



ORIENTAMENTI E STRATEGIE

NEWSLETTER MENSILE

N° 191
GIUGNO 2018

Redazione conclusa in data
06/06/2018



È IL MOMENTO DELLA POLITICA

Abbiamo già commentato le varie fasi della vicenda politica italiana, conclusasi con la formazione di un governo e non ripeteremo in questa sede le nostre analisi. La situazione sembra essersi stabilizzata, almeno a breve scadenza, e vorremmo piuttosto evidenziare i seguenti fattori:

- I due partiti della coalizione al potere, il Movimento Cinque Stelle e la Lega, non parlano di abbandonare l'eurozona. Ne hanno criticato le disfunzioni, ma non hanno vinto le elezioni promettendo di uscire dall'euro
- I sondaggi mostrano che un'ampia maggioranza degli Italiani (circa due terzi) vuole restare nell'eurozona
- La riforma costituzionale adottata nel 2012 vieta qualsiasi referendum sull'appartenenza all'eurozona

Per questi motivi, escludiamo ogni scenario in cui l'Italia abbandoni la comunità monetaria. Non va tuttavia dimenticato che il programma economico del nuovo governo condurrà quasi certamente, nei prossimi mesi, a un difficile confronto con le autorità europee. Non esiste quindi un rischio sistemico, ma i titoli di Stato a lunga scadenza, destinati probabilmente a restare volatili, conservano una scarsa appetibilità.

D'altra parte, questa crisi istituzionale europea si sta svolgendo in un contesto di crescita economica che, pur risultando meno dinamica rispetto alla fine del 2017, resta stabile nella maggior parte dei paesi sviluppati. Ci sembra inoltre opportuno sottolineare il vigore della crescita statunitense. In questo contesto favorevole, sarà interessante osservare le mosse delle banche centrali di fronte alla ripresa dell'inflazione, influenzata dagli effetti base positivi delle materie prime e dalle tensioni del mercato del lavoro in alcuni paesi. I comitati delle tre principali banche centrali si sono riuniti in giugno e avranno ulteriori opportunità di discutere la situazione a Sintra, il 18 giugno.

Va altresì ricordata, anche se non si tratta della prima volta, la nascente guerra commerciale fra gli USA e il resto del mondo. Al di là della sistematica cortina di fumo, gli annunci di Donald Trump stanno avendo un effetto negativo sui mercati finanziari, ma ciò non significa che questa situazione sia destinata a continuare sul medio termine. Ciò spiega il nostro posizionamento abbastanza cauto sui mercati azionari, che in maggio hanno tuttavia evidenziato una notevole resilienza.

Infine, pensiamo che dovremmo approfittare del periodo di volatilità registrato in maggio per riaffermare alcune delle nostre principali convinzioni. Di conseguenza, abbiamo rafforzato le nostre posizioni sui "break-even" d'inflazione e le nostre posizioni corte sull'inflazione "core". Abbiamo inoltre leggermente consolidato le nostre posizioni sul debito subordinato bancario, soprattutto sui titoli a breve scadenza.



LA FRANÇAISE
investing together



FIXED INCOME

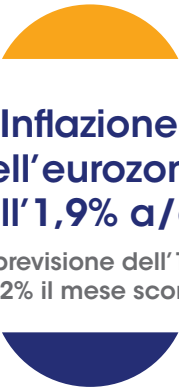
L'EFFETTO FARFALLA

In maggio, abbiamo riscontrato un improvviso ritorno dell'avversione al rischio. Anche se i mercati internazionali non hanno particolarmente reagito ai risultati delle elezioni italiane, l'effetto di contagio ha avuto un impatto significativo sugli asset, in particolare sulle obbligazioni.

Per tutto il periodo di crisi, abbiamo mantenuto le nostre posizioni sul debito periferico a breve termine: siamo intenzionati a conservare un'agile capacità di manovra sull'Italia, in considerazione delle altalenanti preoccupazioni suscitate dalle difficoltà che il governo incontrerà nell'implementazione del suo programma.

