

ORIENTAMENTI E STRATEGIE

NEWSLETTER MENSILE

N° 195
NOVEMBRE 2018

Redazione conclusa
in data 08/11/2018



LA FINE DEL MERCATO RIALZISTA? INDUBBIAMENTE NO.

L'accumularsi di molteplici fattori di stress ha finito per provocare un rivolgimento del mercato che, storicamente, possiamo definire brusco. I mercati statunitensi, in particolare, hanno molto sofferto in ottobre: l'indice S&P 500 ha registrato il suo mese peggiore da settembre 2011, con un ribasso di quasi il 7%.

I motivi di preoccupazione (potenziali o reali) sono infatti numerosi: la guerra commerciale fra gli Stati Uniti e la Cina, la Brexit, l'Italia, le elezioni di metà mandato negli USA, la stagione dei risultati, il rallentamento in Cina e in Europa... con una comunicazione che consideriamo piuttosto da maldestra da parte della Fed, che ha avuto effetto di catalizzatore. Come in febbraio, il rapido rialzo dei tassi statunitensi sembra in effetti essere stato il fattore scatenante di questa correzione.

Alcuni dei rischi appaiono oggi reali: è il caso della crescita economica cinese ed europea o dell'evoluzione delle attuali problematiche politiche. Ci chiediamo se il mercato abbia quindi buoni motivi per preoccuparsi. Sì, ma solo in parte.

Innanzitutto, perché certe inquietudini vanno secondo noi temperate.

Una parte del rallentamento osservato in Europa è in effetti legata al settore automobilistico tedesco e dovrebbe essere solo transitoria. Nel 2018, l'economia europea dovrebbe tranquillamente crescere dell'1,8%; un valore inferiore alle attese di inizio anno, ma comunque al di sopra della crescita potenziale dell'area (stimata a circa 1,5 - 1,6%).

La Cina rallenta, ma le autorità ne sono pienamente coscienti e stanno mettendo in atto da ormai vari mesi delle politiche accomodanti destinate a sostenere la crescita, seguendo uno schema che ha alcuni punti in comune con quello applicato nel 2015-2016. L'hard landing cinese è un timore ricorrente, ma finora infondato, che i mercati hanno da una decina d'anni. Stavolta il rischio è più concreto? L'ipotesi non ci convince.

In più, il mese di ottobre ha offerto anche qualche notizia positiva:

- ▲ Le agenzie specializzate non hanno tagliato ad "high yield" il rating dell'Italia e questo dovrebbe contribuire a stabilizzare i tassi.
- ▲ Gli utili delle aziende sono, è vero, in parte deludenti in Europa, ma sono ancora una volta ottimi negli Stati Uniti, senza timori apparenti per i risultati futuri.
- ▲ Infine, ci sembra che il tono adottato nel corso delle attuali discussioni politiche (Brexit, Italia e perfino USA/Trump) sia un po' meno veemente.

I significativi ribassi rilevati in ottobre provengono anche in parte da un forte "deleveraging" dell'industria, in particolare quella dei fondi sistematici. Abbiamo già parlato di questo tema nel febbraio di quest'anno e il fenomeno evidenzia oggi alcuni punti in comune.

Il considerevole calo di alcuni mercati ci sembra quindi eccessivo in rapporto ai loro fondamentali. È il caso delle azioni statunitensi, le cui valutazioni sono oggi abbastanza interessanti; è inoltre il caso dei break-even d'inflazione, che hanno sofferto del notevole ribasso del petrolio registrato nel corso del mese.



LA FRANÇAISE
investing together



SUL FRONTE DEI TASSI...

I TASSI POSSONO ANCORA COSTITUIRE UN VALORE RIFUGIO?

