

RELAZIONI TRIMESTRALI

15.05.2017

RAPPORTO DI GESTIONE – 1° TRIMESTRE 2017

T1 2017

15.05.2017

L'economia globale registra una crescita sincronizzata ma modesta, a cui i consumi contribuiscono solo in modo marginale. Questo contesto dovrebbe favorire innanzitutto i paesi emergenti e l'Europa. Negli Stati Uniti il rinvio delle riforme fiscali allontana il rischio di inflazione, ma potrebbe rivelare la debolezza del ciclo economico. Mentre i titoli azionari sono destinati a beneficiare di questa crescita globale contenuta e leggermente inflazionistica, i titoli governativi dei paesi sviluppati continuano a offrire scarsi rendimenti.

Analisi globale

Nelle nostre due relazioni precedenti, analizzavamo i driver sui cui si fondava la nostra aspettativa di cambiamento del sistema economico e finanziario, maggiormente orientato alla crescita economica e caratterizzato dalla crescente ricomparsa di pressioni inflazionistiche. Dopo un decennio, durante il quale le Banche Centrali si sono spesso adoperate per evitare che le economie piombassero nuovamente nella situazione di recessione/deflazione, il ritorno del ciclo economico rappresenta una normalizzazione auspicabile, poiché dovrebbe agevolarci nella capacità di elaborare previsioni.

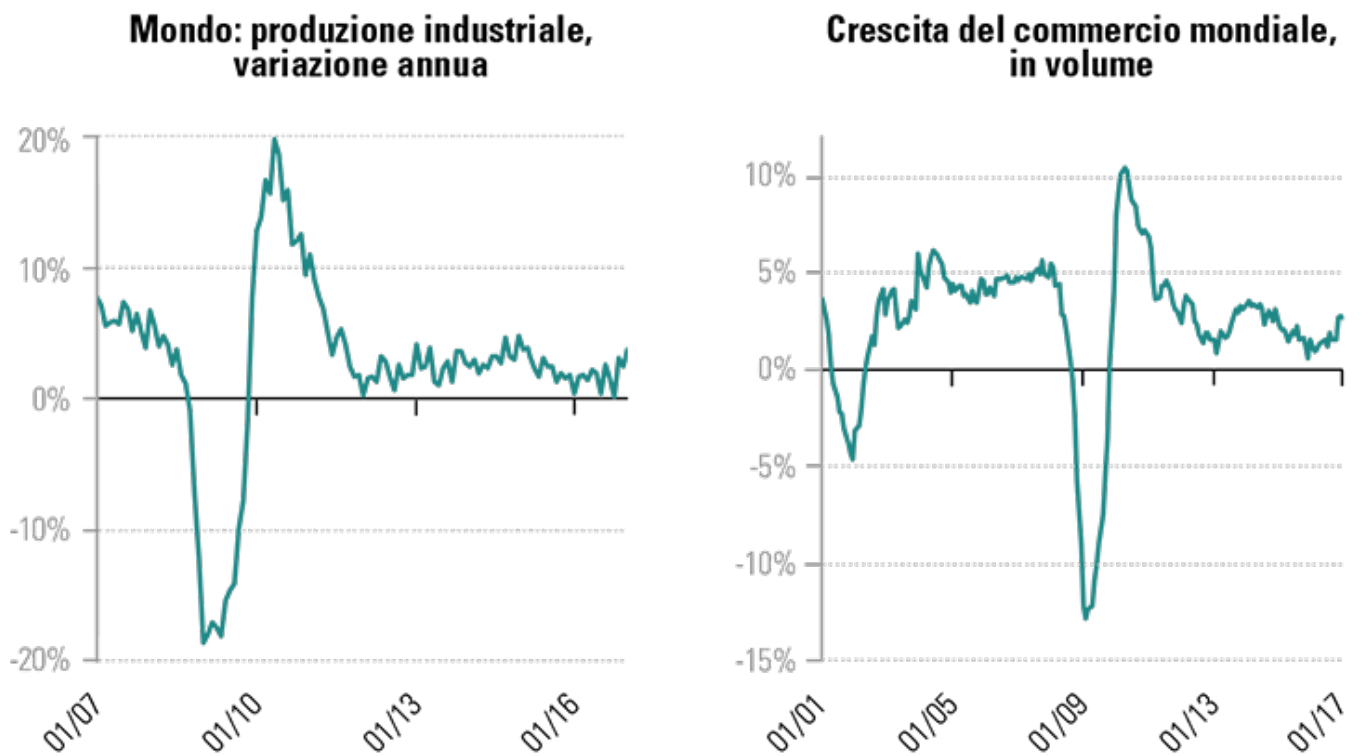
Attualmente, le ambizioni di crescita sono mantenute in essere dalle zecche dei paesi sviluppati, che le considerano sia il risultato dei loro interventi negli ultimi dieci

