

ORIENTAMENTI E STRATEGIE

NEWSLETTER MENSILE

N° 197
GENNAIO 2019

Redazione conclusa
in data 09/01/2019



FINALMENTE UNA BUONA NOTIZIA: IL 2018 È PASSATO...

In dicembre, i mercati finanziari hanno archiviato, con profonde perdite, un anno da dimenticare: -9,18% per l'indice S&P500, il dato peggiore da febbraio 2009, -10% per il barile di petrolio, -30 punti base sui tassi decennali americani, ecc.

Il mese scorso parlavamo della possibilità di un rally nell'area emergente che, pur avendo sovraperformato rispetto alle altre aree (-2,9% per il MSCI EM, indice obbligazionario in valute forti positivo, e apprezzamento delle valute degli EM), non è stata tuttavia immune alle tendenze ribassiste.

Il clima negativo che domina le Borse da qualche mese resta quindi più che mai attuale. È tuttavia legittimo chiedersi se le cause siano identiche. Nella maggior parte dei casi la risposta è sì. Tuttavia, rispetto a qualche settimana fa, quando le preoccupazioni erano soprattutto politiche (US/Cina, Brexit, Italia...), oggi le inquietudini si concentrano prevalentemente sui fondamentali. Il principale interrogativo sembra infatti riguardare la possibile traiettoria della crescita per il 2019. E soprattutto, quali saranno le prospettive statunitensi, dopo i risultati da record del 2018?

Le inquietudini degli investitori sono alimentate da tre temi:

- *"L'impatto positivo delle misure fiscali del Presidente Trump sta per esaurirsi e la crescita US, senza tale stimolo, rischia un significativo rallentamento"*. Condividiamo questa inquietudine solo parzialmente; in effetti, secondo le nostre stime, l'impatto fiscale ha rappresentato una crescita supplementare di circa +0,7% nel 2018 e dovrebbe essere nuovamente positivo nel 2019, con un incremento di circa +0,3% (riduzione delle imposte fino ad aprile 2019 e aumento della spesa federale di 36 Mld nel 2019).
- *"L'appiattimento della curva US annuncia la prossima recessione"*. Anche in questo caso, non condividiamo i timori del mercato; la curva dei tassi può restare piatta per un lungo periodo senza per questo costituire un problema. Secondo noi, va invece tenuta d'occhio la differenza fra il rendimento del capitale e il suo costo, un indicatore che non segnala per ora alcun rischio a breve termine.
- *"Aumentando i tassi in un momento in cui le condizioni finanziarie diventano più tese, la Fed commette un errore di politica monetaria"*. È vero che la Fed, di fronte al violento crollo dei mercati, avrebbe potuto fare una pausa nel ciclo di rialzo dei tassi. Ma è certo che una mossa simile avrebbe richiesto una fase di preparazione. Il Presidente Trump avrebbe dovuto indubbiamente astenersi da qualsiasi commento sulla politica monetaria. Dal nostro punto di vista, l'errore proviene piuttosto dalla comunicazione di Jerome Powell, il quale in ottobre aveva affermato che la Fed si sarebbe spinta ben al di là del tasso neutro.

In linea generale, non siamo fondamentalmente preoccupati per il quadro congiunturale statunitense e mondiale nel 2019. Un rallentamento ci sembra molto probabile, ma escludiamo un crollo. Il fortissimo calo del prezzo del petrolio registrato nell'ultimo trimestre dovrebbe d'altra parte avere un impatto sensibilmente positivo sulle cifre dei consumi, da qui a metà 2019.

Alcuni rischi politici restano invece ben presenti: è il caso in primo luogo della Brexit, con il voto alla Camera dei comuni durante la settimana del 14 gennaio, e dei negoziati commerciali USA/Cina. Per quanto riguarda il primo appuntamento, continuiamo a non credere in una "hard Brexit", mentre ci sembra che i negoziati sui dazi stiano assumendo un tono un po' più costruttivo.



