

Outlook 2018

Azioni

Beneficiare della ripresa europea.

Absolute Return

Privilegiare i titoli che presentano valutazioni interessanti ed esposti verso la digitalizzazione dell'economia.

Obbligazioni

Flessibilità, selettività e duration breve.

Diversificati

Esposizione azionaria. Mantenere la cautela nei confronti dei tassi di interesse.

“L'Europa prima di tutto !

Crescita globale sostenuta dall'Eurozona

- La crescita dell'Eurozona tiene nuovamente il passo con quella degli Stati Uniti.
- Le Banche Centrali attuano politiche prudenti in termini di normalizzazione monetaria, orientate “a favore della crescita”.
- Le dinamiche d'inflazione tornano a essere fondamentali per l'andamento dei mercati.
- Il rapporto rischio/rendimento delle obbligazioni continua a essere poco attraente.
- I fondamentali economici sostengono i titoli azionari dell'Eurozona.



JEAN-CHARLES MÉRIAUX,
Direttore della gestione



PASCAL GILBERT,
Gestore obbligazionario

“L’Europa prima di tutto!”

Crescita globale sostenuta dall’Eurozona

Ai massimi degli ultimi 10 anni, la crescita economica globale alimenta previsioni ancora positive. La Banca Centrale Europea (BCE) rivede le proprie aspettative per il 2018 da 1,8% a 2,3% nell’Eurozona e analogamente la Federal Reserve statunitense (FED) da 2,1% a 2,5% sullo stesso periodo. Gli indicatori prospettici, ancora decisamente positivi, offrono un’ottima visibilità sul primo trimestre. L’indice IFO¹, ad esempio, resta ai massimi storici.

L’output gap² ha subito una contrazione e il mercato del lavoro mostra già qualche segnale di tensione nei paesi più dinamici (Stati Uniti, Germania, ma anche nei paesi limitrofi, Polonia, Ungheria ...). La disoccupazione continuerà a calare. Ogni mese quasi 100.000 disoccupati appartenenti all’Eurozona³ trovano nuovamente un’occupazione, contribuendo alla crescita. L’apparato produttivo, inoltre, risulta particolarmente stimolato in Europa e ciò dovrebbe alimentare investimenti significativi.

Crediamo fermamente nell’economia dell’Eurozona, in particolare della Francia. Dalla fine del 2015, la crescita dell’Eurozona è superiore a quella degli Stati Uniti e la situazione non cambierà nel 2018. Per la prima volta in 25 anni non è sostenuta dal disavanzo di bilancio e da politiche di stimolo economico, come invece continuerà ad esserlo negli Stati Uniti e in Giappone nel 2018.

La Francia è il primo paese in cui al momento desideriamo investire. È il paese che offre migliore visibilità politica. Da oltre dieci anni non si registravano delle dinamiche e un contesto economico così favorevoli. La fiducia è una realtà.

Anche la crescita giapponese dà l’impressione di essere tornata a registrare una ripresa sostenibile, per la prima volta da 25 anni a questa parte. Quella della Cina, sicuramente in graduale rallentamento, continua a essere pilotata in modo impeccabile. Nei paesi emergenti, nonostante una situazione migliore, la ricomparsa di tendenze protezionistiche appare ancora come una spada di Damocle per alcuni di questi paesi.

La tematica legata all’inflazione, da una decina di anni sottostimata dai mercati, risulterà fondamentale nel 2018. L’aumento dei prezzi sarà graduale e probabilmente più significativo negli Stati Uniti, dove il ciclo economico si trova in fase più avanzata. Una lieve ripresa dell’inflazione dovrebbe consentire alle Banche Centrali di dimostrare l’efficacia dei loro modelli e delle misure adottate in passato. È ormai giunto il momento della verità per aumentare ulteriormente la loro credibilità.

¹ Indicatore mensile di fiducia elaborato in base a un’indagine condotta presso 7000 imprenditori tedeschi.
² Output gap. Differenziale tra il livello reale del prodotto interno lordo (PIL) e il suo livello potenziale: produzione potenziale. ³ Fonte Eurostat.

“
*La crescita dell’Eurozona
tiene nuovamente il passo
con quella degli Stati Uniti*”

“
*Le Banche Centrali
attuano politiche
monetarie prudenti
orientate “a favore della
crescita”*”

Qualsiasi deflusso di capitali dall'Eurozona rappresenta un rischio. Ne siamo convinti da ormai due anni. Con il doppio disavanzo⁴ superiore al 6% del PIL⁵ negli Stati Uniti, il dollaro potrebbe infatti indebolirsi ulteriormente entro dodici mesi. L'Eurozona registra praticamente un doppio surplus, commerciale e di bilancio, ad eccezione della Francia. L'euro è quindi una valuta forte che continuerà ad apprezzarsi nel medio periodo.