anni, sia l'unico modo di ridurre l'indebitamento in modo permanente. Pertanto correranno il minor rischio possibile di compromettere le fragili dinamiche di crescita in atto, accettando la ricomparsa del rischio di un'inflazione leggermente più elevata.

Lo scorso trimestre la Cina, seguita da altri paesi emergenti, il Giappone e l'Europa hanno dimostrato di trovarsi nella fase ascendente del ciclo economico, mentre gli Stati Uniti hanno registrato una sorta di stabilizzazione, nell'attesa che le dichiarazioni a favore della crescita del nuovo Presidente statunitense trovassero un riscontro concreto. A livello globale, il contesto è quello di una crescita mondiale sincronizzata ma modesta, a cui i consumi contribuiscono ancora in modo marginale. Nell'immediato, questa relativa debolezza attenua le pressioni inflazionistiche, tangibili in Europa e negli Stati Uniti nei primi mesi dell'anno, e mantiene in disparte le Banche Centrali, sostenendo la valorizzazione degli asset finanziari.

Come avevamo previsto all'inizio dell'anno, i mercati azionari hanno continuato ad apprezzarsi in un contesto di volatilità molto contenuta, i mercati obbligazionari hanno mantenuto una posizione difensiva, e il dollaro si è svalutato nonostante il sostegno di un consensus molto forte. L'immobilismo degli Stati Uniti negli ultimi mesi ha tuttavia provocato la sottoperformance dei settori ciclici e la ripresa dei titoli growth.

Sincronizzazione della ripresa ciclica globale



Fonte: Carmignac, CEIC, 31/03/2017

A pochi giorni dalle elezioni presidenziali francesi, il nostro compito, in quanto gestori dei rischi, ci spinge a tener conto del fattore politico all'interno della nostra strategia di gestione, anche se le probabilità e la nuova condizione del ciclo economico ci inducono a credere che la crescita globale modesta e la continua rotazione degli investimenti dai prodotti obbligazionari ai titoli azionari faranno protrarre ancora nel tempo i trend registrati negli ultimi mesi.

Stati Uniti

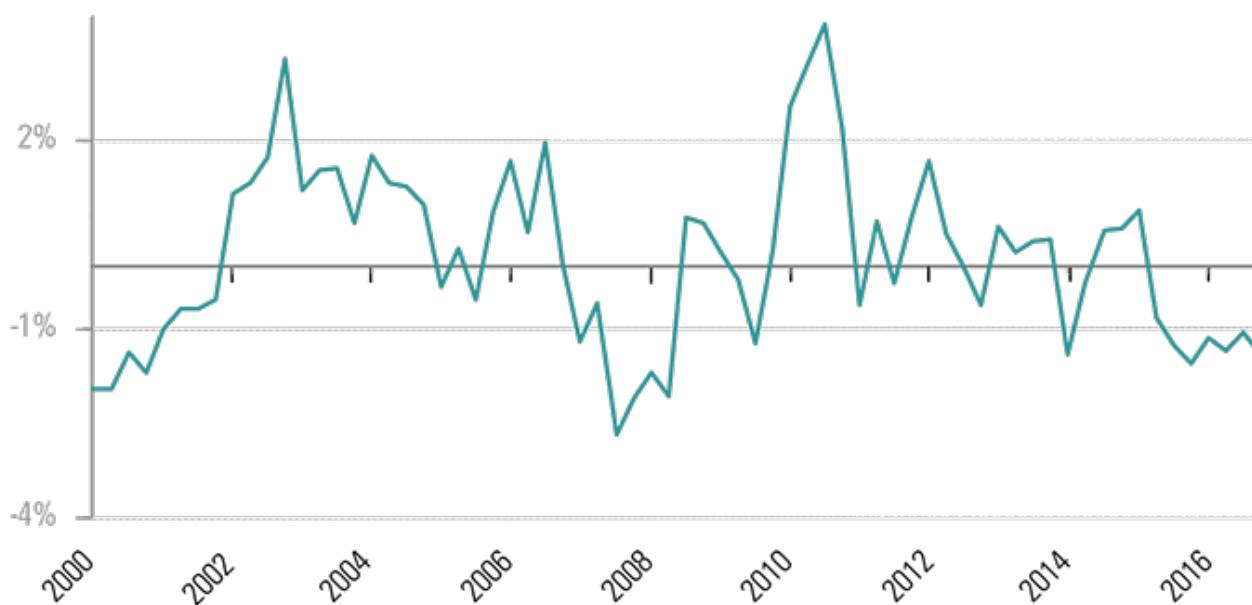
Negli Stati Uniti le aspettative alimentate dall'elezione di Donald Trump hanno spinto gli indicatori avanzati dell'attività economica a livelli molto alti. L'indice di fiducia dei consumatori ha quindi raggiunto il livello massimo da tredici anni a questa parte, mentre l'indice ISM un livello registrato trenta mesi fa. Un miglioramento del trend

