento delle valute emergenti vs USD

LA SETTIMANA IN BREVE

- **Mercati azionari:** la prima metà dell'anno si chiude con una settimana negativa in generale e pesantemente negativa per gli emergenti
- **Mercati obbligazionari:** governativi poco mossi; lo spazio high yield continua a soffrire con rendimenti e spread (quasi uguali dato il basso livello dei rendimenti core) che toccano nuovi massimi nell'anno
- **FX:** Uno splendido esempio di come quando le aspettative sono basse, una marginale sorpresa positiva può avere effetti rilevanti: l'**EURUSD** si è apprezzato di circa l'1% nella seconda parte della settimana a seguito dell'accordo insperato raggiunto al vertice dei capi di stato UE sui migranti. Grazie a questo mini-rally, l'area 1,1550, che ha contenuto il deprezzamento sinora, rimane inviolata.

High Yield Area Euro: rendimento e spread

Fonte: Bloomberg



DISCLAIMER

Il presente documento (il "Weekly" o semplicemente il "Documento") è redatto e distribuito da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. ("Banca Monte dei Paschi") in forma elettronica ai propri Clienti.

Banca Monte dei Paschi è società appartenente al Gruppo Montepaschi e intermediario autorizzato ai sensi di legge.

Il Documento è indirizzato esclusivamente al destinatario e non può essere riprodotto in nessuna sua parte né può essere introdotto o inserito in archivi o siti internet o trasmesso, distribuito o comunicato a soggetti terzi diversi dall'originario destinatario in qualsivoglia forma o modo.

Il Documento è destinato esclusivamente alla consultazione da parte della clientela di Banca Monte dei Paschi e viene diffuso per mera finalità informativa ed illustrativa; esso non intende in alcun modo sostituire le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del Documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione per conto proprio o in qualità di mandatari. Pertanto il destinatario dovrà considerare la rilevanza delle informazioni contenute nel Documento ai fini delle proprie decisioni, alla luce dei propri obiettivi di investimento, della propria esperienza, delle proprie risorse finanziarie e operative e di qualsiasi altra circostanza.

Le informazioni ed i dati contenuti nel presente Documento si basano su fonti ritenute affidabili ed elaborate in buona fede alla data di redazione dello stesso, tuttavia Banca Monte dei Paschi non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Qualsiasi riferimento diretto ed indiretto ad emittenti o titoli non è, né deve essere inteso, quale offerta di vendita o acquisto di strumenti finanziari di qualsiasi tipo.

Le informazioni ed i dati contenuti nel presente Documento non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o una raccomandazione, una sollecitazione né un'offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzata/o alla sottoscrizione alla vendita, all'acquisto, allo scambio, alla detenzione o all'esercizio di diritti relativi a prodotti e/o strumenti finanziari e/o a qualsiasi investimento in emittenti in esso eventualmente menzionati. Esse non configurano consulenza, e non possono essere in alcun modo considerate come una raccomandazione personalizzata ovvero come prestazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti da parte della Banca Monte dei Paschi, in quanto il Documento e le informazioni in esso contenute non sono stati redatti tenendo conto delle caratteristiche, della situazione finanziaria e degli obiettivi specifici dei soggetti cui gli stessi sono trasmessi.

Banca Monte dei Paschi e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi, i relativi amministratori, rappresentanti, funzionari, quadri o dipendenti, non possono essere ritenuti responsabili per eventuali perdite determinate dall'utilizzo del presente Documento.

Si avverte inoltre che Banca Monte dei Paschi e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi, gli amministratori e/o rappresentanti e/o le rispettive persone ad essi strettamente legate, possono avere rapporti di natura bancaria e finanziaria con eventuali emittenti qui citati ovvero avere interessi specifici con riferimento a società, strumenti finanziari o operazioni collegate al presente Documento.

A titolo meramente esemplificativo Banca Monte dei Paschi e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi possono svolgere attività d'investimento e d'intermediazione, avere rapporti partecipativi diretti ed indiretti con emittenti qui menzionati e prestare ad essi servizi di consulenza; inoltre, con particolare riferimento agli strumenti finanziari eventualmente citati, esse possono altresì svolgere attività di "prestito-titoli", sostenerne la liquidità con attività di "market making" su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi di scambi organizzati. Banca Monte dei Paschi e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi potrebbero strutturare titoli ed operazioni con rendimenti collegati a parametri e strumenti finanziari qui menzionati.

Si specifica che l'elenco dei potenziali conflitti d'interesse indicati può non esaurire il complesso dei conflitti stessi; per ulteriori approfondimenti sulla politica di gestione dei conflitti d'interesse adottata dalla Banca si rinvia alla specifica informativa messa a disposizione della clientela e degli investitori ai sensi della disciplina vigente.

Per quanto non riprodotto nelle presenti Avvertenze, si fa espresso rinvio a quanto riportato nel sito internet www.mps.it ed alle condizioni del servizio eventualmente prestato con l'invio del Documento.

Procedendo alla lettura di questo documento, si accettano automaticamente le limitazioni e le avvertenze precedentemente riportate.