LA FRANÇAISE
investing together



SUL FRONTE DEI TASSI...

RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI 2018: UN BILANCIO CHE SFIDA (ANCORA UNA VOLTA) LE LEGGI DEL CONSENSUS

Per le obbligazioni di Stato, l'ora fatale non è scoccata neppure questa volta. Influenzati dalla rinnovata crescita registrata ad inizio 2018, molti osservatori (noi compresi), avevano annunciato un anno nero per i bond. Nulla di più falso.

Anche nel 2018, le obbligazioni sovrane si sono distinte per i loro rendimenti positivi. L'indice statunitense ha ottenuto una performance di +0,8% in dollari (indice ML-BOA); un risultato paradossale, se si tiene conto della netta accelerazione dell'economia e dei quattro rialzi successivi dei tassi, promessi e puntualmente mantenuti dalla Fed. In Europa, nonostante la flessione degli indicatori di crescita dopo il picco congiunturale dell'ultimo trimestre 2017, la fine del Quantitative Easing della BCE lasciava presagire una futura normalizzazione dei tassi. Eppure, il giacimento dei titoli UE chiude l'anno su una performance di +1% in euro (indice ML-BOA). Quali ostacoli hanno bloccato un meccanismo che sembrava dirigersi senza scosse verso un traguardo prevedibile?

Una lettura facile e sbrigativa potrebbe ricondurre l'andamento dei titoli di Stato a un movimento di ripiegio verso la sicurezza, in un contesto di sfiducia rispetto ad attivi rischiosi e all'accumularsi di motivi di tensione (Donald Trump, Brexit, tensioni commerciali con la Cina, crisi italiana, petrolio, ecc.). Un'analisi più dettagliata rivela tuttavia che il calo delle attese sul piano monetario è la principale variabile a supporto delle oscillazioni dei tassi nel periodo.

Sotto il peso di una netta accelerazione dell'offerta, i prezzi del petrolio sono crollati. Questo movimento ha avuto un impatto notevole sulle variazioni dell'inflazione, con un conseguente crollo delle previsioni d'inflazione.

Anche all'interno della zona euro, si delineano situazioni abbastanza chiare, fra cui spicca la netta sottoperformance dell'Italia nel periodo (-1,4%): un'ulteriore dimostrazione del fatto che il mercato ricompensa raramente le "pecore nere". Il divario in termini di performance è visibile sia con la Spagna (+2,6%) che con il Portogallo (+3,1%). Un altro fattore che attira la nostra attenzione è la performance dei paesi "core" dell'eurozona, Germania in testa (+2,3%), che si sono avvantaggiati del loro status di valore rifugio: il rendimento dell'obbligazione nominale tedesca a 10 anni ha chiuso l'anno su un livello di 0,23%.

Potremmo rapidamente paragonare le oscillazioni del mercato obbligazionario 2018 al movimento di un bilanciario che si è spostato da un estremo all'altro. Dopo aver prefigurato una considerevole accelerazione economica, il mercato prevede ormai un rallentamento brutale. La verità si trova probabilmente da qualche parte fra questi due estremi. Scommettiamo quindi che, nel nuovo anno, il mercato obbligazionario ritroverà una relativa serenità e che la valutazione degli asset tornerà ad essere correlata ai fondamentali.



... E SUL FRONTE DELLE AZIONI

UN INIZIO D'ANNO IN LINEA CON LA FINE DEL 2018

Precursori della fase di correzione registrata nel corso del 2018, i mercati emergenti sono stati immediatamente imitati dagli indici europei e seguiti poi dalla correzione del mercato statunitense, iniziata il 3 ottobre e rivelatasi particolarmente violenta (-24% fra il 3 ottobre e il 24 dicembre). All'inizio di un nuovo anno di Borsa, la questione cruciale è capire se siamo vicini ai minimi. In questo senso, i rimbalzi delle giornate del 26 dicembre (NASDAQ +6,16% e S&P +4,96%) o del 4 gennaio sono esemplificativi al tempo stesso della dimensione eccessiva della correzione e del rischio insito nell'adozione di un atteggiamento eccessivamente difensivo. Nonostante l'impatto degli algoritmi e dei "momentum trader" sui mercati azionari amplifichi le oscillazioni al di là della razionalità fondamentale, quali sono le ipotesi che possono aiutarci a valutare la situazione?