Da alcuni decenni, nei periodi di stress del mercato, gli investitori sono abituati a gestire le loro allocazioni in azioni e obbligazioni come due asset ampiamente anticorrelati. Ci chiediamo ora se questo fenomeno di "flight to quality" possa ancora funzionare nei mercati attuali, sapendo che nei prossimi mesi inizierà la fase di ridimensionamento dei bilanci aggregati delle banche centrali.

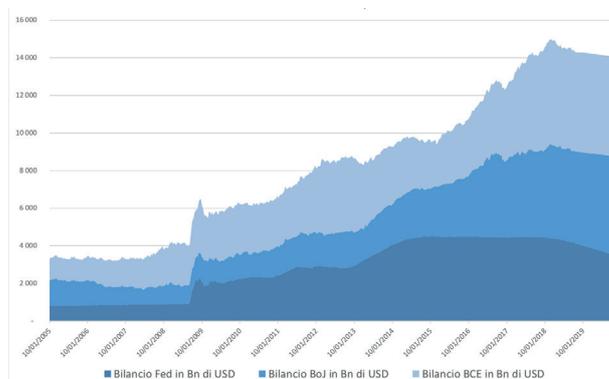
Ottobre è stato un mese particolarmente difficile per i mercati degli asset rischiosi e in particolare per le azioni. Allo stesso tempo, i rendimenti obbligazionari cosiddetti senza rischi sono rimasti praticamente invariati, reagendo molto poco ai segni di avversione al rischio. In effetti, dal 3 al 31 ottobre, l'indice S&P 500 è calato di -7,31% mentre il tasso US a 10 anni passava dal 3,18% al 3,14%. Stesso fenomeno nella zona Euro fra il 2 ottobre e il 1° novembre, con un calo dell'Eurostoxx 50 di -5,45%, mentre il decennale tedesco passava da 0,42% a 0,40%.

Questo comportamento segna una rottura con le fasi di correzione degli ultimi anni, come era già avvenuto nel febbraio di quest'anno. L'inizio del 2016 era stato caratterizzato da un forte calo dei tassi, così come il mese di agosto 2015, senza parlare del periodo 2011-2012. Tale nuovo comportamento è destinato secondo noi a continuare, fin quando la congiuntura macroeconomica non mostrerà segni di cambiamento profondi. Un'ipotesi che per ora ci sembra improbabile, soprattutto per i motivi seguenti:

- Dopo una fase di espansione senza precedenti dei loro bilanci, le principali banche centrali (Fed, BCE, BOJ, BOE) stanno entrando in una fase di consolidamento. La Fed ha già avviato la riduzione del suo bilancio (50 Mld\$/mese), la BCE dovrebbe interrompere il suo QE entro la fine dell'anno e anche la BOJ è in fase di riduzione degli acquisti dall'inizio dell'anno.
- L'inflazione, da molti anni caratterizzata da un andamento deludente, mostra segni di ripresa. Le tensioni salariali cominciano in particolare a diventare evidenti in alcuni paesi (Stati Uniti, Germania, Regno Unito): un esito logico alla luce dell'attuale dinamica dell'occupazione. Questo orientamento dovrebbe quindi confermarsi nei prossimi mesi.
- Da molti trimestri, la "forward guidance" delle banche centrali mira ad essere sempre più precisa, al fine di ridurre l'incertezza per i vari player finanziari. Il rovescio della medaglia è che le banche centrali possono difficilmente tornare su quanto annunciato. Ad esempio, la Banca Centrale Europea ha confermato l'interruzione del QE a fine d'anno e un primo rialzo dei tassi in settembre/ottobre 2019. Tale comunicazione potrebbe essere modificata solo nel caso in cui le traiettorie di crescita e dell'inflazione venissero seriamente rimesse in discussione. Tale ancoraggio dai tassi a breve si riflette logicamente sui tassi lunghi, impedendo a questi ultimi di rivestire il consueto ruolo di valore rifugio.

I tassi "core" dovrebbero quindi continuare a crescere, proseguendo la loro normalizzazione anche in caso di turbolenze sui mercati azionari, a meno di un violento rivolgimento congiunturale che tuttavia, ancora una volta, ci sembra più che improbabile.