«**Chi va piano va sano e va lontano**». La tendenza all'inasprimento monetario, graduale ma continuo, è il segnale di un ritorno alla normalità. Le Banche Centrali controllano che le misure adottate per alimentare il driver della crescita non abbiano effetti controproducenti. Per queste ultime la posta in gioco è forse quella di essere un po' meno “prevedibili”, al fine di poter prevenire le bolle sul nascere.

Il rapporto rischio/rendimento è poco attraente sul mercato obbligazionario. Pur non credendo all'eventualità di crollo dei mercati obbligazionari, continuiamo a monitorare quest'asset class, che ha raggiunto una soglia minima in termini di rendimenti. Tuttavia, la caratteristica di bene rifugio e il volume ridotto di emissioni rendono il debito pubblico un asset destinato a restare caro. La decorrelazione con i titoli azionari giustifica, tuttavia, la sua introduzione all'interno dell'asset allocation ai fini della diversificazione. I titoli indicizzati all'inflazione devono essere privilegiati in un'ottica di ripresa, anche lieve, dell'aumento dei prezzi.

Le obbligazioni societarie⁶ registrano un aumento dei rischi di liquidità, volatilità e insolvenza. La categoria investment grade⁷, che è quella più affidabile, offre ad esempio solo lo 0,2% di tasso nominale sulle scadenze brevi, comprese tra 3 e 5 anni. La parola d'ordine per individuare valore nel 2018 sarà la flessibilità, in particolare nel caso degli emittenti di obbligazioni convertibili.

Il proseguimento di un processo di normalizzazione monetaria graduale dovrebbe invece indurre i risparmiatori ad assumersi rischi maggiori sui mercati azionari. Gli ottimi fondamentali economici sostengono i titoli azionari dell'Eurozona. La valutazione delle azioni non appare eccessiva, con una stima del PER⁸ per il 2018 pari a 14,5 volte. Manteniamo una forte convinzione nei titoli “value”, che presentano un rapporto tra il multiplo del valore aziendale e l'Ebitda⁹ inferiore alla media storica.

Redatto il 10 gennaio 2018

⁴Disavanzo cumulativo di bilancio e commerciale. ⁵Prodotto Interno Lordo. ⁶Obbligazioni societarie. ⁷Titoli equivalenti a obbligazioni emesse da emittenti a cui è stato attribuito un rating compreso tra AAA e BBB- dalle agenzie di rating, in base alla scala di punteggio di Standard & Poor's. ⁸Price Earning Ratio, rapporto prezzo/utili. ⁹Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization. È l'utile ante interessi, imposte, deprezzamento e ammortamento. Si tratta di un indicatore equivalente al margine operativo lordo (MOL), impiegato per calcolare la redditività economica di una società.

Beneficiare della ripresa europea

I fondamentali economici sostengono i titoli azionari dell'Eurozona

Absolute Return



Privilegiamo i titoli che a nostro avviso presentano

livelli di valutazione interessanti e in grado di beneficiare del processo di digitalizzazione dell'economia.

Manteniamo una view positiva nei confronti dei titoli azionari, anche se probabilmente l'aumento graduale dei tassi di interesse, in particolare negli Stati Uniti, potrebbe limitare la loro crescita.

Riteniamo che la crescita degli utili sarà fondamentale per l'andamento delle quotazioni azionarie.

A nostro avviso, le società più inclini a riservare sorprese positive in termini di utili sono quelle esposte positivamente verso il processo di digitalizzazione dell'economia e/o verso l'Europa.

Cyril Freu,

Responsabile del team
Absolute Return e
Vice-Direttore della Gestione

I mercati azionari europei continuano a essere relativamente poco costosi rispetto ai mercati obbligazionari. In un contesto di ripresa del ciclo economico e di una probabile ripresa dell'inflazione, lo stile di investimento "value" dovrebbe continuare a recuperare terreno e a sovraperformare. «I titoli growth che presentano un prezzo equo dovrebbero inoltre beneficiarne, a condizione di mantenere una certa selettività» afferma Carl Auffret, Gestore di DNCA Invest Europe Growth e di DNCA Invest Norden Europe.