La crescita economica mondiale attesa è di circa il 3,5% e dovrebbe registrare un rallentamento (a differenza di quanto avvenuto ad inizio 2018, con una fase di accelerazione). Se la crescita mondiale è stata appena ritoccata, quella europea si è significativamente deteriorata. Il crollo dell'indice manifatturiero ISM nella prima settimana di gennaio (il più forte calo da ottobre 2008) ha confermato il rallentamento dell'economia statunitense per il 2019 e ha ridato vigore alle previsioni di un peggioramento dell'economia globale, con la fine del lungo ciclo di crescita atteso per il 2020. Questo rallentamento dovrebbe riportare la crescita statunitense intorno al 2%: un dato che non può essere considerato come recessivo.

Il calo delle previsioni di crescita e dei mercati ha provocato un ribasso dei **tassi lunghi** (rifiuto dei decennali e trentennali). Tuttavia, **la relazione fra i tassi d'interesse e le azioni si è assai indebolita durante questo lungo periodo di tassi vicini allo zero**. Questa decorrelazione si è accentuata in gennaio 2018, quando il calo delle imposte sugli utili societari negli Stati Uniti è stato finanziato dal Tesoro, all'origine di un premio fiscale incorporato nei tassi lunghi governativi. Ciò non ha impedito una nuova ondata di ribassi dei mercati, provocata dall'aumento dei tassi della Fed, annunciato in occasione della riunione di dicembre. La Fed è saldamente entrata in una fase di "Quantitative tightening" e dovrebbe restare pragmatica, ma in questo contesto non è possibile attendersi un'espansione dei multipli per i mercati azionari.

Le previsioni di utili delle società sono state riviste al ribasso. Anche se le stime degli utili del consensus da noi utilizzate mostrano una crescita di circa il 10% per il 2019, sia negli Stati Uniti che in Europa, la nostra stima di crescita degli utili per lo stesso anno resta in una forbice compresa fra il 4 e il 5%, adottando l'ipotesi di un rallentamento.

Infine, **i flussi restano ostinatamente negativi** in questo inizio d'anno, con il protrarsi di un deflusso massiccio nelle azioni e nessun segnale di acquisto sugli attivi rischiosi. L'aumento del peso del cash illustra una chiara avversione per il rischio.

In questi mercati tornati ad essere estremamente volatili, molte oscillazioni ci sembrano irrazionali o quanto meno esagerate. Il 2018 ci ha chiaramente mostrato che gli sviluppi geopolitici modificano le previsioni economiche su cui basiamo le nostre decisioni. Una crescita economica in rallentamento, ma positiva, insieme alla progressione degli utili delle aziende per il 3° anno consecutivo, dovrebbe sostenere il rialzo dei mercati nel 2019 dopo la correzione eccessiva del 2018. Tuttavia, la combinazione di questi fondamentali positivi con fattori politici irrisolti di grande rilievo manterranno **un regime di elevata volatilità, con mercati in cui saranno probabilmente assenti tendenze ben marcate**. Per questo adottiamo un atteggiamento prudente in termini di esposizione e di controllo del rischio, mantenendo nel contempo una selezione di titoli basata sulla crescita e la qualità che dovrebbe consentire di trarre vantaggio dalle opportunità derivanti dai ribassi del 4° trimestre. Ci sembra difficile immaginare un'inversione di tendenza a breve termine, anche se il pessimismo generalizzato offrirà certamente qualche opportunità di riposizionamento.

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.



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