



Novembre 2017

Punto mensile – Novembre 2017

Il mese di ottobre è stato oggettivamente un ottimo mese per i risky asset, ma è stato addirittura eccezionale per la borsa giapponese. E meno male che negli ultimi giorni si è registrata una piccola pausa, visto che l'ipercomprato aveva raggiunto livelli elevatissimi, senza dimenticare che l'indice Nikkei ha già rotto una resistenza che resisteva dal 1996. Pertanto, il fatto che dovesse tirare il fiato era scontato, quasi da manuale di scuola. Se volessimo provare a guardare oltre i grafici, potremmo dire davvero che il rally giapponese poggia su basi solide e legate ai fondamentali? Provando ad analizzare la situazione nel dettaglio e iniziando dall'alto verso il basso (tipico approccio top down) noteremmo innanzitutto che siamo di fronte ad un Paese guidato da un primo ministro forte e con una robusta maggioranza a sostegno, che ha appena vinto le elezioni per la quinta volta potendo così continuare con il suo programma di riforme. Curioso che anche i suoi oppositori proponessero una versione ancor più aggressiva degli Abenomics, con vendita degli asset statali, politica monetaria ultra espansiva e liberismo economico puro. Direi quindi che il governo nipponico possa saldamente proseguire sulla strada intrapresa, a differenza di quel che osserviamo nelle maggiori economie occidentali dove le difficoltà politiche sono all'ordine del giorno. Uno scenario che pertanto è in grado di garantire ottime condizioni alle aziende del Sol Levante, i cui risultati aziendali mostrano utili in continuo miglioramento sia grazie all'aumento

delle vendite top-line che all'andamento favorevole dei tassi di cambio. Senza escludere persino ulteriori miglioramenti per i prossimi trimestri: il consensus attuale stima una crescita degli utili per azione intorno al 13%, ma non si esclude una crescita addirittura del 25%. Secondo alcuni analisti nello specifico, la corporate guidance si basa ancora sul presupposto che le vendite saliranno del 3,2% e il tasso di cambio contro il dollaro raggiungerà in media i Y110/USD. Gli utili del Topix dovrebbero quindi segnare un aumento del 13,1%. Si tratta di dati conservativi poiché quest'anno – vale a dire da aprile ad ottobre, visto che l'anno fiscale giapponese inizia ad aprile - la crescita delle vendite ha toccato in media il 4,5% e da sola dovrebbe aggiungere quasi il 15% ai profitti se proseguisse nella seconda metà dell'anno. Riguardo al forex, il presupposto di base di un cambio Y110/USD si raffronta con una media realizzata di Y111,9/USD per l'anno fiscale fino ad oggi. Ogni yen di debolezza nel rapporto di cambio contro Dollaro in sostanza aggiunge l'1% ai profitti, potenziando ulteriormente lo slancio per una crescita positiva degli utili. Tali presupposti non fanno che confermare la nostra view di lunga data sull'azionario giapponese (pur con una copertura di cambio per almeno il 70%) anche se quando cominciai a consigliarlo ai clienti quasi cinque anni fa (http://www.frameam.ch/frameam/images/ilpuntomensile/20130102_PUNTOMENSILE_PUBLIC.pdf) non mi aspettavo un movimento così

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management

importante. Per quanto riguarda gli altri mercati internazionali, continua la diatriba tra coloro che li vedono “in bolla” e pronti al tracollo e coloro che invece stanno comprando azioni soltanto adesso (e ne conosco tanti che si sono persi anni di bull market) nella speranza di ritorni positivi per il futuro grazie ad una crescita sincronizzata internazionale superiore al 3% e alle sue generose conseguenze. Personalmente continuo ad avere un atteggiamento agnostico, limitandomi ad osservare (come già avevo fatto il mese scorso) che ci sono sicuramente alcuni aspetti positivi di base che fanno ben sperare nel proseguimento di questo trend, e che il leggero ribasso che abbiamo visto negli ultimi giorni ha fatto più bene che male alla salute generale dei nostri portafogli. Continuiamo invece a ritenere che il vero rischio risieda nei mercati obbligazionari, caratterizzati da “sacche” di sottostima del rischio veramente importanti, rappresentate ad esempio dagli high yield europei (la cui correlazione con l’equity molti investitori retail faticano a comprendere, se non quando avvengono pesanti ribassi di Borsa) e anche dal BTP. Il titolo del Tesoro ha vissuto ancora una volta un mese di gloria grazie alle parole di Mario Draghi, ma non dimentichiamo che si sta avvicinando il momento in cui l’Italia dovrà fare i conti con gli investitori internazionali senza l’aiuto della BCE e solo a quel punto capiremo veramente se sarà in grado di continuare a sostenere tassi di interesse così bassi. Novembre di solito è di buon auspicio per il rally di fine anno e conto sul fatto che la maggior parte dei gestori e dei traders sia intenzionata a finire l’anno in maniera positiva, visto che nel 2018 le sfide da combattere saranno molte.