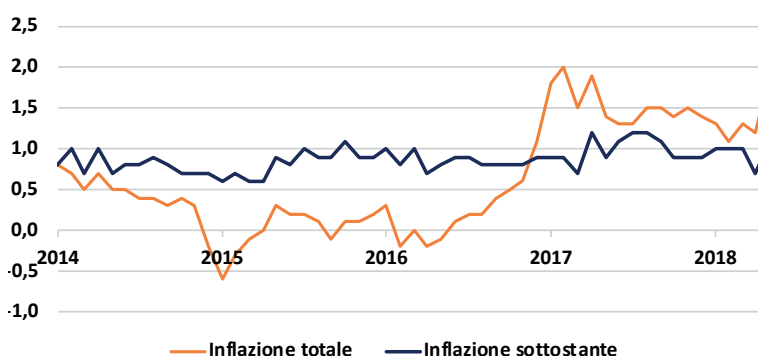
Il Bund decennale ha perso fino a 30 bp rispetto ai massimi raggiunti a metà maggio ed era scambiato a 0,20%, beneficiando del "flight to quality" dell'eurozona. A causa del potenziale, anche se limitato, effetto sulla crescita dell'eurozona di un possibile ritardo della BCE nell'annunciare la fine del suo programma di quantitative easing, potrebbe sembrare logico attribuire ora una valutazione più bassa ai rendimenti tedeschi, punto di riferimento dell'area. Ma in uno scenario che non include un problema sistemico in Italia, sarà difficile assistere a un cambiamento significativo della traiettoria economica dell'eurozona e, indirettamente, della politica monetaria della BCE. Paradossalmente, il giorno dopo il netto calo del rendimento dei Bund decennali allo 0,20%, la Germania ha pubblicato un tasso di inflazione del 2,2% a/a, significativamente più alto dell'1,8% previsto. Il livello dell'inflazione "core" ci sembra eccessivamente basso.

Anche dopo la recente correzione, il prezzo del petrolio in EUR è cresciuto del 13% dall'inizio del 2018, con effetti base positivi su tutto l'anno (in caso di stabilizzazione dei prezzi). Il tasso di inflazione previsto a 5 anni per l'eurozona è attualmente pari a 1,45%: l'inflazione complessiva dovrebbe rimanere vicina al 2% fino all'estate, un dato contabilizzato dai mercati solo in maniera limitata. Negli USA, alcuni fattori specifici (la guerra delle tariffe telecom, il crollo dei prezzi dei farmaci su prescrizione) hanno avuto un impatto negativo sull'inflazione nel 2Q 2017, generando effetti base positivi per il 2018. Durante l'estate, con gli USA in piena guerra commerciale con il resto del mondo e confrontati ad un mercato del lavoro teso, l'inflazione annua tenderà probabilmente ad avvicinarsi al 3%, trainando verso l'alto le attuali previsioni di inflazione del 2,1% sui prossimi dieci anni. Restiamo positivi sui "break-even" d'inflazione europei e statunitensi.



**Inflazione
dell'eurozona
all'1,9% a/a**
(vs previsione dell'1,6%
e 1,2% il mese scorso)

Inflazione dell'eurozona



(Fonte: Bloomberg, al 31 maggio 2018)

MERCATI AZIONARI

NON HANNO IMPARATO NULLA, NON HANNO DIMENTICATO NULLA⁽¹⁾

L'eurozona è una potenza economica, ma la sua sopravvivenza dipende dalla sua capacità di implementare una politica economica comune. Gli investitori hanno iniziato a tenere conto di questa variabile al momento della crisi greca del 2011-2012: qual è il livello di coesione dell'eurozona e, viceversa, qual è il rischio che si dissolva? Con un'ulteriore interrogativo: l'Italia è il tallone d'Achille dell'Unione?