Bilancio delle banche centrali con proiezione a fine 2019



... E SUL FRONTE DELLE AZIONI

BUY THE DIP⁽¹⁾

In ottobre, i mercati azionari sono stati travolti da un'ondata di correzioni comprese fra -5% e -10% che, se per i mercati europei ha contribuito ad amplificare la sottoperformance, per il mercato statunitense ha quasi cancellato il rendimento positivo dei primi 9 mesi del 2018, mettendo in crisi la forte resilienza dimostrata finora.

Principali correzioni mondiali recenti	Punto massimo del mercato	Ribasso massimo (drawdown)	Punto minimo
Settembre 2011	Aprile -11	-22 %	Settembre-11
Gennaio 2012	Aprile -11	-15%	Gennaio-12
Giugno 2013	Maggio-13	-7%	Giugno-13
Ottobre 2014	Luglio-14	-9%	Ottobre-14
Settembre 2015	Maggio-15	-13%	Settembre-15
Febbraio 2016	Maggio-15	-19%	Febbraio -16
Febbraio 2018	Gennaio-18	-9%	Febbraio-18
Oggi	Settembre-18	-10%	?

In questo scorcio di fine ottobre e alla vigilia delle elezioni statunitensi di metà mandato, crediamo sia opportuno mantenere un'esposizione significativa alle azioni. Le principali motivazioni sono:

- livelli di valutazione interessanti relativamente alle medie storiche, con mercati azionari che sono quindi entrati in zone di eccesso di vendita (RSI<30) ;
- risultati delle aziende statunitensi che confermano la forte crescita registrata nel 2018 (>+20 %) e nel 2019 (>+10 %), tale da assicurare un ROE nettamente superiore al costo del capitale, nonostante i rialzi dei tassi della Fed;
- mercati emergenti caratterizzati da eccessi di vendite, dopo i due shock di aprile e maggio. Questo è vero soprattutto per la Cina, con il calo del renminbi che ha in particolare compensato larga parte degli aumenti dei dazi sulle importazioni;
- flussi di capitali potenzialmente positivi, nella misura in cui i livelli di cash dei portafogli sono elevati e le imprese potranno riavviare i loro programmi di acquisti di azioni dopo la stagione delle pubblicazioni dei risultati.

Pensiamo inoltre che la maggior parte dei rischi politici che preoccupano i mercati da questa estate - principalmente la guerra commerciale Cina/USA, un prezzo del barile che sfiora USD 80, un rischio politico europeo elevato (Brexit, deficit italiano, ecc.) - siano stati compresi e ampiamente scontati da un premio per il rischio "azioni" tornato ai massimi livelli storici, mentre il mercato dei tassi sovrani è rimasto relativamente immune. Se la correzione di febbraio si era verificata dopo un significativo rialzo dei tassi US, nel mese di ottobre le cose sono andate diversamente. Tenuto conto della crescita dei risultati osservata, l'attuale aumento dei tassi non deve fornire un pretesto per "abbandonare la nave" delle azioni al livello di valutazione attuale.

Più della ripresa di segnali macroeconomici positivi, un allentamento della pressione politica potrebbe provocare un rimbalzo dei mercati azionari, in particolare dopo le elezioni di metà mandato. Un calo dell'USD avrebbe effetti favorevoli sia sulla ripresa del mercato statunitense che sulla performance degli emergenti.

In una fase di ripresa dei mercati, i titoli IT e industriali, le materie prime e i beni di consumo dovrebbero ottenere le migliori performance.

(1) "Acquistare ai minimi (del mercato)"



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

Direttori responsabili:
Laurent Jacquier Laforge e Jean-Luc Hivert
Direttore della redazione:
Caroline Babouillard
Redattore capo: Marion Lévêque
Progetto grafico: Wanda Le Sauze