Benché leggermente trascurate, le società large cap¹⁰ domestiche dovrebbero essere favorite dalla ripresa degli afflussi di investimento verso l'Europa. Prosegue l'accelerazione economica in tutti i paesi tranne che nel Regno Unito, penalizzato dalla Brexit. Il ritardo accumulato in Francia e in Italia è tale che il potenziale di apprezzamento è maggiore rispetto agli altri mercati. «La politica industriale dello Stato francese favorirà probabilmente le società pubbliche, quali EDF, Thales, Orange e Air France-KLM» afferma Damien Lanternier, Gestore di Centifolia.

«Le società mid cap restano interessanti grazie alla loro esposizione verso la ripresa economica e al forte potenziale di crescita che presentano» ritiene Don Fitzgerald, Gestore di DNCA Invest Archer Mid-Cap Europe.

Il settore delle telecomunicazioni è giunto a un punto di svolta, e offre una valutazione interessante in termini di profitti e di EBITDA¹¹. Manteniamo una forte convinzione nel settore automobilistico e nei produttori di componenti che godono di buone prospettive macroeconomiche con multipli di valutazione ancora bassi, proprio come il settore dei trasporti e del traffico aereo.

Il settore petrolifero resta un settore "value", mentre la domanda è sostenuta dalla crescita globale. Il prezzo a barile, confinato in un intervallo di prezzo tra 45-65 dollari USA, ha indotto le major¹² a gestire meglio i loro costi operativi. «Dopo il picco registrato nel 2013, gli investimenti nell'esplorazione petrolifera sono crollati da 700 a 400 miliardi di dollari» osserva Pierre Pincemaille, Gestore di DNCA Invest Evolutif.

Gli istituti di credito francesi dovrebbero registrare un miglioramento dei margini di profitto, con un lieve e nuovo irripidimento¹³ della curva dei rendimenti. Basilea 4 offre una migliore visibilità a livello di regolamentazione, e il settore è sostenuto da interventi significativi di riduzione dei costi, intrapresi negli ultimi anni. «Il rischio sistemico è scomparso nel caso degli istituti di credito italiani e dei loro bilanci, per quelli migliori tra questi ultimi come Intesa Sanpaolo e Unicredit, consentendo loro di riassetarsi accompagnando la ripresa dei consumi interni» afferma Isaac Chebar, Gestore di DNCA Invest Value Europe.

La tematica della rivoluzione digitale resterà creatrice di valore aggiunto nel 2018. I titoli che ne beneficeranno in modo evidente sono quelli tecnologici (ESN¹⁴, semiconduttori, robotica, intelligenza artificiale, biotecnologie,...). Riteniamo che in una prospettiva di medio periodo, la capacità delle società tradizionali di adeguarsi alle nuove sfide attuali a livello mondiale (digitalizzazione, transizione verso un'energia sostenibile,...) rappresenti un aspetto fondamentale per il loro andamento sul mercato azionario.

¹⁰Società a grande capitalizzazione. ¹¹Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization. È l'utile ante interessi, imposte, deprezzamento e ammortamento. Si tratta di un indicatore analogo al margine operativo lordo (MOL), impiegato per calcolare la redditività economica di una società. ¹²Società principali e leader nel settore petrolifero e in quello del gas a livello mondiale. ¹³Aumento del divario di rendimento tra i tassi di interesse a breve scadenza e quelli a lunga scadenza per uno stesso emittente. ¹⁴Società di Servizi per la Trasformazione Digitale.

Flessibilità, selettività e duration breve

Il rapporto rischio/rendimento delle obbligazioni resta poco attraente

In caso di aspettativa di ripresa dell'inflazione, la Banca Centrale Europea (BCE) potrebbe volutamente assumere un atteggiamento diverso rispetto al tono ancora accomodante, cogliendo di sorpresa i mercati. «Di fronte a rendimenti obbligazionari bassi, e in assenza di visibilità circa le tempistiche della normalizzazione monetaria in atto, il nostro primo istinto è quello di conservare della liquidità a scopo difensivo» afferma Philippe Champigneulle, Gestore di Eurose. Questa liquidità verrà impiegata in modo opportunistico per generare rendimento in caso di ripresa della volatilità, come abbiamo già fatto nell'autunno del 2015 e a primavera del 2016, quando i mercati del credito avevano subito i contraccolpi derivanti dai primi rialzi dei tassi attuati dalla Federal Reserve statunitense (FED).

I titoli indicizzati all'inflazione rappresentano una fonte interessante di diversificazione in un'ottica di aumento dell'inflazione, anche in misura ridotta, così come prevediamo. Inoltre è già una realtà in quei paesi che si trovano in una fase avanzata del ciclo economico (Stati Uniti, Regno Unito, Canada, Giappone, Germania ...). In un contesto di crescita globale significativa, l'apprezzamento delle materie prime dovrebbe alimentare il protrarsi di questo movimento.