I mercati azionari detestano l'incertezza, ma la situazione politica italiana è stata, negli ultimi giorni, fonte di preoccupazione. Di conseguenza, il rendimento decennale dei titoli di Stato italiani è sceso di 98 pb, al 3,44%, mentre la Borsa di Milano perdeva quasi il 6% e le banche della Penisola, che detengono una quota sostanziale del debito pubblico italiano, soffrivano particolarmente. I mercati sono tornati alla calma il 30 maggio, quando il Movimento 5 Stelle (M5S) e la Lega hanno potuto formare un governo ritenuto accettabile dal Presidente Mattarella. Questa situazione politica senza precedenti ha costretto i mercati a tenere nuovamente conto del fattore politico, con un ritorno del rischio legato al tema della coesione dell'eurozona. Nonostante questo episodio di turbolenza, le azioni sono rimaste sostanzialmente al riparo da effetti negativi e l'euro non ha registrato alcun impatto significativo, sebbene il primo ministro spagnolo subisse allo stesso tempo un voto di sfiducia in parlamento. Le Borse europee hanno in seguito registrato un rimbalzo, la parità euro/dollaro è risalita a 1,16 e i rendimenti delle obbligazioni si sono allentati.

La capacità del mercato di assorbire gli eventi, sotto lo sguardo benevolo della BCE, non significa tuttavia che il rischio sia sparito. Il nocciolo del problema, per l'Italia, è la debolezza della sua crescita, abbinata all'elevato livello del debito pubblico (132% del PIL). L'Italia non è la Grecia del 2012, ma la coalizione di due partiti anti-sistema, con punti di vista a volte in contrasto, potrà difficilmente dare stabilità al paese, e la speranza di cambiamento non risolverà i punti deboli dell'Italia, quali l'incapacità di attuare delle riforme. L'implementazione del "contratto" proposto dal nuovo governo italiano costerebbe 6-7% del PIL nazionale e, anche se l'eccedenza primaria di bilancio (1,7% del PIL) offre un certo spazio di manovra, il margine per una misura di stimolo basata su una riduzione del prelievo fiscale è limitato. L'assenza di flessibilità dell'economia italiana sta pesando sulla sua produttività, il sistema bancario è ancora convalescente e solo pochissime aziende a controllo familiare sono in grado di raggiungere una massa critica tale da riuscire ad attrarre gli investitori.

Le azioni italiane rappresentano circa il 7% dell'Eurostoxx300. Un'ampia porzione è composta da banche e società che operano sui mercati internazionali. Durante il ritorno dell'eurozona ad un ritmo di crescita più rapido, all'inizio dell'anno, questi due segmenti hanno offerto performance simili. In questa fase, e anche se possiamo immaginare qualche rimbalzo tecnico, il nostro atteggiamento rispetto alle banche italiane resta cauto: esse subiranno infatti l'impatto di ogni nuovo episodio della crisi politica. Stiamo mantenendo un punto di vista costruttivo sulle aziende con un'esposizione internazionale, che trarranno vantaggio dal calo della loro valutazione e dalla parità EUR/USD. Le medie imprese italiane dovrebbero ricevere il supporto dei Piani individuali di risparmio (PIR).

Per l'eurozona, il premio di rischio politico dovrebbe restare di attualità ancora per qualche tempo. Anche se la crescita degli utili aziendali ci incoraggia sempre ad acquistare titoli a bassa valutazione su un orizzonte di un anno, il trend sfavorevole delle recenti statistiche dell'eurozona e il nuovo rischio politico ci inducono a restare cauti, su questo mercato, nelle prossime settimane.

(1) Charles Maurice de Talleyrand



14%

**Sottoperformance delle
banche italiane
vs le banche europee
in maggio**



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 & Jean-Luc Hivert

Direttore della redazione:

Caroline Babouillard

Redattore capo: Marion Lévêque

Progetto grafico: Wanda Le Sauze

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.