



R-co Club - Trarre profitto in scenari alternativi

Il susseguirsi di eventi che ha caratterizzato i mesi estivi ha alimentato la volatilità sui mercati finanziari. Didier Bouvignies e Ludivine de Quincerot presentano la strategia implementata in R-co Club per far fronte al nuovo scenario macroeconomico.



Didier Bouvignies

General Partner
& CIO e Portfolio Manager
in Rothschild & Co
Asset Management Europe



Ludivine de Quincerot

Portfolio Manager
e Spokeswoman
in Rothschild & Co
Asset Management Europe

A livello geopolitico, l'escalation della guerra commerciale sino-americana ha continuato a suscitare forti preoccupazioni tra gli investitori. A queste, si aggiungevano quelle provenienti da Hong Kong e dall'America Latina e quelle riguardanti i messaggi del nuovo Primo Ministro britannico Boris Johnson sulla prospettiva di una "hard Brexit" sempre più probabile.

Sul piano economico, gli Stati Uniti, che fino ad ora avevano mostrato una certa resistenza rispetto al rallentamento globale, hanno pubblicato indicatori in calo, con un indice Markit PMI manifatturiero inferiore a 50.

In questo contesto movimentato, gli investitori si sono orientati verso asset ritenuti più "sicuri", primi fra tutti i titoli di Stato, i cui tassi di interesse hanno evidenziato un calo vertiginoso nell'ordine di 50 punti base per il Bund e per il T-Bill a 10 anni. Il trentennale tedesco è sceso in territorio negativo e la curva dei rendimenti statunitense ha subito un'inversione che ha provocato un aumento delle probabilità di recessione a circa il 30% in base al modello predittivo della Fed. Dall'altra parte, l'oro, bene rifugio per eccellenza, è salito di circa il 20% da inizio anno e le miniere aurifere hanno guadagnato il 40%.

L'apparente resilienza dei mercati azionari cela, in realtà, una forte divergenza tra i settori. I più difensivi (salute, utility, beni di consumo non durevoli) hanno performato meglio sulla scia del calo dei tassi, mentre altri settori (beni industriali, costruzioni, banche), i cui risultati di medio termine sono più esposti al ciclo economico e al livello dei tassi di interesse, sono stati maggiormente penalizzati.

In questo contesto, la performance di R-co Club ha risentito del suo posizionamento caratterizzato da una bassa sensibilità ai tassi. La sovraesposizione alle obbligazioni dei paesi periferici, in particolare quelle italiane (che hanno registrato un calo significativo di 160 punti base in 3 mesi) e quelle spagnole, non è riuscita a compensare l'impatto negativo del posizionamento short sul bund tedesco. Il sovrappeso sulle azioni ha svolto solo un ruolo marginale: il nostro posizionamento si è

"L'escalation della guerra commerciale sino-americana ha continuato a suscitare forti preoccupazioni tra gli investitori..."

R-co Club

R-co Club è un fondo flessibile caratterizzato da un'allocazione diversificata, senza vincoli geografici, che investe in azioni e obbligazioni. Il fondo adotta una gestione basata sulle convinzioni e sull'analisi fondamentale con l'obiettivo di generare performance a medio termine cogliendo i premi al rischio e il potenziale di rialzo delle principali *asset class*.

La selezione dei titoli, all'interno della componente azionaria, privilegia le società che presentano valutazioni interessanti alla luce delle prospettive di redditività. La componente tassi offre una scelta diversificata degli emittenti ed è flessibile in termini di duration e di allocazione.

La filosofia di gestione del fondo si basa su decisioni di investimento nette, che si discostano dai trend di breve periodo e possono andare controcorrente rispetto al consensus.

concentrato essenzialmente su titoli con basse valutazioni che non hanno beneficiato del calo dei tassi di interesse come invece nel caso dei titoli growth.