dei salari e/o una diminuzione della pressione fiscale sono tuttavia necessari per trasformare il miglioramento del sentiment in ulteriori consumi, mentre la crescita del tasso relativo alla retribuzione oraria si mantiene stabile tra 2,5 e 3%. Sul fronte degli investimenti, i segnali sono abbastanza incoraggianti (nuovi ordini di beni durevoli in crescita del 4%), ma i margini delle imprese non riescono a registrare un'inversione di tendenza al rialzo, con anzi una flessione dell'1,4% su base annua registrata nel quarto trimestre.

Stati Uniti: la riduzione dei margini aziendali non fa prevedere un rilancio deciso degli investimenti

La riduzione annunciata dell'imposta sulle società avrebbe un effetto positivo

Stati Uniti: crescita dei margini unitari



Fonte: Carmignac, CEIC, dicembre 2016

L'avvio del piano di stimoli annunciato dal nuovo Presidente e/o l'introduzione di un regime fiscale più interessante per le imprese sosterrrebbero gli investimenti e l'occupazione. Tuttavia l'incapacità di Donald Trump di ottenere la maggioranza per riformare la legge Obama in materia di accesso alle cure sanitarie, ci induce a

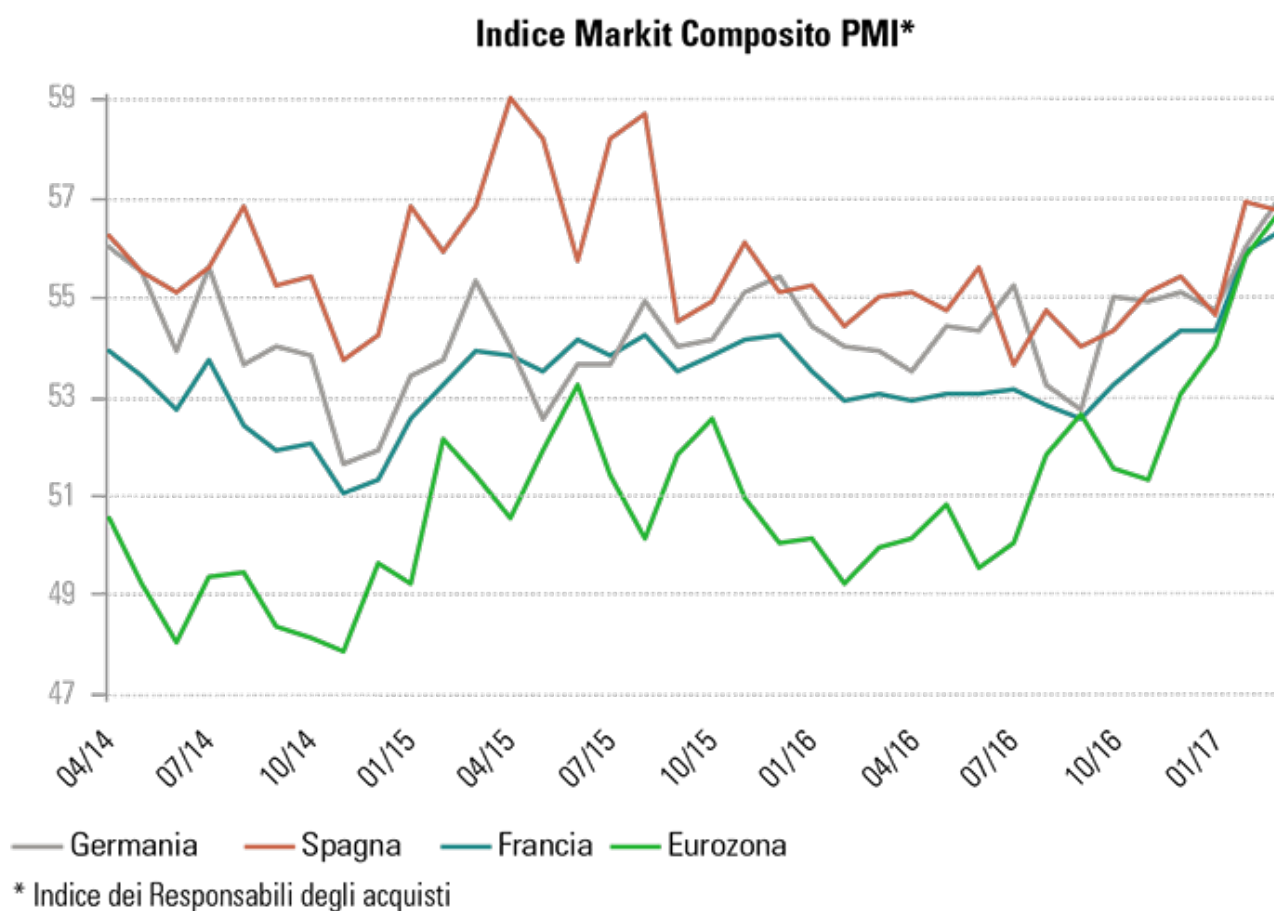
prevedere il rinvio di queste proposte al quarto trimestre, con decorrenza effettiva l'anno successivo. Per legge, il Presidente dispone tuttavia di alcuni strumenti significativi, in particolare in termini di deregolamentazione.

Una posizione più morbida a livello di politica di intervento annunciata, rappresenterebbe quindi una cattiva notizia per l'economia e i mercati? Non necessariamente. Il ciclo economico globale si trova in fase ascendente anche senza l'ausilio di una