Il campo minato delle fasi finali dei cicli

Settembre 2018

Autore/i
Didier Saint-Georges

Data di pubblicazione
3 Settembre 2018

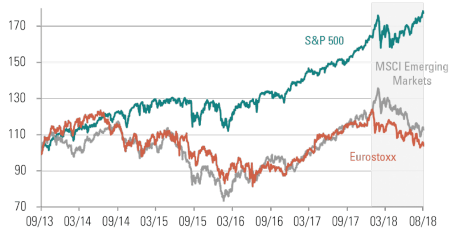
Lunghezza
6 minuto/i di lettura

All'inizio dell'estate insistevamo (si veda la Carmignac's Note di luglio"Collisione") sui pericoli per i mercati rappresentati dal contemporaneo raggiungimento della fase finale da parte di tre cicli: uno monetario (sgonfiamento della bolla di liquidità), il secondo economico (rallentamento del ciclo globale) e il terzo politico (aumento dei nazionalismi economici). L'estate ha purtroppo confermato le avvisaglie manifestatesi in primavera. La componente monetaria è stata penalizzata principalmente dai paesi emergenti a causa del riassorbimento della liquidità in dollari. La componente economica ha inciso negativamente sul prezzo delle materie prime e sull'Europa, al contrario degli Stati Uniti che stanno ancora beneficiando della politica espansiva dell'Amministrazione Trump. Infine la componente politica ha colpito in particolare l'Europa e ancora una volta l'universo emergente.

È sempre molto difficile riuscire a destreggiarsi in modo efficace nelle fasi finali dei cicli. Infatti, nel momento in cui si iniziano a mietere le prime vittime, generalmente tra le più deboli, altri operatori sul mercato usano ancora le ultime energie nell'estremo tentativo di opporre resistenza. Ciò determina divari di performance molto marcati tra aree geografiche, settori e asset class.

Quando tre cicli giungono contemporaneamente nella fase finale, iniziano a verificarsi strani fenomeni

Performance a 5 anni dei mercati azionari statunitensi, europei ed emergenti (in $)



Fonte: Carmignac, Bloomberg, 30/08/2018

Gli Stati Uniti confidano nel fatto che "fin qui, tutto bene"

La performance del mercato azionario statunitense prosegue da tre mesi a questa parte, mentre la maggior parte degli altri mercati ha registrato una battuta d'arresto. Di conseguenza, l'indice S&P500 registra ormai una crescita pari a +9% dall'inizio dell'anno, rispetto a -2% registrato dall'indice europeo Euro Stoxx, e a -8% dell'indice azionario emergente. Questa forte disparità indica che la sfida politica, rappresentata dalle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti, per il momento non distoglie l'attenzione degli investitori dai benefici immediati apportati ai loro portafogli dall'ideologia "America First".

I dati sulla crescita economica continuano a essere eccezionali e superiori alle nostre aspettative (4,2% di crescita nel secondo trimestre), così come i risultati delle aziende, mentre nel mese di luglio l'indice di fiducia delle famiglie ha raggiunto il livello massimo da quasi vent'anni a questa parte. La sovraperformance del mercato statunitense, che dura già da diverso tempo, si è quindi accentuata. Con il sostegno fiscale che per il momento ha il sopravvento su quello monetario, con l'apprezzamento del dollaro a partire dalla primavera, che rispecchia tanto quanto incoraggia il rientro dei capitali verso gli Stati Uniti, sono gli Stati Uniti a essere avvantaggiati in questa fase finale del ciclo economico, poiché sono gli unici che beneficiano di una serie di fattori stimolanti in vista del traguardo. Fin qui pertanto, tutto bene.

