



Sotto la furia, il ciclo economico

Aprile 2018



Autore/i
Didier Saint-Georges

Data di pubblicazione
4 Aprile 2018

Lunghezza
6 minuto/i di lettura

Al termine del primo trimestre 2018, molti investitori sembrano interrogarsi circa il contesto di instabilità che è tornato a caratterizzare i mercati. Appellarsi a un'imminente "guerra commerciale" USA-Cina, o innescare il fuoco della rivolta nei confronti della "tecnologia" consente all'ansia generalizzata di consolidarsi freneticamente su capri espiatori casuali. Tuttavia l'aspetto fondamentale va ricercato altrove (si veda la nota di marzo "[Un enigma durato quasi dieci anni in fase di risoluzione](#)"). La fase di instabilità appena iniziata presenta caratteristiche nuove. Non è più la conseguenza di un pericolo di deflazione o di peggioramento economico, bensì di una grande confusione per le ricadute finali su economie e asset finanziari, da anni galvanizzati dal sostegno eroico delle Banche Centrali, derivanti dalla divergenza tra politiche monetarie ormai più restrittive e politiche fiscali più liberali.

Innanzitutto ci pare utile ridimensionare l'effettiva portata delle sfide legate alle tensioni commerciali nel caso della crescita, e di quelle legate alla riservatezza nel caso dei gruppi tecnologici che trattano dati, evocando in un secondo tempo quello che a nostro avviso rappresenta uno scenario di riferimento credibile per superare questa fase di instabilità.

La falsa guerra commerciale

L'effettiva sfida economica tra Cina e Stati Uniti risiede nella supremazia tecnologica a lungo termine

L'ambizione del candidato Donald Trump, successivamente divenuto Presidente, di attuare una politica commerciale neomercantilista è ben nota, e nel 2017 era stata messa solamente in attesa. Voler sfruttare un rapporto di forza considerato favorevole per negoziare condizioni commerciali più vantaggiose con i partner commerciali insorti, inoltre ampio sostegno da parte dell'opinione pubblica negli Stati Uniti.

È quindi logico che questa ambizione riaffiori attualmente in vista delle elezioni di metà mandato a novembre 2018. Il fatto che Donald Trump ami negoziare mettendosi alle strette il suo interlocutore non è affatto una novità, così come non lo è il fatto che la Cina disponga di numerosi e potenti mezzi di ritorsione. Si definisce quindi un periodo di atteggiamenti minacce e ritorsioni che potrebbero indebolire la fiducia degli investitori, e persino mettere in discussione il futuro delle dinamiche di libero scambio nell'ambito dell'Organizzazione Mondiale del Commercio. Sicuramente, la Cina potrebbe fare delle concessioni, e probabilmente anche l'Unione Europea (si ricordano che in quest'area le tasse di importazione sulle auto statunitensi sono del 10%, mentre le auto europee sono soggette a tasse di ingresso negli Stati Uniti pari soltanto al 2,5%). Tuttavia, pretendere di ridurre quest'anno il deficit commerciale degli Stati Uniti con la Cina di 100 miliardi di dollari, è un'illusione oltre che un'assurdità (l'integrazione delle catene di distribuzione globali rende questo argomento ancora più complesso).

Nel modus operandi del Presidente statunitense, tuttavia, le dimostrazioni di forza rappresentano principalmente uno strumento di politica interna. È certamente per non averlo capito o accettato che recentemente molti esperti di relazioni estere hanno dovuto rassegnare le dimissioni, abbandonando lo Stato Maggiore di Donald Trump per porre fine a una divergenza di opinioni diventata insopportabile. Nel breve termine, il rischio è principalmente quello che il dinamismo dei consumi e delle esportazioni statunitensi subisca le conseguenze negative di questa battaglia. Va notato che l'effettiva sfida deve essere ricercata altrove: risiede nella supremazia tecnologica a lungo termine. In questa lotta, l'amministrazione Trump farebbe bene a preoccuparsi maggiormente della scarsità di investimenti pubblici e privati nella ricerca e nello sviluppo, e dell'handicap durevole creato dall'introduzione nel paese di numerose barriere di ingresso per i talenti, tra cui anche gli scienziati.