politica fiscale espansiva negli Stati Uniti. Misure anche modeste basterebbero a imprimere un po' di slancio in caso di rallentamento del ciclo, senza creare una condizione di surriscaldamento dell'economia statunitense o di quella globale. Bisogna tuttavia evitare un atteggiamento indulgente: settori importanti dell'economia statunitense mostrano segni di indebolimento – l'industria automobilistica, ad esempio, prosegue la sua attività solo grazie al forte calo dei prezzi, volto a ridurre le scorte.

A livello più generale, la crescita degli indicatori avanzati dell'attività industriale è in rallentamento, un segnale che spesso prelude a un'inversione di tendenza delle dinamiche, che inevitabilmente si registrerebbe qualora le iniziative economiche di Trump venissero ostacolate in modo sistematico. I mercati azionari hanno già scontato molte notizie economiche positive; la paralisi legislativa potrebbe innescare una correzione delle quotazioni azionarie al ribasso, che verrebbe ammortizzata solo parzialmente dal calo dei tassi di interesse. A nostro avviso, l'inflazione sottostante è infatti sottovalutata, mentre la capacità della Fed e dei mercati obbligazionari di adattarsi a un andamento deludente del ciclo economico è di conseguenza sopravvalutata. In base alle nostre stime alla fine dell'anno l'inflazione statunitense, misurata dall'indice dei prezzi al consumo (CPI), dovrebbe attestarsi a 2,6% su base annua, sostenuta dai prezzi di beni e servizi non voluttuari. In questa fase finale del ciclo, gli Stati Uniti hanno bisogno di un piano di stimoli fiscali, nonostante il rischio che possa provocare un aumento dell'inflazione.

