

ORIENTAMENTI E STRATEGIE

NEWSLETTER MENSILE

N° 189
APRILE 2018

Redazione conclusa
in data 06/04/2018



PROTEZIONISMO

Dalla fine di febbraio, le decisioni prese dal Presidente degli Stati Uniti hanno rinfocolato i timori legati al protezionismo. Il Presidente Trump ha innanzitutto annunciato l'introduzione di dazi sull'alluminio e sull'acciaio (rispettivamente del 10% e 25%) per concentrarsi in seguito sulla Cina, imponendo un dazio del 25% su un pacchetto di merci importate del valore approssimativo di 60 miliardi di dollari.

L'impatto sui mercati è stato significativo, con una netta flessione delle azioni, un calo dei tassi e un aumento degli spread di credito. È possibile che la volatilità a breve termine resti elevata, in attesa di notizie più precise sui prodotti interessati e sulle misure di rappresaglia elaborate dalla Cina.

Ci si chiede se queste notizie rimetteranno in discussione le prospettive positive dell'economia mondiale? Se siamo agli inizi di una guerra commerciale o solo alla presenza di un semplice gioco politico, volto ad influenzare le elezioni di metà mandato negli USA?

- Le misure già decise per l'acciaio e l'alluminio non avranno alcun impatto significativo sulla crescita: le importazioni combinate di queste due materie prime rappresentano infatti solo lo 0,5% del PIL statunitense. Gli unici settori potenzialmente toccati potrebbero essere l'automobilistico e l'edilizia.
- Anche i dazi imposti ai prodotti cinesi non dovrebbero influenzare la tendenza alla crescita delle due economie. Il 25% su \$60 Mld di importazioni rappresenta infatti 15 Mld di \$ in dazi effettivi sulle importazioni cinesi verso gli Stati Uniti, ossia il 3% su un totale di circa \$450 Mld. Diversi studi stimano che le misure avranno un impatto pari a circa l'1% sui profitti delle aziende statunitensi.
- In un primo tempo, la Cina non ha reagito agli annunci, ma ha in seguito deciso di applicare misure di rappresaglia per un importo equivalente.
- La domanda ora è se Trump potrà spingersi ancora oltre? In questo caso, è probabile che debba fare i conti con le pressioni politiche esercitate da diverse lobby e dal Congresso, globalmente più favorevoli al libero scambio. Questo scenario non può essere tuttavia totalmente escluso, anche se una guerra commerciale aperta con la Cina sembra una scelta poco razionale.

A sorpresa, queste notizie non hanno influenzato le previsioni di inflazione. Il mercato sembra temere più una recessione che un periodo di stagflation, che dovrebbe in fondo essere la conseguenza logica di una guerra commerciale.

In questa fase, l'impatto sulla crescita mondiale ci sembra quindi misurato. Anche le recenti delusioni registrate sul fronte delle cifre dell'attività economica non sono tali da mettere in crisi il nostro scenario. Gli ultimi dati sono infatti sempre ampiamente compatibili con una crescita mondiale pari a circa il 4%.

Sul medio termine, conserviamo quindi una visione positiva dei mercati azionari, oggi caratterizzati da valutazioni relativamente contenute rispetto ad altre classi di asset; restiamo inoltre leggermente rialzisti sui tassi e sui "break-even" d'inflazione.



LA FRANÇAISE
investing together



PREMI E TASSI REALI ATTRAENTI NEI PAESI EMERGENTI!

Il debito locale emergente... un concreto potenziale di rendimento.

Dopo un triennio di aggiustamento (2013/marzo 2016), le economie dei paesi emergenti hanno riacquisito vigore in termini di attività economica, di equilibrio dei bilanci interni e con l'estero, e di accumulo di riserve.

Le prospettive macroeconomiche per il 2018 sono positive. Per l'insieme dei paesi emergenti, la crescita sarà verosimilmente più significativa che nel 2017 (secondo JPMorgan, 5% nel 2018/4,8% nel 2017). L'America Latina è l'area in cui il rimbalzo rispetto al 2017 dovrebbe essere più sensibile (dall'1,7% al 2,8%). L'inflazione sull'insieme dei paesi emergenti è contenuta (3,3% di inflazione media EM nel 2017, di cui 2,9% in Brasile e 2,5% in Russia). Infine, i livelli di debito pubblico restano molto bassi rispetto ai paesi sviluppati.