In questo inizio settembre sorgono, pertanto, due interrogativi dal punto di vista dell'*asset allocation*. Sul piano macroeconomico è possibile evitare la recessione? In un'ottica di gestione, quale asset presenta ancora un potenziale di guadagno significativo, tenendo conto degli attuali livelli delle valutazioni?

Attualmente, trovare valide argomentazioni a sostegno della tesi di una possibile inversione di tendenza dello scenario economico a livello globale è piuttosto complesso. È possibile, tuttavia, scorgere alcuni elementi che suggeriscono la possibilità di una crescita moderata e una normalizzazione delle valutazioni delle varie *asset class*.

Innanzitutto, osserviamo i segnali derivanti dai movimenti della curva dei rendimenti. Storicamente, 7 volte su 10, l'inversione della curva ha preannunciato una recessione. Tuttavia, nella configurazione attuale, questa inversione si è verificata in assenza di un forte rialzo dei

tassi di riferimento che dunque non ha pesato significativamente sulle capacità di rimborso delle famiglie, sugli investimenti delle imprese o sul settore delle costruzioni. L'inversione è stata provocata dal calo dei tassi a lungo termine e non rappresenta necessariamente un segnale di recessione come è accaduto in passato. Inoltre, non si sono verificate le conseguenze sul settore immobiliare osservate nelle precedenti inversioni delle curve, avvenute in contesti di politiche monetarie delle banche centrali restrittive.

Secondariamente, anche se quasi tutti gli indici di fiducia delle imprese nel settore industriale sono attualmente in calo, il settore dei servizi si sta mostrando resiliente, in particolare in Europa, ritardando un possibile effetto di contagio. Inoltre, i consumatori beneficiano di una dinamica di potere d'acquisto positiva, legata al calo dei prezzi delle materie prime, alla creazione di nuovi posti di lavoro e all'incremento dei salari. Questo potere d'acquisto non è stato consumato integralmente e ha quindi portato a un rialzo del tasso di risparmio in diversi grandi paesi (8,5% del reddito disponibile negli Stati Uniti, 18% in Germania e 14% in Francia) al contrario di quanto osservato nelle fasi finali dei cicli precedenti.

Inoltre, per quanto riguarda le tensioni sino-americane, anche se entrambe le parti sembrano trincerarsi sulle proprie posizioni, non dimentichiamo che è naturale nel corso delle trattative “mostrare i muscoli” prima di fare delle concessioni. D'altra parte, se Donald Trump dispone di un vantaggio

non indifferente rappresentato dal saldo commerciale fortemente negativo con la Cina, i cinesi hanno dalla loro parte il fattore tempo, con il mandato “a vita” di Xi Jinping, mentre il Presidente americano inizierà presto la sua campagna elettorale per le presidenziali del 2020.

Infine, la politica ultra-accomodante delle banche centrali riduce inevitabilmente il costo del debito, sia per i consumatori, sia per i governi. La spesa pubblica offre già un contributo positivo alla crescita, soprattutto in un contesto di tassi negativi, che potrebbe portare a riconsiderare i criteri del Trattato di Maastricht. La Germania, ad esempio, che si trova attualmente ad affrontare una recessione tecnica, in gran parte legata alla sua esposizione agli andamenti del commercio mondiale e alle difficoltà che attraversa il settore automobilistico, potrebbe prendere in considerazione l'attuazione di misure di stimolo.

In questo contesto, la ricerca dell'asset adatto si rivela complessa. Tradizionalmente, nei

“I consumatori beneficiano di una dinamica di potere d'acquisto positiva, legata al calo dei prezzi delle materie prime, alla creazione di nuovi posti di lavoro e all'incremento dei salari...”



periodi di inversione della curva dei rendimenti, l'obbligazionario è il settore che offre maggiori potenzialità, come già dimostrato nel 2007, 2001 o 1993. Tuttavia, per il momento, le obbligazioni tedesche evidenziano un tasso nominale di -0,7% e un tasso reale di -1,6%, rispetto al tasso nominale del 4,5% nel 2007 e del 5% nel 2001.