Europa

Eurozona: sincronizzazione del miglioramento congiunturale



Fonte: Bloomberg, 31/03/2017

L'Europa beneficia della politica ancora estremamente accomodante della BCE. Il miglioramento del ciclo economico è significativo in Francia, Germania e Spagna. Il sentiment economico, misurato dalla Commissione Europea, è al livello massimo degli ultimi sei anni così come l'indice IFO in Germania. L'economia e i mercati hanno superato un vero e proprio campo minato in termini elettorali (Brexit, insuccesso del referendum Renzi in Italia, elezioni statunitensi) senza subire deviazioni eccessive rispetto al loro orientamento. Prima delle elezioni tedesche nel mese di ottobre, che potrebbero portare alla vittoria dei socialisti, sostenitori di una politica economica maggiormente favorevole alla crescita e al proseguimento del processo di normalizzazione della politica monetaria europea, si terranno le elezioni presidenziali francesi.

In questo preciso momento, pochi giorni prima delle elezioni, il rischio di uno scenario negativo per i mercati resta piuttosto ridotto. Questo rischio non è tuttavia completamente rimosso, e soprattutto non esclude in nessun caso che il contesto diventi fonte di forte preoccupazione tra i due turni elettorali. Quali saranno le reazioni dei mercati che riteniamo più probabili in caso di tensioni? In primo luogo l'indebolimento dell'euro, in previsione di un lento processo di dissoluzione del sentiment europeo. In un secondo tempo, almeno inizialmente, il calo dei rendimenti del Titolo di Stato tedesco – asset rifugio europeo – e la flessione dei mercati azionari, a seguito di un improvviso e forte aumento dell'avversione al rischio. Al di là dell'impatto immediato, non si ha la certezza che i titoli tedeschi possano continuare a registrare una performance positiva: cosa rappresenta un Bund per un investitore non europeo che prevede la fine dell'euro?

Analogamente per i titoli azionari, un forte calo dell'euro non aumenterebbe immediatamente la competitività delle aziende europee esportatrici? Oltre a un posizionamento sell sull'euro, la migliore copertura a medio termine contro il rischio di vittoria di un partito estremista – che non rientra nel nostro scenario di riferimento – potrebbe proprio essere l'esposizione verso i titoli governativi statunitensi – bene rifugio a livello globale.

A parte questo rischio, poco probabile ma dagli effetti devastanti, la nostra chiave di lettura della congiuntura economica europea resta positiva. Il sostegno della BCE, la prospettiva di un policy mix più favorevole alla crescita, il vigore degli indicatori avanzati, sono tutti segnali positivi per l'economia europea, che i mercati sapranno sicuramente riconoscere una volta superate le incertezze elettorali ed evitato il rischio estremo. Inoltre il ritorno del ciclo economico in Europa è una realtà, e, tranne che nel caso di comparsa di un "cigno nero" politico, dovrebbe continuare a sostenerci nel prevedere i principali sviluppi del mercato: apprezzamento dei titoli azionari, aumento dei rendimenti obbligazionari e apprezzamento dell'euro, sotto la supervisione di una BCE ancora fiduciosa nei confronti dell'inflazione.

Paesi emergenti e Giappone

Nell'universo emergente, così come in Giappone, le notizie economiche sono in fase di miglioramento e di espansione. Nel paese del Sol Levante, gli indicatori avanzati, le

vendite al dettaglio e gli investimenti sono in crescita. Soltanto l'inflazione non riesce a registrare una ripresa, rendendo necessario il mantenimento di una politica monetaria accomodante. La Cina ha più che confermato la stabilizzazione economica, e registra un consolidamento della produzione industriale (+9,6%) ma un indebolimento dei consumi, che si attestano a +9,3%.