Facebook, Amazon, Google e gli altri

Episodi del tipo "Occupare la Silicon Valley" non rappresentano una sorpresa

L'attacco appena sferrato da un tweet furioso di Donald Trump contro Amazon si inserisce anch'esso nel clima attuale, a sua volta reso più vivace dal problema ricorrente che Facebook si trova ad affrontare, anche se questa volta più grave, legato alla riservatezza dei dati degli utenti. Quest'ultimo è certamente meno preoccupato dei rischi legali (il più delle volte ampiamente coperti dalle condizioni di utilizzo accettate passivamente), rispetto ai rischi di immagine. Il livello di partecipazione degli utenti di Facebook, professionisti oltre che privati, rischia di diminuire drasticamente dopo questo errore grossolano? Ci pare improbabile, dal momento che molti sondaggi di opinione mostrano che gli utenti dei social network sono già abbastanza disillusi circa il problema della riservatezza legata al sistema che utilizzano. Sono consapevoli del fatto che tutti i servizi accessibili attraverso i social network non siano "gratuiti", nel senso che il pagamento avviene attraverso la comunicazione, a titolo gratuito, dei dati personali al proprietario del social network.

Pare inevitabile che a tale proposito il quadro normativo debba rafforzarsi, come nel caso della nuova normativa europea in materia di protezione dei dati (RGPD), che entrerà in vigore a partire da maggio. L'utilizzo dei dati, la trasparenza, i controlli dovranno certamente essere soggetti a un quadro normativo molto più strutturato. Episodi del tipo "Occupare la Silicon Valley" non rappresentano quindi una sorpresa. Sono molti i concorrenti tra i media tradizionali, anche da altri paesi, che risultano fortemente penalizzati a causa di queste società tecnologiche, e che non perderanno nessuna occasione di alimentare ulteriormente qualsiasi scoppio di indignazione. Verranno spesso addotte argomentazioni etiche, talvolta a giusto titolo, che indurranno un cambiamento del contesto normativo. Ma come è possibile credere che queste correzioni non mettano in discussione né il valore dell'utilizzo di queste tecnologie per gli utenti, né il valore dell'informazione qualificata per gli inserzionisti, che ottengono un ritorno sugli investimenti nelle piattaforme digitali di livello incommensurabile rispetto a quello offerto dai media tradizionali.

Inoltre per effetto domino, tutto il settore tecnologico ha avuto un destino analogo a quello di Facebook e di Amazon, mentre molte aziende non presentano alcuna analogia in termini di modello economico. A condizione che si analizzi dettagliatamente la forza dei business model nell'universo tecnologico, tanto potenti quanto diversificati, una correzione di mercato in questo settore potrebbe offrire opportunità di investimento sul lungo periodo.

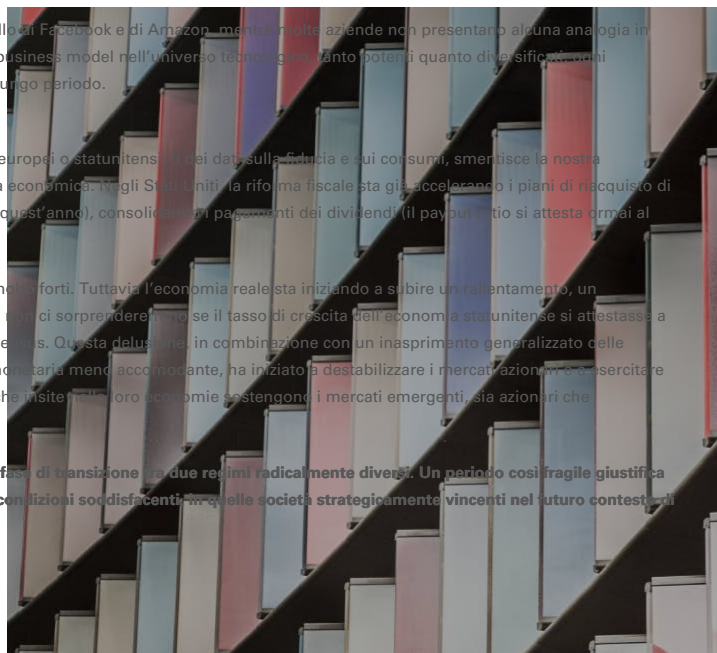
Nel frattempo, il ciclo economico avanza

Nessuno degli indicatori economici pubblicati di recente, sia che si tratti degli indici PMI europei o statunitensi, o dei dati sulla fiducia e sui consumi, smentisce la nostra previsione che presto gli investitori potrebbero essere delusi dal calo del tasso di crescita economica. Negli Stati Uniti la riforma fiscale sta già accelerando i piani di riacquisto di azioni (che potrebbero passare da 450 miliardi di dollari nel 2017 a 600 miliardi di dollari quest'anno), consolidando i pagamenti dei dividendi (il payout ratio si attesta ormai al 40% degli utili netti, un livello che non si registrava dalla fine degli anni '90).

