

# ORIENTAMENTI E STRATEGIE

NEWSLETTER MENSILE

N° 199  
MARZO 2019

Redazione conclusa  
in data 08/03/2019



## RISCHI POLITICI IN CALO...

Febbraio appare relativamente sereno e consente il protrarsi del rimbalzo osservato in gennaio, con mercati azionari in crescita, tassi governativi leggermente più elevati e mercati del credito che evidenziano una netta rimonta.

Negli Stati Uniti, la crescita nel T4 si è rivelata sorprendentemente positiva, con +2,6% su trimestre mobile, nonostante il calo più significativo nell'ultimo decennio del dato relativo alle vendite al dettaglio, pari a -1,2% in dicembre. Gli indicatori sono orientati per il momento verso un leggero rimbalzo nel T1, grazie a una produzione industriale robusta e a un aumento dell'indice PMI Service.

Anche i dati dell'eurozona mostrano un leggero recupero, con indici PMI dei servizi e composite rispettivamente pari a 52,8 e 51,9. La tendenza al ribasso registrata da un anno mostra i primi segni di inversione? È ancora troppo presto per saltare alle conclusioni, ma sembra che il punto di minima della congiuntura europea sia ormai alle nostre spalle, in parte grazie alle diverse misure di rilancio adottate in vari paesi.

I dati cinesi non evidenziano alcuna ripresa ma non manifestano comunque segni di peggioramento. I vari piani di rilancio annunciati dal governo cinese iniziano a dare i primi risultati (nuovi prestiti in aumento) ma per una visione completa degli effetti concreti bisognerà attendere ancora qualche mese.

Rassicurati da un quadro congiunturale macroeconomico in leggero miglioramento, i mercati hanno accolto con entusiasmo i progressi positivi ottenuti rispetto ad alcune delle attuali problematiche politiche.

Il presidente Trump ha in effetti annunciato il rinvio dell'aumento dei dazi, senza fornire tuttavia ulteriori informazioni sulla nuova scadenza. "Sarebbero" stati fatti sforzi significativi sulla problematica del trasferimento di tecnologie e della protezione della proprietà intellettuale. Scoop o fake news? Il mercato ha scelto di credere alla notizia e anticipa fin d'ora il successo delle trattative, con una conseguente abrogazione dei dazi già istituiti.

Anche sul panorama inglese si intravede una schiarita, con l'annuncio di un voto parlamentare sull'accordo negoziato da Theresa May: lo scrutinio del 12 marzo sarà seguito, in caso di mancato accordo, da una seconda votazione in data 13 marzo su una Brexit "No deal". La seconda tornata sarà seguita da un terzo voto, in caso di mancata approvazione, al fine di prolungare il periodo dei negoziati. Viste le scarse probabilità di un successo dell'accordo esistente o del "No Deal", l'esito più probabile sembra la proroga dei negoziati. Questi "tempi supplementari" dovrebbero tuttavia essere di breve durata.

Infine, e anche se questo ha oggi un impatto minore sui mercati finanziari, la situazione politica italiana sembra volgere a favore della Lega: i risultati delle elezioni regionali sarde hanno infatti confermato un netto cedimento del Movimento 5 Stelle. La vittoria della Destra in Sardegna segue di due settimane un successo simile in Abruzzo. Qualora l'attuale coalizione non dovesse sopravvivere ai prossimi mesi, la Lega sembra oggi nella posizione ideale per formare un governo con i suoi alleati storici. Questa svolta sarebbe una notizia verosimilmente positiva per gli asset italiani.

In questo contesto, confermiamo la nostra preferenza per gli attivi emergenti, anche se abbiamo deciso di realizzare utili sugli asset cinesi, in significativa progressione dall'inizio dell'anno. Restiamo anche positivi sulla Spagna, il Portogallo e i subordinati finanziari. Le previsioni d'inflazione europee ci sembrano sempre troppo contenute, in relazione alle recenti oscillazioni del greggio.