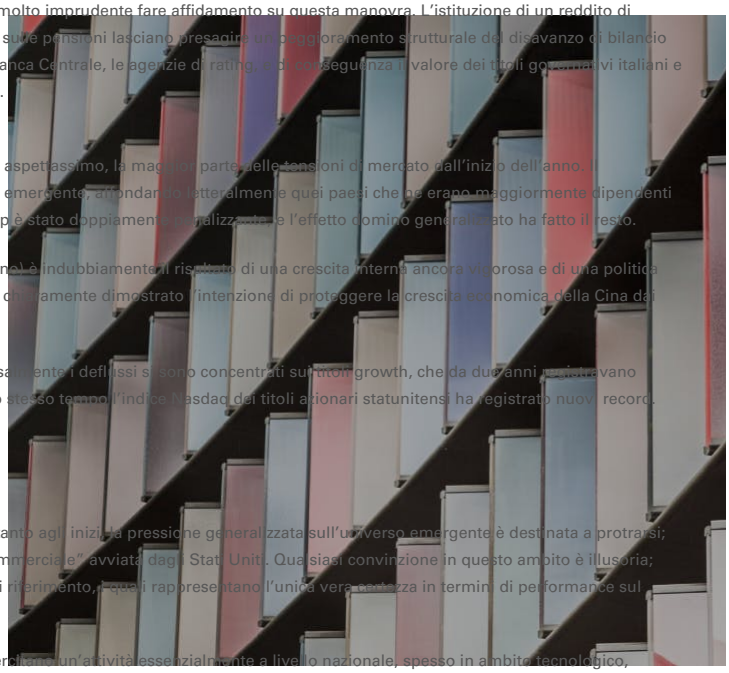
Al traguardo, tuttavia, si deve tenere presente che l'ingranaggio economico statunitense non potrà evitare l'impatto del rallentamento globale. I dazi doganali e le sanzioni contro l'Iran inizieranno a penalizzare i consumatori americani, la stretta monetaria inasprirà condizioni finanziarie al momento ancora molto favorevoli, e la portata dello squilibrio di bilancio verrà alla luce. Il mercato azionario statunitense discenderà quindi dal suo piedestallo, probabilmente indebolendo al tempo stesso il dollaro.

Nel frattempo, le preoccupazioni a livello globale stanno rafforzando la posizione privilegiata del mercato statunitense. Bisogna quindi continuare a essere presenti su questo mercato, ma monitorando molto attentamente i segnali che indicheranno l'avvio dell'ultima fase del ciclo.

Le debolezze strutturali dell'Europa sono messe alla prova

I segnali caratteristici di un rallentamento economico sono già chiaramente tangibili in Europa. La maggior parte degli indicatori economici anticipatori ha subito un'inversione di tendenza, così come la fiducia dei consumatori e gli indicatori dell'attività manifatturiera. Abbiamo già sottolineato (si veda la Carmignac's Note di giugno "Conto alla rovescia") come questa inversione di tendenza fosse destinata a diventare rapidamente un ostacolo al progetto della Banca Centrale Europea di estendere il suo piano di acquisto titoli alla fine dell'anno. Tuttavia questo handicap pare ormai accettato, e come evidenziato in precedenza, potrebbe presto toccare all'economia statunitense iniziare a deludere le aspettative.

La situazione politica in Italia, invece, apre le porte all'eventualità che l'Unione Europea possa nuovamente rimettere in discussione la sua stessa esistenza. La bozza di bilancio della coalizione 5 Stelle-Lega, che il 15 ottobre sarà presentata a Bruxelles rischia di dare l'avvio a un periodo di trattative difficili, che comportano prese di posizione, estremismi e minacce. Di certo non è escluso che per una spietata ironia della sorte, il tragico crollo del ponte di Genova consenta all'Italia di fare approvare un volume significativo di investimenti nelle infrastrutture, esclusi dal tetto del disavanzo del 3%. Sarebbe tuttavia molto imprudente fare affidamento su questa manovra. L'istituzione di un reddito di cittadinanza, insieme a un calo significativo del peso fiscale e all'abolizione della riforma sulle pensioni lasciano presagire un peggioramento strutturale del disavanzo di bilancio dell'Italia. Questa prospettiva non può lasciare indifferenti la Commissione Europea, la Banca Centrale, le agenzie di rating, e di conseguenza il valore dei titoli governativi italiani e quello del settore bancario. La prudenza nei confronti degli asset europei resta d'obbligo.