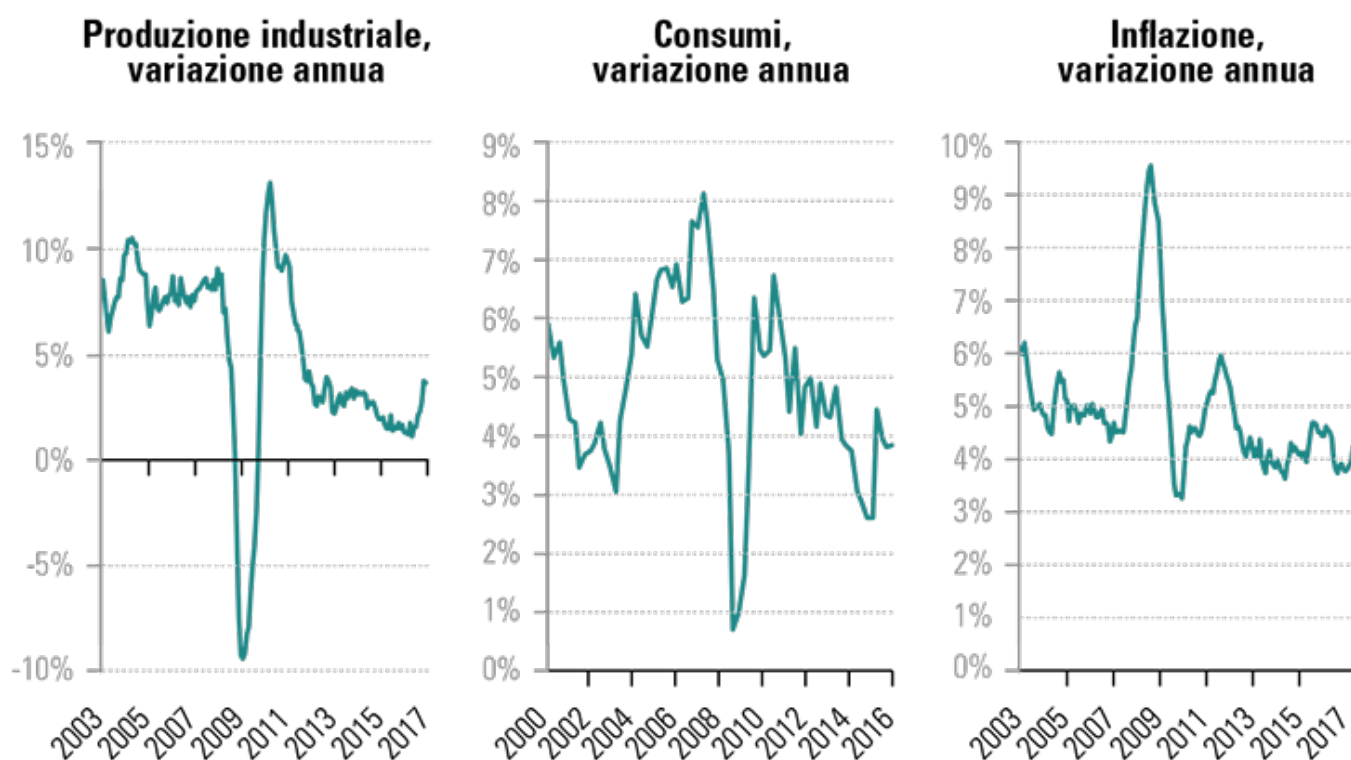
Il miglioramento della congiuntura economica è tangibile in molti paesi: il Messico ha superato la fobia legata a Trump, l'Ungheria, la Malesia, Taiwan ... In India, la paura spesso legata alle ricadute recessive del ritiro dalla circolazione delle banconote, volto a ridurre l'economia sommersa, sta invece alimentando effetti positivi; la produzione industriale è aumentata da -0,9% nel mese di settembre a +2,5% negli ultimi tempi.

In Corea le esportazioni sono tornate a registrare un'impennata (+10%). Questo misuratore storico della crescita mondiale e del commercio internazionale conferma l'inversione di tendenza, già tangibile, della crescita del volume degli scambi, pari a +3,3%. L'inflazione resta inoltre sotto controllo, lasciando presagire un miglioramento duraturo del ciclo economico.