Il nostro scenario macro su questa asset class è positivo.

Nonostante le prospettive molto promettenti per il fixed income emergente, le minacce di rinegoziazione di accordi commerciali quali l'ALENA, i timori di una guerra commerciale suscitati dalle misure/minacce protezionistiche annunciate dagli Stati Uniti e le previsioni di una più rapida normalizzazione della politica monetaria della Fed hanno gradualmente contribuito, in queste ultime settimane, a rendere più fragili le positive prospettive iniziali.

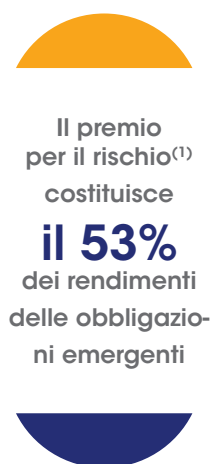
In realtà, riteniamo che tali inquietudini siano state assimilate dai mercati e che non siano tali da cambiare fondamentalmente il nostro scenario centrale.

Le nostre strategie d'investimento sono basate sul debito in valute forti (euro e dollaro US), nonché sui tassi locali con o senza rischio di cambio, a seconda dei casi.

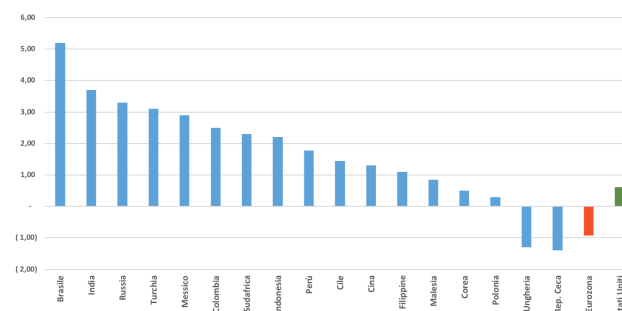
Il premio per il rischio sul debito estero in dollari US è in questo periodo vicino al 3%, secondo l'indice JPMorgan Global diversified. La media storica dal 2004 ad oggi è del 3,25%, con un minimo all'1,67% in giugno 2007. Questo premio per il rischio rappresenta oggi il 53% del rendimento di questa classe di attivi. In un contesto di tassi "core" bassi, le obbligazioni in valute forti offrono un surplus di rendimento sul rischio paese, con buoni fondamentali.

E il debito locale sovrano è ancora più interessante! Si tratta di un mercato in considerevole espansione in tutti i paesi emergenti. In termini reali², i tassi locali sono prevalentemente positivi, con valori compresi fra 1% e 5%. Le curve dei tassi sono spesso ripide, offrendo maggiori opportunità sulle parti intermedie e lunghe. Queste strategie possono essere coperte contro il rischio di cambio, restando quindi esposte solo al rischio di tasso. Oppure possono essere anche associate al rischio di cambio, beneficiando così di un nominal carry molto interessante.

Nel corso del triennio 2013/2016, le valute dei paesi emergenti sono state le variabili di aggiustamento di tali mercati. Molte di esse sono oggi sottovalutate in termini di tassi di cambio effettivi reali e rappresentano, di conseguenza, un autentico potenziale di apprezzamento, tenuto conto dei buoni risultati economici degli EM.



Tassi reali a 5 anni



(Fonte: Bloomberg, LFAM)

(1) Obbligazioni emergenti in valute forti

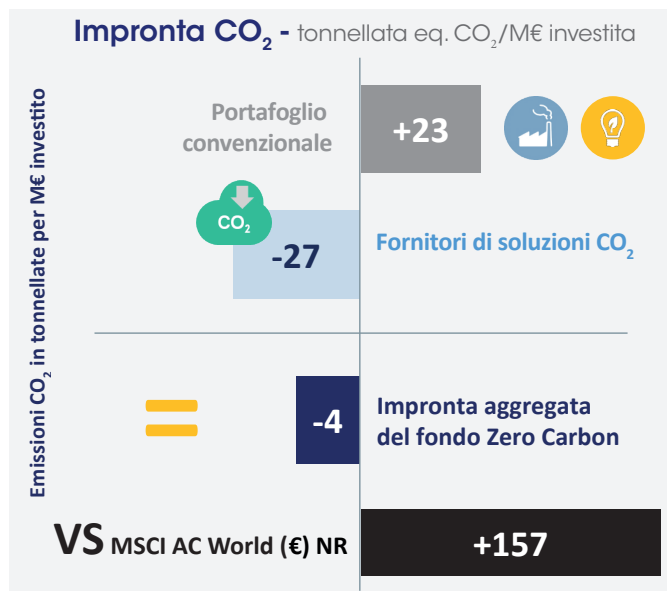
(2) Differenza fra tassi nominali a 5 anni e inflazione attesa a 12 mesi