L'universo emergente, principale vittima collaterale della collisione

Come indicato precedentemente i mercati emergenti hanno consolidato, più di quanto ci aspettassimo, la maggior parte delle tensioni di mercato dall'inizio dell'anno. Il riassorbimento della liquidità in dollari da parte della Fed ha indebolito tutta l'asset class emergente, affondando letteralmente quei paesi che ne erano maggiormente dipendenti (Argentina e Turchia). Il braccio di ferro commerciale avviato dall'Amministrazione Trump è stato doppiamente penalizzante e l'effetto domino generalizzato ha fatto il resto.

Al contrario, l'ottima performance del mercato azionario indiano (+10% dall'inizio dell'anno) è indubbiamente il risultato di una crescita interna ancora vigorosa e di una politica monetaria credibile. L'andamento del mercato cinese è altrettanto indicativo: Pechino ha chiaramente dimostrato l'intenzione di proteggere la crescita economica della Cina dai pericoli di rallentamento, aggravati dall'atteggiamento dell'Amministrazione Trump.

Di conseguenza, i settori ciclici hanno conseguito performance positive, mentre paradossalmente i deflussi si sono concentrati sui titoli growth, che da due anni registravano performance brillanti. I titoli tecnologici sono stati particolarmente bistrattati, mentre allo stesso tempo l'indice Nasdaq dei titoli azionari statunitensi ha registrato nuovi record.

Come interpretare queste considerazioni per il futuro? Sicuramente:

- prevedendo che, poiché la normalizzazione della politica monetaria statunitense è soltanto agli inizi, la pressione generalizzata sull'universo emergente è destinata a protrarsi;
- evitando inoltre di scommettere su colpi di scena, positivi o negativi, nella "guerra commerciale" avviata dagli Stati Uniti. Qualsiasi convinzione in questo ambito è illusoria;
- infine, e ciò è molto importante, mantenendo i fondamentali economici come punto di riferimento, poiché rappresentano l'unica vera certezza in termini di performance sul lungo periodo.

A tale proposito, il segmento dei titoli growth cinesi, che nella maggior parte dei casi esercitano un'attività essenzialmente a livello nazionale, spesso in ambito tecnologico, racchiude ormai potenzialità straordinarie in termini di performance a lungo termine.

> Il segmento dei titoli growth cinesi racchiude ormai potenzialità straordinarie

Pertanto, quando tre cicli si concludono nello stesso momento, iniziano a verificarsi strani fenomeni. Bombe a orologeria iniziano a esplodere in alcuni punti, mentre i pochi rifugi disponibili diventano rapidamente sovraffollati. In termini più tecnici, si verificano correzioni di mercato, inizialmente senza significativi effetti domino, mentre la leadership di mercato diventa drasticamente circoscritta. Pertanto a metà anno, non solo il mercato azionario statunitense sta superando di gran lunga tutti i mercati a livello globale, ma un terzo della sua performance è riconducibile a un unico titolo (Amazon). Se si aggiungono Microsoft, Apple e Netflix, questi quattro titoli determinano oltre l'80% delle plusvalenze realizzate dall'indice S&P nell'anno.

La gestione diventa un compito estremamente difficile, dove è indispensabile mantenere capacità di discernimento nei confronti delle molteplici criticità, e focalizzazione sulle sfide.

Fonte: Bloomberg, 31/08/2018

Strategia di investimento

Azioni

Lo scontro tra i cicli economico, monetario e politico ha continuato ad alimentare l'instabilità dei mercati finanziari. I titoli azionari statunitensi, tra cui in primis quelli tecnologici, sono risultati quelli con le performance più positive del mese, offrendo migliore visibilità sulle loro prospettive di crescita in un contesto di avversione al rischio. Viceversa, l'universo emergente ha proseguito la flessione, penalizzato dal riassorbimento della liquidità in dollari e dalle tensioni commerciali. Le valutazioni dei titoli azionari europei risentono nel frattempo del rallentamento economico e delle incertezze politiche.

