

02

SETTEMBRE 2019

LA FRANÇAISE
SPECIALE DI FINE ESTATE

The logo for 'insights' features a stylized blue and orange graphic resembling a sun or a wave above the word 'insights' in a bold, blue, sans-serif font.

LE INFORMAZIONI ESSENZIALI DA TENERE PRESENTI SE AVETE TRASCORSO DUE MESI IN SPIAGGIA!

L'estate 2019 è stata complicata, con colpi di scena quasi quotidiani! Com'era prevedibile, durante la cosiddetta tregua estiva, i fattori di rischio che avrebbero potuto generare stress o perfino correzioni dei mercati non sono scomparsi.

La resilienza dei mercati azionari è stata notevole, nonostante un forte incremento della volatilità. Le attese relative alle nuove comunicazioni delle banche centrali sono molto elevate e hanno favorito, logicamente, un significativo calo dei tassi.

- Il presidente Trump ha annunciato nuovi dazi del 10 %, applicabili dal 1° settembre su 300 miliardi di USD di esportazioni cinesi negli Stati Uniti
- Il 4 agosto, il dollaro USA ha superato la soglia critica dei 7 yuan
- Il parlamento francese ha adottato la tassa sui "GAFA", che impone ai giganti del web un prelievo pari al 3% del fatturato
- L'indice PMI dell'attività industriale negli Stati Uniti ha rotto al ribasso la soglia dei 50 punti in agosto
- I 15 punti di vantaggio del candidato peronista sul presidente in carica hanno provocato l'implosione del debito sovrano argentino
- Il 100% della curva dei rendimenti tedeschi ha rendimenti negativi



LA FRANÇAISE

I numeri chiave dell'estate!

300,
7,3

1 - LA SAGA DEI DAZI CINA/USA DOMINA SEMPRE LA SCENA

Nonostante i negoziati condotti nei giorni precedenti, Donald Trump ha annunciato il 1° agosto **nuovi dazi del 10%, applicabili dal 1° settembre su 300 miliardi di USD di esportazioni cinesi negli Stati Uniti**. L'annuncio segna un nuovo, importante passo avanti nell'escalation della guerra commerciale fra i due colossi. Gli USA hanno tuttavia deciso di applicare le nuove tasse solo dopo qualche settimana, indubbiamente per attenuare l'impatto sui consumatori statunitensi, in un momento in cui il Paese entra in una fase di precampagna presidenziale. Va sottolineata inoltre l'inclusione nella lista nera di vari gruppi del settore nucleare cinese, che non avranno quindi più accesso alle tecnologie nucleari statunitensi.

La risposta cinese alla nuova offensiva USA è arrivata qualche giorno più tardi, con l'applicazione di nuove tasse su un paniere di 75 miliardi di USD di prodotti statunitensi e di dazi rispettivamente del 5 % e del 25 % sulla soia e sulle auto provenienti dagli Stati Uniti. Il 4 agosto, **il dollaro ha superato la soglia critica dei 7 yuan**, alimentando le speculazioni su nuovi interventi della Banca centrale cinese. La risposta delle autorità statunitensi è stata immediata: il Tesoro USA ha accusato la Cina di manipolazione valutaria. I mercati statunitensi hanno registrato in questa occasione la peggiore giornata dell'anno e il tasso a 10 anni americano è crollato all'1,7 %, registrando il più forte calo settimanale dal 2011.

Continuiamo a ritenere che due contendenti abbiano un interesse economico e politico a trovare un esito favorevole alla crisi e il nostro scenario centrale continua a prevedere progressi positivi nei negoziati, nei prossimi sei mesi.

2 - NUOVI COLPI DI SCENA NELLA SAGA EUROPA-US

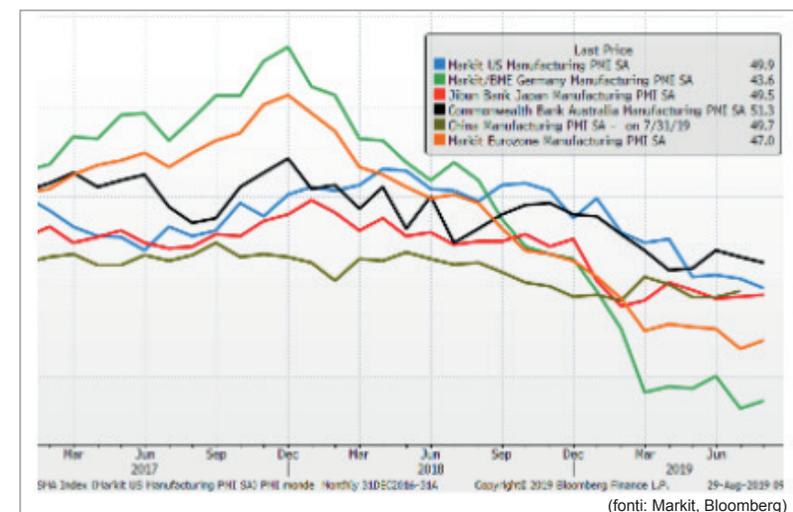
Il parlamento francese ha definitivamente adottato **la tassa "GAFA" che punta ad imporre un prelievo pari al 3 % del fatturato ai giganti dell'economia digitale**. Durante il vertice del G7 di Biarritz,