VERSO UN'ECONOMIA "LOW CARBON"

Siamo convinti che il cambiamento climatico sia un elemento chiave destinato a strutturare, oggi e verosimilmente sul lungo termine, il nostro sviluppo economico e sociale.

L'urgenza è un fattore cruciale. Le conseguenze del cambiamento climatico sono già sotto i nostri occhi ed impongono interventi immediati.

Nel 2014 l'Agenzia Internazionale dell'Energia aveva stimato a 53 trilioni di USD gli investimenti necessari entro il 2035 per raggiungere gli obiettivi fissati dalla COP21, al fine di poter evitare il peggio in termini di riscaldamento globale. Ovviamente, non è concepibile mobilitare una tale massa di capitali senza il sostegno del risparmio delle famiglie. Il ruolo della finanza nella lotta contro il cambiamento climatico è quindi di orientare il risparmio verso aziende che contribuiscono alla riduzione delle emissioni di diossido di carbonio, al fine di contenere il riscaldamento globale a meno di due gradi (limite stabilito dalla COP21). Tuttavia, la traiettoria stimata implica attualmente un riscaldamento di almeno quattro gradi.



Per scongiurare questo rischio, non dobbiamo limitarci a rallentare le emissioni di diossido di carbonio, ma ridurre il livello attuale di circa il 60% entro il 2050.

Siamo convinti che questo obiettivo sia perfettamente compatibile con il nostro dovere fiduciario di gestori: proteggere il risparmio affidatoci e limitare i costi associati ai rischi legati al cambiamento climatico.

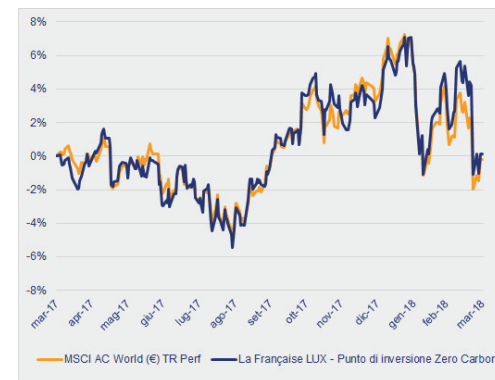
Una compatibilità confermata dalla nostra analisi strategica delle aziende, fondata sulla misurazione dell'**innovazione** e sulla **capacità di adattamento** e di **reattività**, che ha individuato sorprendenti opportunità di generazione di valore intorno a temi di investimento come l'elettrificazione, l'ottimizzazione dell'allocatione delle risorse e il segmento Cleantech.

Per questi motivi, tre anni fa abbiamo costituito "Zero Carbon", un fondo tematico che mantiene un'impronta "carbon neutral", investendo al tempo stesso in società che creano valore grazie alla transizione energetica. Al centro della nostra strategia di investimento, ci sono aziende che forniscono soluzioni energetiche in grado di generare crescita supplementare grazie alle nuove tecnologie, rendendo possibile la transizione verso un mondo "low carbon". Una strategia in cui spiccano i temi chiave

della digitalizzazione, dell'automazione e delle energie rinnovabili. Il fondo investe anche in società che ottengono un vantaggio competitivo, in termini di costi e di produttività, grazie alla riduzione della loro impronta CO₂.

Il carattere "Impact" di questo fondo è legato alla combinazione fra la dichiarata intenzione di ridurre le emissioni di diossido di carbonio del capitale investito e la possibilità di misurarle. Il nostro obiettivo: abbinare performance ambientale e performance finanziaria, dimostrando in questo modo che orientare il risparmio verso la lotta contro il cambiamento climatico può rivelarsi una fonte di rendimento finanziario.

Performance Zero Carbon su un anno mobile



(Fonte: La Française)



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 € 78.047.940 - RCS: 480.871.490

Direttore responsabile:

Pascale Auclair

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.