Sul fronte dei mercati azionari, i premi al rischio sono aumentati contestualmente al calo dei tassi di interesse e l'extra rendimento del dividend yield rispetto al rendimento delle obbligazioni tedesche a 10 anni è di quasi il 4,5%. Questo fenomeno si manifesta in modo ancora più evidente all'interno degli stessi mercati azionari, con società che offrono dividend yield superiori al 7%, ma la cui ricorrenza nel tempo è difficilmente prevedibile a causa della loro forte esposizione al ciclo o delle incertezze sulla sostenibilità dei loro *business model*.

Nonostante il 30% del debito globale e il 60% del debito dell'Eurozona abbia rendimenti negativi, da inizio anno i fondi e gli ETF obbligazionari hanno raccolto 330 miliardi di dollari a livello globale, mentre i fondi azionari hanno registrato un deflusso di 200 miliardi di dollari.

In periodi di forti incertezze, si è sempre tentati di ridurre il livello di esposizione. Tuttavia, non bisogna dimenticare che nel corso dell'attuale ciclo le fasi caratterizzate da timori sono state numerose e farsi cogliere dal panico vendendo si è rivelata generalmente una mossa abbastanza

costosa. Ancora una volta, anche se i recenti dati rafforzano l'ipotesi di una recessione, va ricordato che nel corso degli ultimi anni, soprattutto nel 2016, i timori riguardanti la fine del ciclo di crescita globale iniziato nel 2009 sono emersi diverse volte. Di conseguenza, ci sembra prematuro adottare un posizionamento più difensivo che, alla luce delle attuali valutazioni delle diverse *asset class*, comporterebbe un aumento della quota di strumenti del mercato monetario all'interno del portafoglio.

Se, a differenza delle obbligazioni, questa *asset class* non comporta rischi di ribasso in caso di miglioramento dello scenario, essa è penalizzata da un rendimento negativo. Inoltre, un investimento sul mercato monetario risulta essere meno attrattivo se confrontato con le azioni europee, il cui rapporto prezzo per utile di 13x permette di ottenere un dividend yield di quasi il 4% (tenendo conto dei riacquisti di azioni proprie), oltre ad avere un forte potenziale di recupero in un contesto più favorevole. Non dimentichiamo inoltre che i mercati azionari europei, nonostante la crescita osservata, il calo del tasso di disoccupazione e i tagli ai tassi di riferimento, sono di fatto restati fermi negli ultimi quattro anni.

“Ci sembra prematuro adottare un posizionamento più difensivo...”

Fonte: Bank of America Merrill Lynch, dati al 29/08/2019.



In conclusione, queste considerazioni in controtendenza rispetto al diffuso pessimismo suggeriscono che i titoli azionari con basse valutazioni, penalizzati dalle paure riguardanti il ciclo economico e il calo dei tassi di interesse, potrebbero beneficiare di uno scenario di attenuazione dei timori riguardanti la guerra commerciale sino-americana, di iniziative di stimoli fiscali e, più in generale, di un contesto in cui i consumatori sono in grado di far risalire la fiducia del settore industriale.

Di conseguenza, R-co Club, con il suo posizionamento caratterizzato da un'esposizione azionaria elevata e dal mantenimento di una bassa sensibilità al rischio di tasso, adotta un approccio alternativo secondo il quale lo scenario peggiore sarà evitato di fronte a un consensus che sembra essersi già arreso all'idea che i tassi non risaliranno più. Ricordiamo che tra giugno 2016 e marzo 2017, i rendimenti erano saliti di 50 punti base e i titoli che evidenziavano le valutazioni più basse avevano registrato un rialzo del 26% in sei mesi.

All'interno della componente azionaria, privilegiamo gli asset europei concentrandoci sulla selezione di titoli large cap con valutazioni poco costose. Queste valutazioni ci sembrano interessanti,

“Privilegiamo gli asset europei concentrandoci sulla selezione di titoli large cap con valutazioni poco costose...”

sia storicamente sia rispetto alle altre asset class, a maggior ragione in un contesto in cui non esistono più veri e propri asset rifugio.

