

ORIENTAMENTI E STRATEGIE

NEWSLETTER MENSILE

N° 196
DICEMBRE 2018

Redazione conclusa
in data 10/12/2018



RALLY DI FINE ANNO?

Il prezzo del barile di greggio ha subito in novembre un brusco crollo, con un ribasso del -22% che lo rende il calo peggiore mai registrato in un mese, dall'ottobre 2008.

Una flessione che non è imputabile a timori di recessione o alla crisi sistemica bancaria, ma a una concomitanza di fattori negativi: un calo delle previsioni di crescita, con una conseguente revisione al ribasso della domanda di petrolio; il parziale ammorbidimento delle sanzioni contro l'Iran; l'incremento a sorpresa della produzione statunitense; una produzione saudita record, dopo vari annunci di un imminente ridimensionamento... senza contare il notevole posizionamento speculativo sul greggio. Il contesto di mercato sempre fragile, a causa del contesto politico incerto, è un altro dei motivi del crollo.

Questa oscillazione ha ovviamente provocato un calo dei tassi "core" e dei break-even d'inflazione; questi ultimi hanno sofferto soprattutto nella zona euro, con break-even d'inflazione decennali tedeschi che sono scesi ad esempio di 18 pb nel mese, registrando il calo più importante dall'inizio del 2016.

Il dibattito sulla Brexit continua, dopo l'accordo concluso fra la Commissione Europea e il governo britannico il 25 novembre scorso; la Camera dei Comuni britannica dovrebbe dare il suo parere sull'accordo entro l'11 dicembre. Nel momento in cui scriviamo, è difficile immaginare che il voto possa avere un esito positivo. Theresa May sarà costretta alle dimissioni? Ci saranno nuove elezioni? La Gran Bretagna indirà un nuovo referendum? Continuiamo a pensare che non ci sarà una "Hard Brexit", ma la strada verso una soluzione positiva rischia di essere accidentata.

Alla fine di novembre, gli sguardi di tutti gli investitori erano fissi anche sul vertice del G20, svoltosi in Argentina e dominato da 2 temi principali: le tensioni commerciali fra gli USA e la Cina e le discussioni sulla possibile diminuzione della produzione di petrolio da parte dell'OPEC e della Russia. Per una volta, quest'anno, le attese non sono state deluse:

- ▲ Donald Trump e Xi Jinping hanno siglato una "tregua" di 90 giorni nel conflitto commerciale che oppone i due paesi;
- ▲ l'OPEC e i suoi alleati sarebbero d'accordo su una riduzione della produzione di 1,3 milioni di barili al giorno.

L'ultimo tema di rilievo è il voltafaccia di Jerome Powell: dopo aver affermato, il 3 ottobre, che la politica monetaria era ancora lontana dal tasso di equilibrio (posizione "hawkish"), ha in seguito dichiarato che il target era abbastanza vicino. Questo cambiamento di tono ha ampiamente contribuito a calmare i mercati finanziari.

Un rally di fine anno è quindi immaginabile, soprattutto nell'area degli emergenti (valute, tassi e azioni), principale beneficiaria dei recenti sviluppi e zona che ha maggiormente sofferto nel 2018. Un rally ci sembra possibile anche in Europa, ma dipenderà dalla risoluzione (o meno) delle problematiche politiche.



LA FRANÇAISE
investing together



SUL FRONTE DEI TASSI...

GENERAL ELECTRIC, IL PROSSIMO "FALLEN ANGEL"?

Da più di un mese, General Electric (BBB+) attira l'attenzione dei mercati Investment Grade e High Yield, sia negli Stati Uniti che in Europa.

Lo storico conglomerato statunitense, che aveva raggiunto la più alta valutazione mondiale nel 2001, con una capitalizzazione superiore ai 500 Mld\$, sembra ora giunto a fine ciclo. GE è anche una delle più articolate realtà mondiali, un gruppo operante in una dozzina di settori diversi su scala globale e che dispone di un'importante filiale specializzata nei servizi finanziari, GE Capital, caratterizzata da una struttura complessa e da un considerevole indebitamento.

Con un debito lordo di 115 Mld\$, General Electric è il 10° maggior emittente del segmento Investment Grade statunitense (indice BoA). Al peso del debito vanno aggiunti l'accantonamento di 22 Mld€ costituito dal gruppo per un'inchiesta avviata dalla SEC e le obbligazioni per 12 Mld\$ che giungeranno a scadenza nel 2019. Il sommarsi di questi fattori ha generato forti incertezze sulla situazione dell'azienda, che si sono tradotte in un calo delle obbligazioni da 10 a 20 punti in due mesi, secondo le entità emittenti, e in un dimezzamento del valore delle azioni (-56% da gennaio). Oggi, le obbligazioni del gruppo si scambiano al prezzo di un'obbligazione con rating B (investimento con rating altamente speculativo).

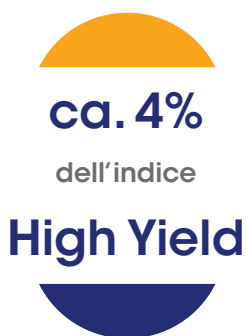
La situazione preoccupa tutto il mercato High Yield, a causa del peso sistemico rappresentato da General Electric. Tenuto conto delle dimensioni del debito, un eventuale passaggio in High Yield, pari a un declassamento di tre livelli, farebbe del gruppo il più grande emittente del settore, con un debito pari al 3,7% dell'indice. I player del mercato concordano sul fatto che il settore High Yield avrebbe grande difficoltà ad assorbire un debito di tali dimensioni.