la Francia si è tuttavia impegnata ad abrogare la misura, qualora venga siglato un accordo multilaterale in materia. L'amministrazione statunitense deciderà entro la fine di novembre l'eventuale adozione di nuovi dazi del 25 % sulle auto europee.

3 - SEGNALI INQUIETANTI IN GERMANIA E NEGLI STATI UNITI

La recessione industriale pesa sulla crescita mondiale

Andamento degli indici industriali PMI



L'indice PMI dell'attività industriale negli Stati Uniti ha infranto la soglia dei 50 punti in agosto. Questo fenomeno indica teoricamente un passaggio in territorio recessivo. Fortunatamente, il dinamismo nel settore dei servizi resta invariato, con una crescita sempre sostenuta dalla domanda domestica. Ma per quanto ancora? Alcuni investitori manifestano una certa inquietudine per l'inversione della curva dei tassi a 2 anni-10 anni statunitense, che ha rappresentato in passato il segnale di una probabile recessione.



LA FRANÇAISE

I numeri chiave
dell'estate!

50, 15,
100

La Germania entra nel nono mese consecutivo di contrazione della produzione industriale, mentre nella maggior parte dei paesi della zona euro si registra un orientamento opposto: ormai in recessione tecnica, con un due trimestri consecutivi di contrazione del PIL, il paese soffre particolarmente in settori come l'automobile, la chimica e i prodotti farmaceutici. Il ricorso a misure di rilancio sarebbe la decisione più opportuna e si sommerebbe allo stimolo monetario che la BCE dovrebbe annunciare in settembre.

4 - LA CRISI POLITICA ITALIANA: TUTTO CAMBIA E TUTTO RESTA UGUALE

Dopo la richiesta di nuove elezioni formulata da Matteo Salvini, l'8 agosto, l'Italia ha attraversato una breve crisi, conclusasi con la nascita di una nuova coalizione. Nel momento in cui scriviamo queste righe, l'on. Conte ha annunciato la formazione del suo secondo governo, nato dall'accordo fra il Partito Democratico e il MoVimento 5 Stelle. Salvini esce quindi dalla crisi indebolito e isolato. Gli asset italiani registrano performance più che positive, segno della soddisfazione della Borsa per il mancato ritorno alle urne e per la prospettiva di relazioni più serene con Bruxelles.

5 - BREXIT: DEAL O NO DEAL?

Boris Johnson, da poco nominato alla carica di Primo Ministro, non ha esitato a chiedere la sospensione del Parlamento britannico, cercando in questo modo di limitare i margini di manovra dei deputati favorevoli a un accordo con l'Europa, che si prepara invece per conto suo a un'uscita senza accordo. La reazione dei mercati a questo evento sempre più probabile, sembrano quasi trascurabili.

6 - L'ARGENTINA, SORPRESA EMERGENTE DELL'ESTATE

Nella sorpresa generale, le primarie svoltesi l'11 agosto in Argentina si sono concluse con un vantaggio di **15 punti del candidato peronista rispetto al presidente in carica**: un risultato che ha fatto esplodere i rendimenti del debito sovrano e ha provocato il crollo del peso argentino. Il governo del presidente Macri, nel tentativo di rasserenare i mercati, ha rapidamente chiesto al FMI di riscaglionare il debito nazionale, in cambio di un programma di austerità.

Globalmente, in questo contesto di avversione al rischio, le obbligazioni si sono distinte durante l'estate per le loro performance impressionanti: **Il 100% della curva dei tassi tedeschi** registra rendimenti negativi. In questo campo, il Vecchio Continente è ormai su posizioni più avanzate del Giappone e i sostenitori della teoria della stagnazione secolare in Europa rialzano la testa!

I mercati azionari hanno dimostrato una sorprendente resistenza ed è lecito interrogarsi sul messaggio radicalmente opposto proveniente dalle azioni e dai tassi sovrani.



