

# ORIENTAMENTI E STRATEGIE

NEWSLETTER MENSILE

N° 188  
MARZO 2018

Redazione conclusa  
in data 08/03/2018



## RITORNO ALLA VOLATILITÀ!

Come già segnalato a più riprese nelle ultime settimane, il mese di febbraio è stato caratterizzato dal **ritorno a un'intensa volatilità**. Al di là delle considerazioni tecniche che hanno provocato tali fluttuazioni (*vedi flash*), esaminiamo insieme i motivi fondamentali potenzialmente all'origine della brusca frenata alla serie positiva che aveva caratterizzato i mercati azionari dalla fine dell'estate 2017:

- **L'aumento dei tassi?** Non è indubbiamente una buona notizia, ma l'ipotesi appare legittima nel contesto prevalente di crescita mondiale e di normalizzazione monetaria... eppure è difficile immaginare che un incremento dei tassi di 50 punti base, supponendo che l'ampiezza della variazione resti contenuta, possa avere un impatto molto negativo sugli utili. Tale incremento non ci sembra tale da rimettere in causa la buona salute del Real Estate o da avere un impatto potenzialmente rilevante sul rifinanziamento delle società statunitensi.
- **La crescita dell'inflazione?** Analizzare la relazione fra il livello di inflazione e gli utili delle aziende non è semplice. Come asset reali, le azioni dovrebbero beneficiare dell'inflazione, attraverso un aumento dei propri utili. Ma questa analisi resta valida solo a un certo livello: un'inflazione troppo elevata aumenta infatti l'incertezza e, di conseguenza, i premi di rischio. Storicamente, le valutazioni dei mercati sono ai massimi per un'inflazione compresa fra il 3% e il 3,5%: oggi, anche se in ripresa, l'inflazione è ancora lontana da tale livello e non costituisce quindi una minaccia.
- **Il calo dell'eccesso di liquidità?** Non va dimenticato che, in maniera globale, i bilanci delle banche centrali sono ancora in aumento e che questa tendenza resterà invariata almeno fino a fine d'anno. A nostro avviso, non assisteremo a un brusco ridimensionamento della liquidità in eccesso a breve o a medio termine.
- **La politica protezionista di Donald Trump?** I recenti annunci vanno accolti con una certa cautela: anche se entrassero in vigore, le misure protezionistiche avrebbero un impatto molto contenuto sul commercio mondiale e quindi sulla crescita. Inoltre, in una prospettiva storica, tali decisioni hanno raramente provocato un'escalation. Il fenomeno non può essere tuttavia trascurato, specie se tali misure dovessero essere applicate a settori chiave.

Per tutti questi motivi, conserviamo una visione positiva sui mercati azionari a medio termine e consideriamo il significativo aggiustamento delle valutazioni come un'opportunità. Manteniamo d'altra parte un orientamento leggermente rialzista sui "break even" d'inflazione e più in generale sui tassi.



LA FRANÇAISE  
investing together



## SUL FRONTE DEI TASSI...

La volatilità dei mercati azionari è stata alimentata in particolare dai notevoli timori inflazionistici, ma un esame dell'andamento del mercato delle obbligazioni inflation-linked offre un quadro più sfumato.

In effetti, nell'ultima spinta al rialzo dei tassi nominali "core", iniziata ai primi di dicembre, questo movimento è stato sostenuto molto più dai tassi reali che dalla crescita delle previsioni di inflazione. I tassi reali hanno seguito le revisioni al rialzo delle prospettive di crescita. Le valutazioni restano quindi attraenti sui "break even" d'inflazione e il loro rimbalzo dipenderà dagli eventuali rialzi a sorpresa che emergeranno quest'anno - ne siamo convinti - dalla pubblicazione delle cifre dell'inflazione statunitense: in particolare, l'inflazione sottostante, sulla quale le attese restano timide, dovrebbe essere trainata dal ciclo economico. La curva dei tassi di "break-even" resta piatta in queste due aree e il premio sulle scadenze più lunghe ci sembra sempre molto debole, se confrontato con l'attuale dinamica del ciclo economico. Il nostro punto di vista sull'inflazione "break-even" statunitense e sull'euro è quindi positivo e la nostra preferenza va alle scadenze lunghe.

Appena assunto il suo incarico, il nuovo presidente della Federal Reserve ha immediatamente espresso la sua piena fiducia nel futuro ritmo dell'inflazione. **Sempre più membri del Board della FED parlano apertamente della necessità di una più decisa stretta monetaria.** E questa è un'ipotesi in cui crediamo: la riforma fiscale votata in dicembre è stata accompagnata da nuove misure di spesa fin dall'inizio dell'anno e questi due elementi, da completare con l'azione della FED, dovrebbero sostenere la revisione al rialzo delle prospettive di crescita del PIL per il 2018; l'inflazione dovrebbe inoltre accelerare, come d'altra parte l'inflazione salariale, a seguito delle tensioni sul mercato del lavoro. Altrettante ragioni per normalizzare anche più velocemente la politica monetaria. I tassi a breve statunitensi dovrebbe quindi essere sempre più tesi. Tuttavia, sia la FED che le altre banche centrali dei principali paesi sviluppati presteranno attenzione a qualsiasi aumento troppo brusco dei tassi, che potrebbe inceppare la dinamica di crescita.

Nella zona euro, i tassi reali restano molto bassi rispetto al resto del mondo e in considerazione del quadro congiunturale: come negli USA, la loro normalizzazione accompagnerà la fine del QE della BCE. Il basso livello dei tassi li rende vulnerabili a qualsiasi comunicazione in tal senso della BCE e agli eventi statunitensi.