Nonostante ciò, non ci aspettiamo il passaggio a breve o medio termine di General Electric in High Yield, per diversi motivi:

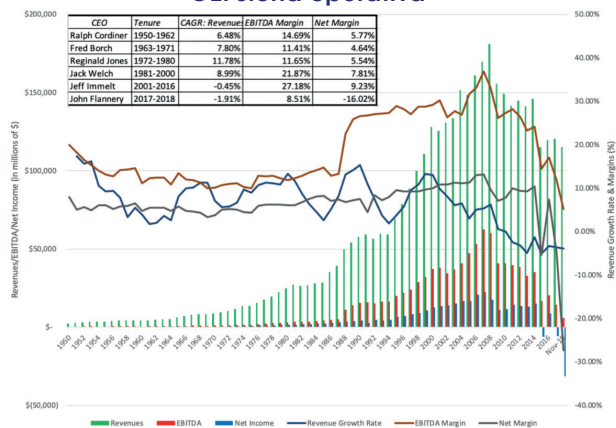
- La maggior parte delle attività di General Electric restano redditizie e il gruppo può e deve ristrutturarsi.
- La capacità di disindebitamento di GE eviterà il passaggio all'High Yield. Il gruppo può ridurre agevolmente il suo indebitamento raccogliendo almeno 20 Mld\$ a breve termine, con varie operazioni: possibile IPO del ramo Healthcare (fino al 40%), vendita della partecipazione in Baker Hughes, taglio del dividendo, ecc.
- Il peso del debito di General Electric nel portafoglio dei fidi e titoli Investment Grade delle cinque maggiori banche di Wall Street può assicurare il sostegno di queste ultime al gruppo ed evitare problemi di liquidità.

Sulla sola linea di credito di 19,8 Mld\$ in scadenza nel 2020, garantita a GE da 6 banche (su un totale di 41 Mld\$ di linee), la quota di Morgan Stanley rappresenta il 6% del suo portafoglio di prestiti Investment Grade, mentre quella di Goldman Sachs è pari al 4%.

Per i motivi finora elencati, abbiamo fiducia nella capacità del gruppo di disindebitarsi sul breve e medio termine e la reazione del mercato ci sembra quindi eccessiva, riflettendo forse soprattutto il clima obbligazionario più teso degli ultimi mesi.



GE: storia operativa



(Fonte: Damodaran)

... E SUL FRONTE DELLE AZIONI DOPO UN G20 COSTRUTTIVO, IL MERCATO RIPRENDE FIATO

La riunione del G20 in Argentina, svoltasi nel primo fine settimana di dicembre, era molto attesa dagli investitori. Il punto focale dell'evento è stato ovviamente la cena fra Xi Jinping e Donald Trump,

Dall'incontro è scaturito un accordo per una tregua commerciale di tre mesi. Il Presidente Trump ha in effetti rinviato l'entrata in vigore dei dazi del 25% sulle merci d'importazione, inizialmente prevista per il 1° gennaio. La Cina, dal canto suo, ha massicciamente ridotto i dazi istituiti sulle auto di produzione statunitense vendute sul suo territorio.

In vista di un accordo a più lungo termine, gli USA vogliono avviare discussioni su tre temi chiave: i furti di proprietà intellettuale, gli ostacoli non tariffari e i trasferimenti forzosi di tecnologia.

Le concessioni della Cina su questi temi potrebbero permettere la conclusione di un accordo a lungo termine.

In questo inizio di dicembre, conserviamo la nostra esposizione alle azioni, principalmente per i motivi seguenti:

- ▲ livelli di valutazione interessanti in varie aree geografiche (in particolare in Europa, Cina e Giappone);
- ▲ un possibile rallentamento del rialzo dei tassi statunitensi, che dovrebbe provocare un indebolimento del dollaro e beneficiare all'economia USA e ai paesi emergenti;
- ▲ flussi significativi di capitali in ingresso negli Stati Uniti e un ritorno degli investitori verso i mercati emergenti;
- ▲ miglioramento (o almeno mantenimento) dei margini delle aziende anche nel 2019.

Restano tuttavia d'attualità numerosi rischi politici. In Europa, la situazione italiana sembra dare segni di distensione, con un governo gialloverde pronto a fare concessioni per ottenere l'approvazione del bilancio da parte della Commissione Europea. Il principale rischio resta la Brexit, con il voto decisivo del Parlamento britannico previsto l'11 dicembre, per approvare l'accordo negoziato con Bruxelles. In caso di mancata approvazione, il Regno Unito potrebbe ritrovarsi in territorio sconosciuto, con il rischio di dirigersi verso una "Hard Brexit".

Infine, anche se il rinvio concesso dall'amministrazione statunitense per negoziare con la Cina ha un'importanza cruciale, non sarà necessariamente sufficiente. È infatti necessario un accordo di lungo termine per evitare un calo brutale degli investimenti in USA. Una ripresa della guerra commerciale peserebbe considerevolmente sull'economia mondiale e sui mercati finanziari. L'ombra dei rischi politici che ha segnato così profondamente il 2018 resterà presente nel 2019 e potrebbe scatenare un'elevata volatilità sui mercati azionari...

-1,8%
Impatto della completa
applicazione
dei dazi statunitensi
sul PIL cinese
nel 2019

(Fonte: FMI)



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

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