La sincronizzazione dell'economia è una realtà palpabile, anche se la stima di crescita globale del 3,4% per il 2017 può ancora essere considerata modesta. Dovrebbe innanzitutto favorire l'universo emergente, che a nostro avviso è in grado di confermare l'avvio della ripresa economica dopo sette anni deludenti. Le economie avanzate potranno beneficiare di politiche monetarie volutamente protratte rispetto ai miglioramenti ciclici, che sostengono gli asset rischiosi. Verranno prese tutte le misure necessarie per evitare un nuovo crollo dell'attività economica.

La persistente lentezza della crescita statunitense, dopo la tregua degli ultimi mesi, potrebbe essere controbilanciata a livello globale da una crescita forte in tutte le altre aree geografiche, ma qualora Donald Trump riuscisse a realizzare alcune riforme l'attività economica globale beneficerebbe di una vera e propria boccata di ossigeno.

Paesi emergenti: il miglioramento congiunturale potrà proseguire se l'inflazione rimarrà sotto controllo



Fonte: Anderson, febbraio 2017

Fonte: Anderson, dicembre 2016

Fonte: Anderson, febbraio 2017

Strategia di investimento

La ricomparsa di un differenziale di crescita a favore di tutti gli altri paesi rispetto agli Stati Uniti è normalmente negativo per l'andamento del dollaro. Confermiamo pertanto la view elaborata nel nostro rapporto di gestione precedente, che prevede l'apprezzamento dell'euro favorito dall'aumento dei surplus delle partite correnti, e da un andamento dell'attività economica che dovrebbe rivelarsi più solido di quanto generalmente previsto. Soltanto un terremoto politico in Francia potrebbe, a nostro avviso, compromettere questo approccio. Dopo il recente apprezzamento, lo yen dovrebbe tornare a indebolirsi per effetto di una politica monetaria particolarmente espansiva, e di un contesto economico globale che favorisce le fughe di capitali dal Giappone.

La sincronizzazione della crescita dovrebbe almeno impedire ai rendimenti obbligazionari di registrare una significativa inversione di tendenza, ma la battuta d'arresto degli Stati Uniti consente nell'immediato di rinviare un nuovo forte aumento dei rendimenti obbligazionari.

È possibile che i mercati azionari continuino quindi a essere favoriti, dal momento che beneficiano di tassi ancora bassi e di previsioni favorevoli in termini di utili. Mentre il mercato statunitense, dopo il brillante andamento registrato, richiede maggiore selettività, la situazione è diversa per altre aree geografiche, caratterizzate da una ripresa economica più recente. Vi è la probabilità che lo sforzo per recuperare il rallentamento registrato risulti più marcato in Europa, una volta superate le incertezze politiche, ma anche nel settore petrolifero e in quello dei titoli finanziari giapponesi, due elementi fondamentali in materia di investimenti caratterizzati da un contesto meno favorevole all'inizio dell'anno.

Il rischio rappresentato dalla Francia è coperto da posizioni buy aggiuntive in dollari contro euro, così come da posizioni buy nei titoli governativi statunitensi, ma da posizioni sell sull'indice azionario europeo per i motivi illustrati precedentemente.

Fonte: Carmignac, CEIC, Anderson, 31/03/2017

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.

Informazioni legali

Le informazioni contenute in questo sito non costituiscono un'offerta di sottoscrizione né di una consulenza d'investimento. Queste informazioni possono essere incomplete e potrebbero subire modifiche in qualsiasi momento senza preavviso. Le performance passate non sono un'indicazione delle performance future. Le performance sono calcolate al netto delle spese (escluse eventuali commissioni di ingresso applicate dal distributore). Alcuni soggetti o paesi potrebbero subire restrizioni di accesso ai Fondi. I Fondi non possono essere offerti o venduti, in maniera diretta o indiretta, a beneficio o per conto di una "U.S. Person" secondo la definizione della normativa americana "Regulation S" e/o FATCA. L'investimento nei Fondi potrebbe comportare un rischio di perdita di capitale. I rischi e le spese sono descritti nel KIID (documento contenente le informazioni chiave per gli investitori). I prospetti, il KIID e i rapporti di gestione annui dei Fondi sono disponibili su questo sito e su semplice richiesta alla Società di Gestione. Prima dell'adesione leggere il prospetto.



CARMIGNAC
RISK MANAGERS