

# ORIENTAMENTI E STRATEGIE

NEWSLETTER MENSILE

N° 198  
FEBBRAIO 2019

Redazione conclusa  
in data 08/02/2019



## GRAZIE FED...

I mercati finanziari, dopo il peggior dicembre da più di dieci anni a questa parte, vivono ora uno dei migliori mesi di gennaio: +7,87% per l'indice S&P500 dopo -9,18% in dicembre, +15,04% per il prezzo del barile di petrolio dopo -8,36% in dicembre, con comportamenti simili per la maggior parte degli Asset rischiosi.

Il cambiamento di tono della Federal Reserve ha avuto un peso preponderante in questo cambiamento di sentiment del mercato, come era d'altra parte già avvenuto in settembre e dicembre. Osservando la situazione con un po' di distacco, potremmo d'altra parte considerare che la Fed ha spento l'incendio da essa stessa appiccato in settembre, quando diceva di volersi spingere "ben al di là del tasso neutro".

In ogni caso, le dichiarazioni estremamente accomodanti di Jerome Powell e di tutti i rappresentanti della Fed, soprattutto per quanto riguarda la riduzione del bilancio, hanno ampiamente contribuito a rassicurare i mercati. Questi ultimi possono tranquillamente riprendere la propria attività, poiché il prossimo rialzo dei tassi non avverrà, nella migliore delle ipotesi, prima della fine del primo semestre.

Un altro fattore da prendere in considerazione per comprendere il comportamento degli investitori in gennaio è senza dubbio la loro "reazione eccessiva" durante il quarto trimestre del 2018, in particolare a fine anno, con mercati diventati poco liquidi. Una risposta alle strategie sistematiche, che amplificano le oscillazioni dei mercati? O si è trattato di una capitolazione degli investitori istituzionali e privati dopo una fase di rialzo storicamente lunga delle azioni statunitensi? Qualunque siano i motivi del fenomeno, tutti gli indicatori da noi seguiti evidenziano che i flussi indirizzati verso gli attivi non rischiosi (obbligazioni di Stato "core", monetario) sono stati storicamente molto significativi a fine anno e spiegano in parte il rimbalzo registrato in gennaio.

Altri fattori, più fondamentali, hanno d'altronde consentito a questo rimbalzo di proseguire.

Le pubblicazioni di risultati, già numerose negli Stati Uniti, sono rassicuranti e rivelano utili generalmente superiori del 70% alle attese degli analisti, ossia un dato prossimo alle medie storiche. Questo dato deve essere relativizzato, dato il forte ridimensionamento delle attese rilevato in precedenza, ma è comunque globalmente rassicurante e allontana lo spettro del crollo degli utili temuto da alcuni osservatori.

Allo stesso modo, gli indicatori di attività pubblicati di recente negli Stati Uniti hanno contribuito a rassicurare gli investitori, evidenziando le scarse probabilità di una recessione a breve termine.

Ora che i mercati sembrano aver corretto i propri eccessi, quale sarà il miglior atteggiamento da adottare? La situazione ci sembra sempre favorevole agli investimenti nei mercati emergenti. I premi per il rischio restano elevati, il posizionamento degli investitori è abbastanza debole e il rischio di un significativo apprezzamento del dollaro sembra piuttosto improbabile, tenuto conto delle ultime dichiarazioni della Federal Reserve. Confermiamo inoltre la nostra visione positiva sulle prospettive del Portogallo e della Spagna, nonché sulle previsioni relative all'inflazione statunitense.



LA FRANÇAISE  
investing together



# SUL FRONTE DEI TASSI...

## LA FED FA UNA PAUSA, LA BCE ATTENDE CON PAZIENZA

In questo inizio d'anno, la Fed ha manifestato un ampio sostegno agli attivi rischiosi che, in grande maggioranza, hanno cancellato le perdite accumulate in novembre e dicembre. In effetti, nel suo discorso di inizio gennaio e in seguito durante l'ultimo FOMC, Jerome Powell si è mostrato chiaramente disponibile ad una riduzione meno aggressiva del bilancio della Fed, attualmente attestata su un ritmo di 50 miliardi di dollari al mese. Rispetto ai comitati precedenti, la Fed ha moderato i toni, a causa delle incertezze e nonostante un relativo miglioramento delle condizioni finanziarie osservabile a fine gennaio. Nel suo comunicato del 30 gennaio, il Comitato ha descritto l'attività economica statunitense come "solida" (e non più "forte"). Ha altresì sottolineato che sarà "paziente nel porre in essere i suoi futuri aggiustamenti monetari". Una pausa non prevista sull'indice d'inflazione seguito dalla Fed (Core PCE) ci fa propendere per una ripresa della stretta monetaria più tardi nell'anno.

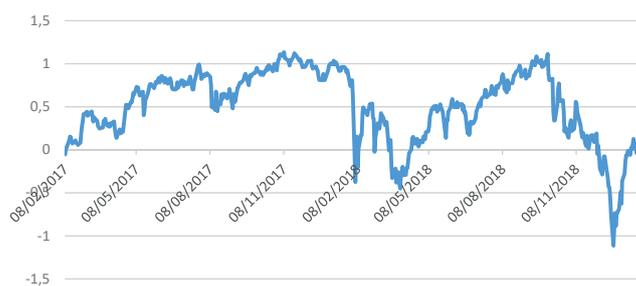
I governatori della BCE hanno optato per una posizione di attesa, fino alla stima delle nuove previsioni economiche del marzo prossimo, in modo da poter meglio giudicare la persistenza delle incertezze economiche che pesano sull'attività dell'Eurozona, ormai orientata al ribasso.