LA FRANÇAISE  
investing together



# SUL FRONTE DEI TASSI...

## IL PRIMO AT1 SENZA ESERCIZIO DI CALL

Con una decisione senza precedenti, Santander ha annunciato che non avrebbe esercitato l'opzione sul proprio AT1 emesso in euro nel 2014, alla prima data di call!

La banca spagnola ha forse peccato in termini di previsione: a differenza della maggior parte delle altre banche, non ha rifinanziato in via anticipata le sue scadenze di debiti AT1 del 2019. Questa carenza sul piano previsionale non ha probabilmente permesso alla banca di ottenere l'assenso delle autorità di regolazione prima del riscatto: un assenso obbligatorio prima dell'esercizio di ogni call option, per assicurarsi che la capitalizzazione dell'emittente sia sufficiente e che il costo del rifinanziamento sia almeno pari al costo del debito attuale.

Il mancato esercizio del call è stato tuttavia ampiamente anticipato dal mercato, grazie alla differenza degli spread del 2018 (che rendeva l'operazione meno attraente) e a seguito delle precedenti dichiarazioni del CFO dell'istituto. L'impatto è stato quindi trascurabile sia sull'obbligazione di Santander oggetto del mancato esercizio (-1% dopo l'annuncio, poi +0,5% nei giorni seguenti), sia sul mercato degli AT1, che è cresciuto dello 0,2%

### Quali sono le conseguenze di questo annuncio?

L'obbligazione Santander in questione, emessa nel 2014, è callable ogni 3 mesi: la prossima data di call è quindi fissata al 13/03/2019. Sebbene la banca non sia autorizzata dal Regolatore a comunicare le proprie intenzioni in merito al call, noi prevediamo che a questa scadenza l'opzione sarà esercitata: l'obbligazione ci appare infatti scontata, raffrontando i rendimenti del 12,10% (call annualizzato) e del 6,7% perpetuo (alla scadenza) e Santander ha inoltre deciso di emettere precipitosamente un nuovo bond a inizio febbraio.

L'influsso del mancato esercizio non deve essere generalizzato, estendendone la possibilità ai debiti subordinati finanziari AT1 delle altre banche: noi raccomandiamo una gestione caso per caso, in particolare sulla tematica dei call a breve, anche se consideriamo tale rischio moderato. Consigliamo di prestare particolare attenzione alle banche britanniche, le cui obbligazioni arriveranno a scadenza nel 2° semestre 2019, in piena incertezza sulla Brexit... a meno che non sia trovato prima un accordo.

In definitiva, questo evento non avrà avuto conseguenze significative, in un mercato dei debiti subordinati finanziari che continua a crescere in misura significativa dall'inizio dell'anno, sostenuto dai fondamentali solidi delle banche, dall'orientamento accomodante delle banche centrali e dal ridimensionamento di alcuni rischi politici.



1ª

Opzione call  
non esercitata

Santander 6 1/4 perpetuo



## ... E SUL FRONTE DELLE AZIONI TRANSIZIONE E PERFORMANCE, IL CASO DEL SETTORE AUTO

Il febbraio 2019 è stato un altro mese positivo per le azioni mondiali. La crescita dei principali indici dall'inizio dell'anno è infatti compresa fra l'11% e il 12%. Tale incremento è omogeneo e cancella quasi completamente gli effetti della correzione di fine 2018. Un fenomeno che si verifica in un momento in cui gli investitori avevano attivamente ridotto la propria esposizione alle azioni nella fase di calo di fine 2018, restando sottopeso. Va riconosciuto che siamo lontani dall'atmosfera parossistica di dicembre 2018, dominata da rischi politici che minacciavano l'attività economica e il commercio mondiale. La possibilità di guadagnare tempo (Brexit e negoziati sino-americani), associata al tono più conciliante adottato dalle banche centrali, ha sostenuto i mercati. La questione che si pone è quindi quella del rischio di vedere gli investitori sottoesposti tornare sul mercato in ragione della sua performance positiva.