A nostro avviso, questa fase finale dei cicli rappresenta il rischio principale per i mercati, e rende necessaria una forte esposizione settoriale e geografica oltre che una selezione rigorosa dei titoli. Questo contesto ci induce quindi a mantenere un'esposizione significativa ai titoli di qualità, in particolare negli Stati Uniti. Pertanto, oltre agli investimenti nei segmenti del commercio elettronico e dei videogiochi, stiamo aumentando l'esposizione a società appartenenti al settore healthcare, come nel caso di Philips Electronics, trasformatasi da gruppo complesso a società leader innovativa specializzata nelle tecnologie legate alla salute. Approfittiamo inoltre del calo dei titoli tecnologici cinesi per rafforzare alcune nostre posizioni, come ad esempio Tencent che è favorita dall'esposizione a livello domestico e da driver di crescita diversificati, grazie ai molteplici servizi offerti attraverso la sua piattaforma.

Obbligazioni

Nel mese di agosto, il riassorbimento della liquidità in dollari e le tensioni politiche hanno continuato a penalizzare gli asset obbligazionari rischiosi, come nel caso del debito emergente e di quello italiano. Al contrario, i titoli governativi statunitensi e tedeschi hanno beneficiato del loro status di titoli rifugio.

In questo contesto difficile sul mercato obbligazionario, manteniamo un livello di rischio ridotto all'interno dei nostri portafogli. Pertanto, l'esposizione al debito emergente è stata fortemente ridotta. Nonostante le valutazioni appaiano sicuramente più interessanti, sussistono molteplici fattori di rischio all'interno dei titoli emergenti. Ci pare quindi prematuro tornare a esporci sin da ora. Sul mercato del credito, la combinazione tra prospettive di crescita economica più debole, inasprimento delle condizioni finanziarie e minore propensione al rischio giustifica il proseguimento della riduzione della nostra esposizione. In Italia, la tabella di marcia del nuovo governo relativa al budget 2019 è prevista per la fine del mese di settembre, e questo ci induce quindi a evitare di investire nel debito italiano. Infine conserviamo una posizione lunga nei titoli governativi statunitensi, per mantenere una costruzione solida del portafoglio all'interno di un contesto instabile.

Valute

Lo sgonfiamento della bolla di liquidità avviato dalla Federal Reserve statunitense mette in luce gli anelli deboli dell'universo emergente. La valuta argentina e quella turca hanno quindi subito la collera degli investitori. Gli sforzi compiuti dall'Argentina per sostenere la propria valuta (aumento del tasso di riferimento al 60%, sostegno del FMI) per il momento non stanno dando risultati. La parità di cambio euro/dollaro continua a essere scossa dalle dichiarazioni contraddittorie legate alla guerra commerciale, alle politiche monetarie e alle aspettative di crescita economica.

La nostra allocazione strategica nelle valute resta invariata: manteniamo un posizione lunga nello yen al fine di beneficiare del suo status di asset rifugio, e conserviamo l'esposizione al dollaro volta a controbilanciare la nostra esposizione agli asset emergenti e alle materie prime.

Questo è un documento pubblicitario. Il presente articolo non può essere riprodotto, totalmente o parzialmente, senza la previa autorizzazione della società di gestione. Non si tratta né di un'offerta di sottoscrizione né di una consulenza d'investimento. Le informazioni contenute nel presente articolo possono essere incomplete e potrebbero subire modifiche in qualsiasi momento senza preavviso. Le performance passate non sono un'indicazione delle performance future. Il riferimento a titoli o strumenti finanziari specifici è riportato a titolo meramente esemplificativo per illustrare titoli attualmente o precedentemente presenti nei portafogli dei Fondi della gamma Carmignac. Tale riferimento non è volto pertanto a promuovere l'investimento diretto in detti strumenti né costituisce una consulenza di investimento. La Società di Gestione ha la facoltà di effettuare transazioni con tali strumenti prima della pubblicazione della comunicazione. I portafogli dei Fondi Carmignac possono essere modificati in qualsiasi momento.