LA FRANÇAISE

TASSI E INFLAZIONE

Il rallentamento industriale e la guerra commerciale pesano sull'attività. Le nostre attese in termini di crescita per il 2019 restano tuttavia pari al 2,3 % negli Stati Uniti e all'1,1 % nell'eurozona. La dinamica dei consumi continua a sostenere l'attività dei servizi nella maggior parte delle economie. Varie minacce pesano inoltre sulla crescita e l'equilibrio dei rischi si è particolarmente deteriorato durante l'estate, con l'escalation del conflitto commerciale, la crescente probabilità di un'hard Brexit, le difficoltà dell'economia tedesca e le previsioni di inflazione molto contenute.

I nuovi annunci banche centrali sono molto attesi, in particolare quello della BCE. Siamo convinti che Mario Draghi e il suo team presenteranno in settembre uno stimolo monetario di considerevole impatto. Ma la sola politica monetaria non sarà forse sufficiente: dovremo prestare attenzione alle possibili misure di rilancio per ora solo accennate dal governo tedesco e che Donald Trump potrebbe annunciare nell'ultimo anno del suo attuale mandato.

LE NOSTRE CONVINZIONI

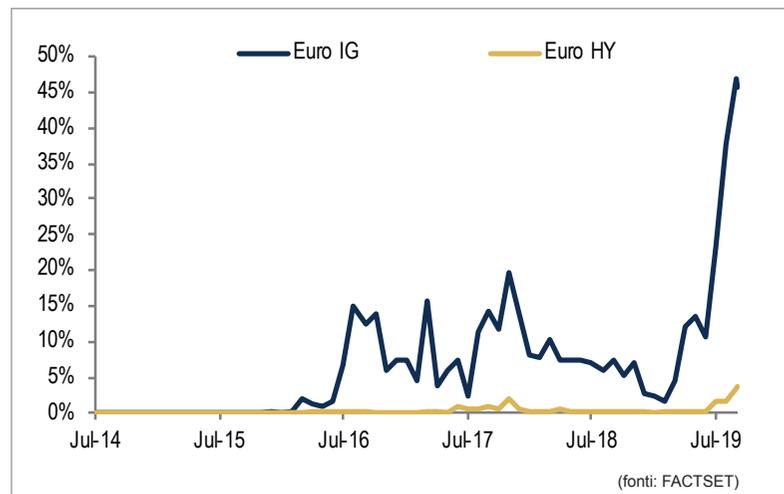
A breve termine, i tassi core resteranno bassi, i debiti periferici saranno sostenuti dall'atteggiamento accomodante della BCE e le previsioni di inflazione potrebbero registrare solo occasionali rialzi. Nei fatti, non rileviamo alcun segnale strutturale di tensione inflazionista.

Al nostro scenario possono essere associati tre fattori di rischio: le eventuali misure di rilancio, una delusione delle attese riposte nelle Banche Centrali e alcune sorprese positive sul piano macroeconomico. Nonostante i livelli storicamente bassi dei tassi, ci sembra comunque opportuno mantenere in portafoglio una duration positiva.



IL MERCATO HIGH YIELD

Percentuale dell'universo di credito a tasso negativo



L'andamento del mercato High Yield è stato piuttosto contrastato. Mentre la performance del segmento dei rating BB è stata abbastanza positiva, quella dei titoli di minore qualità (B e CCC) si è rivelata piuttosto deludente. Questo segmento è stato significativamente penalizzato dalle incertezze sulla guerra commerciale, che pesano sull'economia mondiale. A queste inquietudini si sono aggiunti anche i rischi geopolitici legati in particolare alla Brexit.

I settori con un andamento più ciclico, come l'energia, l'automobile, la chimica o le materie prime, sono stati altrettanto penalizzati dalle incertezze economiche e commerciali.

Questa avversione al rischio si concretizza in un'inversione delle curve di rendimento dei segmenti con rating B e CCC, fra le scadenze 1-3 anni e 3-5 anni.

Il tasso di default sul mercato High Yield è in lieve aumento, in particolare negli USA, dove si è attestato al 5% negli ultimi 12 mesi, soprattutto a causa di un aumento delle inadempienze nel settore energetico.

LE NOSTRE CONVINZIONI

L'andamento del mercato High Yield nei prossimi mesi dipenderà essenzialmente dai progressi ottenuti sul fronte del conflitto commerciale USA/Cina:

■ A brevissimo termine, l'avversione al rischio dovrebbe restare all'ordine del giorno e i flussi dovrebbero continuare ad orientarsi verso il segmento più solido del mercato, gli emittenti con rating BB.