La riconnessione dei tassi dei paesi "core" ai fondamentali economici resta il nostro scenario centrale, ma il percorso non sarà privo di imprevisti!



Aumento dei tassi reali (08/03/2018)



(Fonte: copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.)

\* Swap inflazione a 10 anni US  
\*\* Tasso nominale a 10 anni US  
\*\*\* Tasso reale a 10 anni US

## ... E SUL FRONTE DELLE AZIONI



**306  
Md\$**

**Costo  
dai danni  
causati dal  
cambiamento  
climatico  
negli Stati  
Uniti nel 2017\***



\*Fonte: Climate Migration. Nel 2017, una serie di disastri di origine climatica – sei violenti uragani sull'Atlantico, incendi sulla costa ovest degli USA, spaventose frane, record di alte temperature in tutto il paese – hanno causato ingenti danni e la morte di oltre 300 persone. Dopo l'uragano Maria, 300.000 portoricani si sono rifugiati in Florida e gli esperti ritengono che i vari disastri climatici e meteorologici abbiano spinto l'anno scorso più di un milione di americani ad abbandonare le proprie case. Una situazione destinata a peggiorare, sul piano delle migrazioni come del clima.



**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 € 78.047.940 - RCS: 480.871.490

**Direttore responsabile:**

Pascale Auclair

**Direttore della redazione:**

Caroline Babouillard

**Redattore capo:** Marion Lévêque

**Progetto grafico:** Sylvia Chadi

**Tutto era iniziato sotto i migliori auspici: in un contesto sostanzialmente invariato rispetto al 2017, prevedevamo una progressione dei mercati azionari accompagnata da una crescita mondiale sincronizzata che avrebbe supportato l'attività e i margini delle imprese, con un conseguente aumento di circa il 10% degli utili per azione, abbastanza omogeneo fra le varie aree geografiche.**

Fino al 26 gennaio, i mercati azionari erano in netta crescita e prestavano scarsa attenzione agli aumenti dei tassi e al cambio euro/dollaro. **Tale atteggiamento è radicalmente mutato proprio in questa data, con una correzione di circa il 10% dei mercati azionari.** Mentre i tassi europei restavano invariati (1,01% sull'AOT decennale a fine febbraio), l'attenzione si è focalizzata sul discorso di Jerome Powell, nuovo presidente della FED, che ha lasciato intravedere una serie di aumenti dei tassi nel 2018 e l'aumento del tasso decennale statunitense (T-Bond US +0,15 pt su 1 mese, al 2,87% per il decennale). I mercati hanno sottolineato questo cambiamento di regime con un radicale incremento della volatilità, amplificato da elementi tecnici. La concomitanza del rialzo dei tassi e della recrudescenza della volatilità hanno logicamente prodotto un aumento del premio per il rischio e, di conseguenza, una correzione.

**I mercati sembrano oggi aver assorbito il cambiamento di regime ma, nonostante una lieve ripresa registrata dalla fine della prima settimana di febbraio, gli investitori restano cauti.** È vero che le tensioni sui tassi di interesse restano presenti, così come le inquietudini relative a una possibile accelerazione sull'inflazione. Ed è altrettanto vero che gli indicatori avanzati di crescita economica ristagnano da qualche giorno. Ma tali indicatori sono fermi ad un livello elevato, in linea con una crescita mondiale sempre superiore al 4% per l'insieme dell'anno, e le pubblicazioni dei risultati 2017 seguono un trend positivo. Alla chiusura del 1° marzo, il 76% delle società dello Stoxx 600 e il 97% di quelle dell'indice S&P500 avevano pubblicato i loro risultati. I fatturati si sono confermati per la maggior parte al di sopra delle attese, come gli utili netti sui due lati dell'Atlantico. In Europa, dopo un avvio di stagione in chiaroscuro, i risultati pubblicati sono migliorati, con un numero di sorprese positive equivalente a quello del Q4-2016. Viceversa, le aziende hanno comunicato attese inferiori ai target indicati nei trimestri scorsi (del 30% più basse vs. 11% nel Q2-2017, ad esempio). In questo contesto dominato da timori di tensioni inflazionistiche e da un intenso flusso di pubblicazioni di risultati, i settori sensibili ai tassi (a duration lunga) hanno registrato un calo in febbraio.

**La cautela degli investitori è inoltre ampiamente alimentata da una ripresa delle tensioni politiche, soprattutto quelle generate dagli annunci del Presidente Trump in merito all'istituzione di dazi doganali che potranno pesare sul commercio mondiale.** In passato avevamo evidenziato il rischio che aleggiava sui trattati commerciali e siamo costretti a constatare che tale rischio si è concretizzato. Le misure annunciate dovrebbero interessare solo le importazioni di acciaio e di alluminio (con alcune eccezioni) e potrebbero essere adottate già dalla fine di marzo. Ma le dichiarazioni del Presidente Trump, abbinate alle recenti dimissioni del consigliere economico della Casa Bianca Gary Cohn, lasciano prevedere un possibile irrigidimento delle condizioni applicate agli scambi con gli Stati Uniti e, in maniera appena velata, delle relazioni commerciali, finanziarie e concorrenziali con la Cina. Le dimissioni di Gary Cohn peseranno sul rischio, generando una pressione sui mercati azionari, sul dollaro US e quindi sullo Yen, così come sulle azioni asiatiche.

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.