Tuttavia, tenendo conto della fase avanzata del ciclo economico, le nuove posizioni inserite in portafoglio nel 2019 si trovano meno esposte al ciclo economico rispetto a quelle sulle quali eravamo posizionati tra il 2012 e il 2017.

Infatti, il miglioramento dei loro risultati sarà determinato principalmente dall'evoluzione del loro posizionamento concorrenziale e da una migliore efficienza operativa, piuttosto che dall'accelerazione della crescita dei loro mercati finali. ■

Completato il 2 settembre 2019

Rendimento	2019	2018	2017	2016	2015	2014	5 anni	Volatilità 1 anno
R-co Club	4,0%	-12,7%	10,3%	-0,6%	8,1%	2,6%	7,4%	11,9%
40% Euro EMTS Global + 30% Euro Stoxx [®] Dividendes Réinvestis ^(C) + 20% MSCI Daily Total Return Net World Ex EMU \$ converti en € + 10% EONIA	12,8%	-4,1%	5,3%	5,1%	6,2%	10,8%	30,5%	7,2%

Fonte: Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/08/2019



Durata raccomandata dell'investimento: 5 anni

Il livello di rischio di questo OICVM è pari a 5 (volatilità compresa tra il 10% e il 15%) e riflette principalmente una politica di gestione discrezionale su mercati azionari e prodotti di tasso. I dati storici utilizzati per il calcolo di questo indicatore sintetico potrebbero non costituire un'indicazione affidabile del profilo di rischio futuro dell'OICVM. La categoria di rischio associata all'OICVM non è garantita e potrà evolversi nel tempo, al rialzo come al ribasso. La categoria di rischio più bassa non

comporta assenza di rischio. L'OICVM non presenta garanzia di capitale. Altri fattori di rischio importanti, non tenuti in considerazione nell'attribuzione dell'indicatore, sono: rischio di credito, rischio di liquidità, impatto di strumenti quali i prodotti derivati. Il manifestarsi di uno o più di tali rischi potrebbe determinare un ribasso del valore di liquidazione dell'OIC. Ulteriori informazioni sul profilo di rischio e i suoi principali contributori sono presenti all'interno del Prospetto.

Avvertenze

I commenti e le analisi contenuti nel presente documento sono forniti a scopo puramente informativo e non costituiscono una raccomandazione d'investimento, né una consulenza. Rothschild & Co Asset Management Europe non può ritenersi responsabile di decisioni prese sulla base degli elementi contenuti nel presente documento o ad essi ispirate (divieto di riproduzione totale o parziale salvo previa autorizzazione di Rothschild & Co Asset Management Europe). Qualora si faccia riferimento a dati esterni ai fini dell'elaborazione delle condizioni del presente documento, tali dati s'intendono provenienti da fonti ritenute attendibili, ma senza garanzia di esattezza o esaustività. Rothschild & Co Asset Management Europe non ha proceduto a una verifica indipendente delle informazioni contenute nel presente documento e non può pertanto ritenersi responsabile di eventuali errori o omissioni, né dell'interpretazione delle informazioni in esso contenute. La presente analisi ha validità esclusivamente ai fini della redazione del presente documento.