In questo contesto, che dimostra come l'uscita dalla politica monetaria ultra-accomodante sia per le Banche Centrali un esercizio complesso, la ricerca di rendimento resta per gli investitori più che mai di attualità. Le scelte si orientano in particolare verso le classi di attivi emergenti, il credito High Yield, il debito finanziario subordinato e i debiti periferici a lunga scadenza.

Questa corsa verso i rendimenti è tuttavia temperata da numerosi rischi, fra cui spiccano il rallentamento macroeconomico e il rischio politico nell'Eurozona, nonché la pubblicazione il 17 febbraio delle raccomandazioni del Governo statunitense su un accordo commerciale di ampio respiro relativo ai settori dell'automobile e agricolo e un trattamento standardizzato degli investimenti in ingresso... Restiamo quindi in attesa di nuovi sviluppi.



**Indice delle condizioni finanziarie US**  
(Fonte: Bloomberg)



## ... E SUL FRONTE DELLE AZIONI PREZZI IN RIALZO IN UN CONTESTO OSTILE

Netto rimbalzo delle azioni dopo una fine d'anno dolorosa! Dal punto di minimo del 24 dicembre 2018, il mercato statunitense (S&P500) registra un rialzo di quasi il 17%, mentre i mercati europei (Stoxx600 o Eurostoxx300) e i mercati emergenti crescono di circa +9%. L'indice S&P500 è ad appena il 7% dal suo punto di massimo di settembre scorso (2930,75).

Eppure, questa progressione è avvenuta in un contesto contraddittorio, se non ostile, che ha giustificato l'idea che la correzione del 4° trimestre 2018 sia stata eccessiva. Oltre il profit warning di Apple (-9,7%, il 3/1), il contesto resta in effetti severo:

i) l'economia mondiale mostra segni di rallentamento, non solo in Europa ma anche negli Stati Uniti (anche se la durata dello "shutdown" dell'amministrazione statunitense ha limitato la pubblicazione di dati statistici, questa tendenza è rilevabile dai *leading indicator* di più recente pubblicazione);

ii) le attese di crescita degli utili delle aziende sono riviste al ribasso. Queste attese sono state approssimativamente dimezzate, passando da circa +10% a +5 % per il 2019, per l'insieme dei mercati sviluppati;

iii) i rischi politici - che si tratti dell'esito della Brexit, degli equilibri politici dell'Unione Europea alla vigilia delle elezioni o dei negoziati commerciali sino-americani - continuano a minacciare l'attività economica e gli scambi commerciali mondiali.

Come l'accelerazione del ribasso, il rimbalzo - almeno tecnico - dei mercati di questo inizio anno si è tradotto in un ritorno ad un atteggiamento conciliante della Federal Reserve e delle dichiarazioni del suo presidente Jerome Powell, che il 4 gennaio ha sottolineato la debolezza dell'inflazione e la volontà della Fed di adeguare la sua politica monetaria "con rapidità e flessibilità". Va inoltre sottolineato che il peso delle tensioni politiche era ampiamente riflesso dal calo dei prezzi di mercato e che i governi cinese e statunitense sono entrati in una fase di trattative più "costruttiva".

Osservando più da vicino le variazioni di questo inizio d'anno in Europa, rileviamo che: le materie prime e il petrolio rialzano la testa, dopo gli eccessi di fine 2018; i tassi di interesse sono in calo e permettono in particolare la buona tenuta del settore immobiliare (+10,7 %); i settori ciclici registrano un rimbalzo, che si tratti delle materie prime (+12,4%), dell'automobile (+11,6%) o dei titoli industriali (+7,7%); la distribuzione (+11,3%) rimbalza dopo il suo crollo di dicembre (-8 %) e dopo il livello rassicurante delle vendite natalizie. Viceversa, i valori difensivi sottoperformano e il settore telecom è perfino in calo di -2,4% dopo la significativa sovraperformance dei tre mesi precedenti.

L'ampiezza del rimbalzo di gennaio, che ha colto di sorpresa molti investitori, non indica una tendenza per i prossimi mesi. Conserviamo quindi la prospettiva di un mercato senza un trend dominante e volatile per tutto l'arco dell'anno. La stagione delle pubblicazioni dei risultati per l'esercizio 2018 è iniziata e anche se si rilevano performance logicamente contrastanti, le reazioni sono meno epidermiche che a fine anno, a dimostrazione del fatto che i mercati erano allora in preda a un eccesso di pessimismo, se non di panico.

In questi mercati volatili e in un contesto di rallentamento economico, continuiamo a privilegiare le aree di crescita nei segmenti della tecnologia, dell'economia digitale, del consumo, come le tendenze a lungo termine legate alle mutazioni dell'economia, orientata verso l'elettrificazione, la diminuzione dell'intensità energetica e la riduzione delle emissioni di diossido di carbonio. Contemporaneamente, limitiamo l'esposizione dei portafogli dopo questa fase di crescita, in quanto i mercati azionari potranno mancare di carburante per proseguire questa forte dinamica rialzista.



**LA FRANÇAISE**  
investing together

128, bd Raspail 75006 Parigi - Francia  
Tel. +33 (0)1 44 56 10 00  
Fax +33 (0)1 44 56 11 00  
480 871 490 RCS PARIS

[www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)

Periodico pubblicato da La Française,  
"Société anonyme" con consiglio di  
gestione e consiglio di sorveglianza, con  
capitale di € 78.836.320 - RCS: 480.871.490  
**Direttore responsabile:**  
Laurent Jacquier Laforge e Jean-Luc Hivert  
**Direttore della redazione:**  
Caroline Babouillard  
**Redattore capo:** Marion Lévêque  
**Progetto grafico:** Wanda Le Sauze