■ In una prospettiva a sei mesi, qualora la guerra commerciale dovesse placarsi, tenuto conto dell'attuale contesto di tassi e della ricerca di rendimento degli investitori, pensiamo che i flussi sugli High Yield possano orientarsi maggiormente verso gli emittenti più ciclici e con un rating inferiore, che hanno sensibilmente sofferto in tempi recenti.



IL MERCATO DEL DEBITO SUBORDINATO

I debiti subordinati hanno vissuto un'estate positiva. Le performance hanno infatti subito un'accelerazione, legata alle previsioni di rilancio del QE da parte della BCE e di un allentamento generalizzato delle politiche monetarie delle grandi banche centrali. Va sottolineata la sovraperformance relativa dei debiti subordinati rispetto al debito High-Yield B e CCC ciclico, attribuibile alla scarsa sensibilità del settore bancario al rallentamento della crescita mondiale. Allo stesso tempo, la formazione di un nuovo governo di coalizione in Italia ha evitato una nuova crisi politica e ha trascinato al ribasso i tassi sovrani del Paese. Come sempre, tale calo ha avuto un impatto molto positivo per la valorizzazione dei debiti subordinati degli emittenti italiani.

Più nel dettaglio del settore notiamo come il piano di ristrutturazione annunciato dalla Deutsche Bank appaia ambizioso anche se non è stato accolto con favore dai mercati. Il rischio di esecuzione è senza dubbio notevole, ma il management ha finalmente preso la decisione indispensabile di ridurre l'indebitamento della banca a un ritmo sostenuto: una decisione che appare come l'unica possibilità per salvare l'istituto.

Nei prossimi mesi, i debiti subordinati europei, siano essi di emittenti finanziari o non finanziari, dovrebbero a nostro avviso beneficiare pienamente dell'influsso di vari fattori.

In primo luogo, tali debiti offrono rendimenti molto interessanti mentre gran parte del mondo dei debiti corporate con rating "Investment Grade" evidenzia un rendimento attuariale negativo. L'indice Bloomberg Barclays Contingent Capital, che riunisce i debiti perpetui Tier 1 detti CoCo evidenzia infatti un rendimento attuariale medio del 4,00 %, al 28 agosto 2019. (rendimento alla call).

Inoltre, sebbene non siano direttamente acquistati dalla BCE, questi titoli dovrebbero beneficiare della tendenza generale alla riduzione degli spreads, nel caso di un nuovo programma di acquisto di debiti obbligazionari corporate da parte della BCE.

LE NOSTRE CONVINZIONI

La nostra principale convinzione sul mercato del credito resta quindi la classe dei debiti subordinati finanziari di tipo CoCo. Oltre a un rendimento interessante, le banche europee offrono un profilo di rischio di credito in costante miglioramento. Anche se la redditività resta in parte limitata dal basso livello dei tassi europei, ciò influenza soprattutto la valorizzazione delle azioni bancarie, nella misura in cui gli investitori obbligazionari si interessano soprattutto ai fattori di stabilità finanziaria. Su questo punto, basiamo la nostra convinzione sulla riduzione dei ratio di crediti deteriorati (3,1 % a fine marzo 2019 su scala europea, secondo l'EBA, contro il 5,6 % tre anni prima) e sul regolare aumento dei ratio di solvibilità, nel quadro degli attuali testi regolamentari o di quelli della prossima normativa Basilea 4.