Gli organismi di investimento collettivo (OIC) sopra riportati sono organizzati ai sensi della legislazione francese e regolamentati dall'Autorità dei mercati finanziari (AMF). Gli OIC possono essere registrati all'estero in vista della loro commercializzazione attiva. Gli investitori sono quindi tenuti a informarsi relativamente alle giurisdizioni nelle quali gli OIC sono effettivamente registrati. Per ogni giurisdizione gli investitori sono invitati a fare riferimento alle specificità proprie a ogni paese, riportate nella sezione "caratteristiche amministrative". Il presente documento è pubblicato da Rothschild & Co Asset Management Europe, società di gestione di portafoglio autorizzata e regolamentata dall'Autorità dei mercati finanziari (www.amf-france.org) con il numero GP-17000014. Le informazioni presentate non sono destinate a essere diffuse e non costituiscono in alcun caso un invito rivolto ai cittadini degli Stati Uniti o ai loro mandataria. Le quote o azioni degli OIC descritti nel presente documento non sono e non saranno registrate negli Stati Uniti ai sensi dell'U.S. Securities Act del 1933 e successive modifiche ("Securities Act 1933") o ammesse in virtù di qualsiasi legge degli Stati Uniti. Tali quote o azioni dei suddetti OIC non devono essere offerte, vendute o trasferite negli Stati Uniti (inclusi i suoi territori e possedimenti), né avere come beneficiario diretto o indiretto una US Person, ai sensi del regolamento S del Securities Act, e soggetti equiparati, secondo quanto disposto dalla legge statunitense cosiddetta "HIRE" del 18 marzo 2010 e dal dispositivo FATCA. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza in investimenti, una raccomandazione di investimento o una consulenza fiscale. Le presenti informazioni non presumono l'adeguatezza degli OIC presentati alle esigenze, al profilo e all'esperienza di ogni singolo investitore. In caso di dubbi sulle informazioni presentate sull'adeguatezza degli OIC alle vostre esigenze personali, e prima di qualsiasi decisione di investimento, vi raccomandiamo di contattare il vostro consulente finanziario o fiscale. L'investimento in quote o azioni di qualsiasi OIC non è privo di rischio. Prima di qualsiasi sottoscrizione in un OIC, leggere attentamente il prospetto informativo, ed in particolare il paragrafo relativo ai rischi, e il documento di informazioni chiave per l'investitore (KIID). Il Valore Patrimoniale Netto (NAV) è disponibile sul sito internet www.am.eu.rothschildandco.com.

Le performance passate degli OIC descritti nel presente documento non costituiscono una garanzia delle performance future e possono indurre in errore. Tali risultati non sono costanti nel tempo. Il valore degli investimenti e dei redditi che ne deriva può variare al rialzo così come al ribasso, e non è garantito. Potrebbe accadere perciò, che l'investitore non recuperi l'importo inizialmente investito. Le variazioni dei tassi di cambio possono influenzare al rialzo così come al ribasso il valore degli investimenti e dei redditi che ne derivano, quando la valuta di riferimento dell'OIC è diversa dalla valuta del paese di residenza dell'investitore. Gli OIC la cui politica d'investimento mira in particolare mercati o settori specializzati (come i mercati emergenti) sono generalmente più volatili rispetto ai fondi più generali e diversificati. Per un OIC volatile, le fluttuazioni possono essere particolarmente significative, e il valore dell'investimento può perciò crollare bruscamente e fortemente. I risultati presentati non tengono conto delle eventuali spese e commissioni percepite in occasione della sottoscrizione e del riacquisto delle quote o azioni degli OIC interessati. I portafogli, prodotti o titoli presentati sono soggetti alle fluttuazioni del mercato e non è possibile garantire in alcun modo la loro evoluzione futura. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione individual

Rothschild & Co Asset Management Europe - 29 avenue de Messine - 75008 Paris società di gestione autorizzate dal AMF n° GP-17000014

A proposito di Rothschild & Co Asset Management Europe

Rothschild & Co Asset Management Europe, parte del gruppo Rothschild & Co, è una società di gestione patrimoniale indipendente, che offre servizi personalizzati di gestione e di consulenza in materia d'investimenti, rivolti a un'ampia gamma di investitori istituzionali, intermediari finanziari e distributori. Concentriamo il nostro sviluppo sulle competenze complementari nella gestione attiva e sulle conviction nell'architettura aperta. Con sede a Parigi e presenti in 10 paesi europei, gestiamo più di 21 miliardi di euro e ci avvaliamo di quasi 170 collaboratori. Per ulteriori informazioni, visitare: www.am.eu.rothschildandco.com