«Le obbligazioni convertibili rappresentano una fonte di opportunità, se il mercato primario resta dinamico» osserva Igor de Maack, Gestore e portavoce della gestione. Si tratta di tener conto dell'aumento del rischio di insolvenza e di privilegiare la liquidità su duration brevi.

Monitoriamo con particolare attenzione il debito corporate¹⁵, che a nostro avviso non può più essere considerato un bene rifugio come accade ormai da trent'anni. Gli afflussi verso questo segmento saranno positivi finché i rendimenti dei titoli governativi europei resteranno negativi su scadenze inferiori ai 5 anni. Tuttavia, i rendimenti obbligazionari aumenteranno più rapidamente di quelli dei titoli governativi. La prudenza è d'obbligo soprattutto nel caso delle obbligazioni high yield¹⁶.

Fondi Diversificati

Manteniamo un livello di esposizione elevato verso i titoli azionari europei e quelli domestici, al fine di beneficiare del "momentum" europeo. Monitoriamo attentamente le obbligazioni e manteniamo una duration modificata ridotta del portafoglio.

Privilegiamo le obbligazioni convertibili in azioni e i titoli indicizzati all'inflazione, per beneficiare dell'aumento dei tassi di inflazione di pareggio.

Manteniamo la sovraperponderazione della componente liquidità per approfittare delle fasi di ripresa della volatilità, e del proseguimento della convergenza dei rendimenti sovrani nell'Eurozona.

¹⁵Debito societario. ¹⁶Le obbligazioni "ad alto rendimento" sono titoli obbligazionari di tipo speculativo, con un rating inferiore a BBB- in base alla classificazione di Standard & Poor's.

“
Le dinamiche di
inflazione tornano a
essere fondamentali per
l'andamento dei mercati

Testi redatti il 10/01/2018. Fonti: DNCA Finance. Maggiori informazioni sono disponibili sul nostro sito. DNCA Investments è un marchio commerciale di DNCA Finance. Le view sui mercati riportate sono il risultato delle analisi dei gestori di DNCA Finance. DNCA Finance non può essere ritenuta responsabile di qualsiasi decisione presa o meno in base al presente documento, né dell'uso che soggetti terzi potrebbero farne. Il presente documento promozionale è uno strumento di presentazione semplificato e non costituisce né un'offerta di sottoscrizione né una consulenza in materia di investimenti. Il presente documento non può essere riprodotto, divulgato, comunicato, in tutto o in parte, senza la preventiva autorizzazione della società di gestione. Alcuni soggetti o paesi potrebbero subire restrizioni di accesso ai prodotti e ai servizi illustrati. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione dei singoli soggetti. Il KIID deve essere consegnato al sottoscrittore prima di ogni sottoscrizione. Per ulteriori informazioni sulle strategie e l'insieme delle commissioni si invita a consultare il prospetto, il KIID e le eventuali informazioni normative disponibili sul nostro sito www.dnca-investments.com o gratuitamente, su semplice richiesta, presso la sede della società di gestione.

DNCA Finance, Succursale di Milano - Via Dante, 9 20123 Milano Italia - Tel: +39 02 0062281

DNCA Finance - 19, place Vendôme - 75001 Paris - tel.: +33 (0)1 58 62 55 00 - email: dnca@dnca-investments.com - www.dnca-investments.com. Società di gestione autorizzata dall'Autorità dei Mercati Finanziari (Autorité des Marchés Financiers) in data 18 agosto 2000 con numero di registrazione GP 00-030.

CONTATTI



Enrico Trassinelli

Managing Director

+39 02 00 62 28 04

etrassinelli@dnca-investments.com



Elena Follis

Senior Relationship Manager

+39 02 00 62 28 03

efollis@dnca-investments.com



Silvia Ranauro

Head of investment advisory

+39 02 00 62 28 09

sranauro@dnca-investments.com



Giorgio Nichetti

Senior Relationship Manager

+39 02 00 62 28 05

gnichetti@dnca-investments.com



Sara Faccini

Head of Client Service

+39 02 00 62 28 02

sfaccini@dnca-investments.com



Roberto Veronico

Senior Relationship Manager

+39 02 00 62 28 08

rveronico@dnca-investments.com



Alice Carrara

Client service

+39 02 00 62 28 07

acarrara@dnca-investments.com