A nostro avviso tale rischio è debole: il mercato tiene conto dell'apparente distensione dello scenario geopolitico; la stagione dei risultati dell'esercizio 2018 conferma il deterioramento delle previsioni di crescita e non è ancora integrata nel consensus; infine, le condizioni macroeconomiche non dovrebbero migliorare prima dell'inizio del 3° trimestre.

Dopo un punto di massimo storico toccato a inizio 2018, seguito da un ribasso del 25%, è interessante concentrarsi sul caso del settore auto, come illustrazione del comportamento del mercato in generale.

Una concorrenza di fattori ha trainato il settore fino ad inizio 2018. Partendo da un punto di minimo (inizio 2009), l'automobile ha generato una crescita di quasi il 12% l'anno, sostenuta da un miglioramento dei margini imputabile a condizioni di credito favorevoli, alla deflazione dei costi, alla riduzione degli investimenti e a un effetto di cambio favorevole per i player europei. Il miglioramento delle condizioni di credito dovuto alle politiche monetarie accomodanti delle banche centrali ha permesso l'aumento del "pricing power" dell'industria auto, con un effetto positivo del 2 - 3%. Questo effetto, abbinato alla debolezza dell'inflazione, ha consentito al settore di portare il miglioramento dei propri margini a livelli storici.

Il 2018 è stato l'anno dell'inversione di tendenza, con uno dei più forti cali dal tempo della crisi finanziaria, con una contrazione di -20%. La performance dei brand automobilistici europei è stata penalizzata sia dalla minaccia della guerra commerciale (rischio di un aumento dei dazi doganali dal 2,5% al 25% per le importazioni europee in USA) con un impatto sugli utili dei costruttori tedeschi stimato fra € 1,7 Bn€ e 2,5 Bn€, sia dall'adozione dei nuovi test sulle emissioni WLTP. Questa modifica della regolamentazione punta ad ottenere emissioni di CO<sub>2</sub> di 95 g/km nel 2021 e poi di 75 g/km nel 2025/30 con un rischio di sanzioni, in caso di mancato rispetto della norma, di 95 € per grammo di CO<sub>2</sub> aggiuntivo. Il rallentamento cinese, la riduzione dei margini e dei cash flow (che in alcuni casi non coprono più i dividendi), ma anche e soprattutto la gestione di una sfida strutturale come la transizione verso i veicoli elettrici, pesano sull'industria auto.

Dal punto di minimo raggiunto a inizio 2019, l'automobile europea ha pienamente accompagnato il rimbalzo del mercato, sovraperformando l'indice globale di quasi il 3%. Le valutazioni attrattive e gli utili 2018 mediamente superiori al consensus hanno sostenuto il rialzo, ma le pubblicazioni dei risultati sono state accompagnate da considerazioni caute. Le aziende del settore prevedono un 2019 incerto e volatile. In questo contesto, i costruttori premium, che beneficiano di un forte "pricing power", sono in migliore posizione rispetto ai player del cosiddetto "mass market": i margini di finanziamento di questi ultimi hanno già iniziato a diminuire, suggerendo un indebolimento della loro capacità d'azione sui prezzi. Le sfide strutturali, le partnership annunciate per l'elettrico e i possibili consolidamenti del settore impongono una maggiore selettività.



**30%**  
Riduzione delle emissioni  
di CO<sub>2</sub>  
entro il 2030



**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:** Sylvia CHADI

Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza in materia di investimenti, una proposta d'investimento o una qualsivoglia incitazione ad operare sui mercati finanziari. Le opinioni formulate riflettono l'opinione degli autori alla data della pubblicazione e possono variare nel tempo. Il Gruppo La Française non potrà essere considerato responsabile, a qualsiasi titolo, per ogni eventuale danno diretto o indiretto derivante dall'uso della presente pubblicazione o delle informazioni in essa contenute. La riproduzione, totale o parziale, la diffusione o la distribuzione a terzi della presente pubblicazione, senza la previa autorizzazione scritta del Gruppo La Française, sono strettamente vietate.