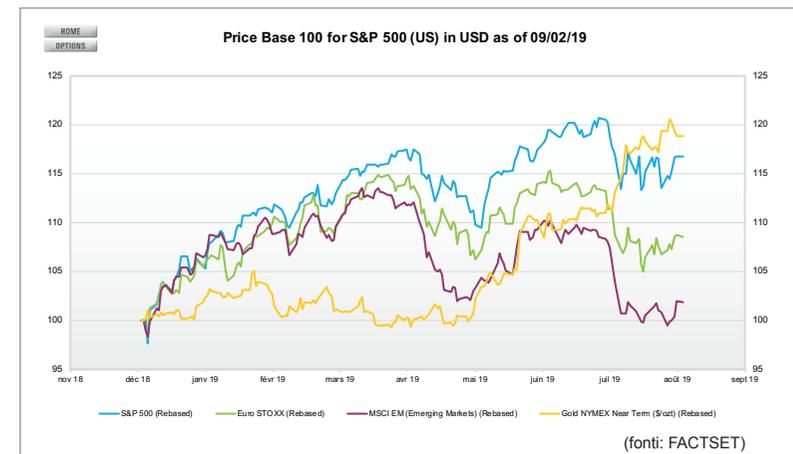


EUROPA E MONDO

Nel contesto già descritto, gli indici azionari sono stati in ultima analisi poco penalizzati durante l'estate, con un aumento dell'1,80 % per MSCI World, dal 1° luglio al 30 agosto, e un calo di -1,04 % per l'indice Stoxx Europe 600. Come è spesso il caso, gli indici statunitensi si dimostrano più resistenti, con un aumento di +3,13 % per lo S&P 500, che beneficia di una dinamica economica più regolare. Viceversa, gli indici dei paesi emergenti hanno subito un impatto considerevole, a causa della situazione sempre più difficile in Cina e della crisi in Argentina. L'indice MSCI China lascia sul terreno -4,90 % e l'indice MSCI EM il 2,84 %.

La pubblicazione dei risultati del secondo trimestre ha provocato un'ulteriore revisione al ribasso delle previsioni per l'esercizio 2019, nelle principali zone. Sempre più aziende manifestano una crescente prudenza, a causa del persistere di numerosi fattori di rischio (soprattutto le misure protezionistiche e la Brexit). Le previsioni di crescita degli utili per azione nel 2019 sono state ampiamente riviste al ribasso, attestandosi a solo +5,3 % in Europa e a +1,70 % negli Stati Uniti. Le attese per il 2020 restano invece chiaramente troppo elevate e ci attendiamo una correzione significativa anche su questo orizzonte, considerando che le attuali problematiche avranno un impatto sull'attività e in particolare sugli investimenti nei trimestri a venire.

Avversione al rischio e resistenza degli indici US



LE NOSTRE CONVINZIONI

Manteniamo un posizionamento difensivo, con un'esposizione alle azioni prossima al 95 % del potenziale. Privilegiamo una selezione di titoli basata sulla crescita e la qualità, che offra un potenziale di forte generazione di free cash-flow e dividendi sicuri, nonché aziende con forti caratteristiche difensive. Sono state mantenute solo alcune posizioni cicliche, essenzialmente in società che hanno reagito positivamente alle pubblicazioni del 2° trimestre e la cui guidance ci sembra soddisfacente.

Da un punto di vista settoriale, restiamo positivi sui settori delle utility e del real estate, che beneficiano del calo dei tassi, e in misura minore sull'agroalimentare. Da un punto di vista geografico, siamo sottoesposti ai mercati emergenti, a causa delle tensioni commerciali ma anche a causa delle manifestazioni a Hong Kong, che rafforzano il clima di incertezza politica in Asia. Privilegiamo l'area dell'America del Nord, la cui crescita economica ci appare per ora come la più resiliente.



PICCOLE CAPITALIZZAZIONI

Il mercato delle piccole capitalizzazioni in Francia è stato naturalmente segnato dal rallentamento della crescita mondiale e dal contesto di guerra commerciale fra gli Stati Uniti e la Cina.

Abbiamo assistito al costituirsi di una dicotomia fra le grandi capitalizzazioni e i titoli più piccoli. L'indice CAC 40 si è quindi apprezzato del 15,8 % nel 2019 (al 30 agosto), mentre gli indici CAC Small e PME 150 hanno registrato rispettivamente un aumento del 5,24 % e del 7,94 %.

La spiegazione risiede indubbiamente nei notevoli deflussi dai fondi investiti in piccole capitalizzazioni, effettuati negli ultimi 18 mesi in risposta all'abituale avversione al rischio che caratterizza questo tipo di asset.

Questa performance inferiore rende a nostro avviso attraenti le piccole capitalizzazioni. Per il 2020, il P/E ratio dell'indice CAC Small si rivela quindi in linea con quello delle grandi capitalizzazioni, attestandosi a 13,9 contro 13,4 per il CAC 40. Viceversa, le previsioni di utili per il 2020 sono ampiamente a favore delle small cap, con +30,7 % contro 11,25 % per l'indice CAC 40.

Bisognerà tuttavia prestare particolare attenzione ai fattori macroeconomici e geopolitici dei prossimi mesi, che orienteranno i nostri investimenti verso settori più difensivi, come l'agroalimentare e la farmacia, o verso titoli più ciclici.



LA FRANÇAISE

128, bd Raspail 75006 Parigi - France
Tel. +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARIS

Periodico pubblicato da La Française, "société anonyme" con consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza e capitale di 78 836 320 € - RCS: 480.871.490

XX3392 - SETTEMBRE 2019

Direttori responsabili: 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.