Il mercato azionario statunitense trae quindi vantaggio da forze di reazione che restano molto forti. Tuttavia l'economia reale sta iniziando a subire un rallentamento, un movimento che le tensioni commerciali con la Cina potranno solo intensificare. Pertanto, non ci sorprenderebbe se il tasso di crescita dell'economia statunitense si attestasse a fine anno soltanto al 2%, un livello nettamente inferiore a quello del 2,8% atteso dal consenso. Questa delusione, in combinazione con un inasprimento generalizzato delle condizioni finanziarie, attraverso il deterioramento del mercato creditizio e una politica monetaria meno accomodante, ha iniziato a destabilizzare i mercati azionari ed esercitare pressioni sulla curva dei tassi di interesse. La continua debolezza del dollaro e le dinamiche insite nelle loro economie sostengono i mercati emergenti, sia azionari che obbligazionari, offrendo invece solo uno scarso margine di manovra ai mercati europei.

Continuiamo quindi a interpretare l'instabilità attuale dei mercati come il riflesso di una fase di transizione tra due regimi radicalmente diversi. Un periodo così fragile giustifica la gestione attiva dei rischi e lo sfruttamento di reazioni sproporzionate per investire, a condizioni soddisfacenti, in quelle società strategicamente vincenti nel futuro contesto di mercato, che si delinea con maggiore chiarezza tra qualche mese.

* PMI (Purchasing Managers Index): indice composito dell'attività manifatturiera.



Strategia di investimento

Azioni

Un nuovo mese di flessione ha spinto la maggior parte degli indici in negativo dall'inizio dell'anno. Il calo è stato abbastanza indifferenziato a livello geografico, a conferma di un ritorno dell'avversione al rischio da parte degli investitori. In questo contesto, abbiamo ridotto l'esposizione azionaria in modo significativo, attraverso strategie di copertura e liquidando alcune posizioni: è questo in particolare il caso delle società esposte al credito e ai consumi, vulnerabili nei confronti di un aumento dei tassi di riferimento in assenza di accelerazione della crescita economica.

All'interno del portafoglio costituito da titoli tecnologici, mentre alcune posizioni nei titoli large cap statunitensi sono state penalizzate nel corso del mese, la strategia di diversificazione verso società con capitalizzazione inferiore, quale GrubHub, o verso titoli emergenti come Hikvision, ci ha consentito di ammortizzare la correzione registrata dalle società tecnologiche. Il loro profilo di crescita degli utili ci pare ancora tra quelli più interessanti, ma una maggiore selettività resta d'obbligo, in particolare considerati i cambiamenti a livello fiscale e normativo.

Obbligazioni

Le obbligazioni sovrane hanno subito una flessione generalizzata, con pochissime eccezioni come ad esempio le obbligazioni turche. Nel mese di marzo, i rendimenti decennali statunitensi sono quindi tornati al di sotto del 2,80%, nonostante un nuovo aumento dei tassi di riferimento da parte della Federal Reserve nel corso del mese.

Precedentemente avevamo liquidato le posizioni corte nei titoli governativi statunitensi e ridotto quelle nelle obbligazioni sovrane tedesche, e ciò ci ha consentito di cogliere questo movimento favorevole grazie alle posizioni lunghe, sia nelle obbligazioni dei paesi periferici europei (Italia, Spagna, Portogallo e Grecia) che in quelle sovrane emergenti (in particolare in America Latina).

La selettività della nostra allocazione nelle obbligazioni corporate ci ha inoltre permesso di neutralizzare la continua ripresa delle tensioni registrata dagli spread.

Valute

A differenza delle altre asset class, il mercato valutario non ha registrato un forte aumento della volatilità nell'ultimo mese: le principali valute dei paesi sviluppati hanno quindi chiuso il mese registrando variazioni modeste. L'euro si è tuttavia leggermente apprezzato rispetto al dollaro, apportando un contributo positivo alla nostra strategia valutaria, grazie all'assenza di esposizione alla valuta statunitense. Le valute emergenti sono state caratterizzate da situazioni più contrastanti, con ad esempio il contemporaneo forte apprezzamento del peso messicano e l'indebolimento del real brasiliano.

La nostra allocazione mista alle valute emergenti ha consentito di attenuare questa volatilità. Nel corso del mese, abbiamo parzialmente preso profitti dall'esposizione allo yen, dato che la maggiore incertezza del contesto politico giapponese potrebbe in qualche modo ridurre l'attrattiva della moneta giapponese in termini di valuta rifugio.

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.