

Scritto il 2 settembre 2024

MARKET OVERVIEW SETTEMBRE 2024

Da Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

MESSA IN DISCUSSIONE DELLO SCENARIO DI BASE?

All'inizio dell'estate, molti investitori erano giustamente preoccupati per le valutazioni generose nei mercati azionari, in particolare negli Stati Uniti. La volatilità è infine tornata, approfittando di improvvise rotazioni settoriali nei portafogli dei gestori di attivi, di un breve momento di panico legato alla politica monetaria della Banca del Giappone (una brusca correzione del mercato azionario di Tokyo accompagnata da un forte apprezzamento dello yen) e di dubbi sulla capacità dell'economia statunitense di evitare uno scenario di recessione. Le preoccupazioni estive si sono rivelate molto esagerate. I mercati hanno recuperato forza nella seconda metà di agosto, sostenuti dall'allentamento dei tassi di interesse obbligazionari e dall'annuncio di Jerome Powell, presidente della Federal Reserve (Fed), di un probabile allentamento monetario già da settembre.

UN PO' DI MOVIMENTO IN VOLUMI RIDOTTI

Nella nostra precedente lettera mensile, temevamo un'estate "calda" ed esprimevamo nel dettaglio la nostra cautela verso i mercati azionari, che consideravamo un po' troppo compiacenti, soprattutto in mezzo a molteplici rischi politici. **La stagione estiva ha infatti mantenuto la sua reputazione, propizia a picchi di volatilità con volumi di scambi più bassi, ma i temi predominanti sono stati principalmente economici e finanziari. Tutto è iniziato a metà luglio con una rotazione molto violenta a favore delle piccole capitalizzazioni azionarie statunitensi a scapito delle grandi aziende tecnologiche (-15% dal picco dell'anno al minimo per l'indice tecnologico principale degli Stati Uniti), alimentando la volatilità dei mercati. Qui va notata l'influenza significativa del mercato dei fondi indicizzati (ETF) e, senza dubbio, la miopia di molti investitori.** Sul fronte tecnologico, i mercati si sono allarmati per una preoccupazione crescente che è diventata assordante durante la stagione dei risultati del secondo trimestre: i sostanziali investimenti necessari per il dispiegamento dell'intelligenza artificiale (IA) generativa hanno evidenziato l'intensità di capitale della transizione digitale, che era stata a lungo sottovalutata dagli investitori, mentre i ricavi legati all'IA tarderebbero a materializzarsi al di fuori del settore dei semiconduttori e delle infrastrutture cloud. La brusca rotazione a favore delle piccole imprese quotate era basata più sull'idea di un necessario riequilibrio dei portafogli a scapito dei "Magnifici Sette" (Alphabet, Amazon.com, Apple, Microsoft, Meta, Nvidia, Tesla), il cui peso negli indici ponderati per capitalizzazione di mercato è diventato preoccupante. Tuttavia, i fondamentali non lo giustificavano necessariamente: gli analisti di Kepler Cheuvreux hanno recentemente ricordato opportunamente che il 41% delle società dell'indice Russell 2000 delle piccole capitalizzazioni genera perdite e che una forte proporzione soffre di fondamentali di credito piuttosto mediocri. Ciò spiega perché, dopo un brusco rialzo di oltre il 13% nella seconda metà di luglio, l'indice Russell 2000 ha rapidamente ceduto tutti i suoi guadagni non appena la paura di una recessione statunitense è riemersa all'inizio di agosto. Questi cambiamenti bruschi nei regimi

degli indici azionari testimoniano la grande ansietà dei mercati. Per quanto riguarda le preoccupazioni sui ritorni degli investimenti nell'IA, riconosciamo che le incertezze sono grandi. Tuttavia, questi ingenti investimenti, che rappresentano formidabili barriere all'ingresso per i leader della tecnologia, in particolare gli hyperscaler (Alphabet, Amazon.com, Microsoft, Oracle...), avvantaggiano l'intera catena del valore - incluso il settore energetico - nell'ambito di una rivoluzione tecnologica che si dispiegherà su molti anni. **Giudicare queste tendenze a lungo termine alla luce di un trimestre di risultati non ha ovviamente alcun senso.** Sebbene le soluzioni attuali di IA generativa siano attualmente poco differenziate, a lungo termine le applicazioni più specializzate e di maggior valore aggiunto moltiplicheranno i casi d'uso (es. l'integrazione dell'IA generativa nella robotica). Secondo il CEO di Anthropic, Dario Amodei, il costo dell'addestramento degli ultimi grandi modelli linguistici nell'IA generativa (stima di diversi miliardi di parametri), che coinvolge l'uso delle potenze di calcolo dei data center e immense basi di dati, è vicino a un miliardo di dollari e potrebbe raggiungere 5 o 10 miliardi di dollari entro il 2026. I modelli attualmente disponibili sono costati "appena" 100 milioni di dollari. **Chi, oltre a una manciata di leader della tecnologia integrati verticalmente nella catena del valore dell'IA (dai chip alle infrastrutture cloud fino ai software applicativi), è in grado di investire tali importi? I nuovi modelli, sempre più affamati di potenza di calcolo, sono diventati fuori portata per eventuali nuovi entranti e per gli editori di software che non possiedono la propria infrastruttura cloud? Anche la questione della gestione delle basi di dati è cruciale. Dal lato dei clienti, tali costi non rischiano di ostacolare l'adozione di massa dell'IA generativa?** Queste sono tutte domande affascinanti, tra le altre, legate alla questione della cattura del valore aggiunto, che senza dubbio alimenteranno i dibattiti nelle società di gestione degli attivi nei prossimi anni. La Frenesia del Mercato per i Dati sull'Occupazione negli Stati Uniti

Il secondo evento che ha alimentato la correzione è l'incredibile frenesia dei mercati di fronte a dati fuori contesto, vale a dire le statistiche sull'occupazione negli Stati Uniti pubblicate il 2 agosto. Le creazioni di posti di lavoro inferiori alle aspettative del consenso e il tasso di disoccupazione in leggero aumento a luglio rispetto a un punto basso (4,3% contro un consenso del 4,1%) hanno provocato un vero e proprio vento di panico. Lo scenario di soft landing (un rallentamento economico graduale, scenario di base del consenso) sembrava seriamente messo in discussione e ha lasciato il posto a quello di recessione senza alcuna transizione. Tuttavia, questi dati sono stati rapidamente attenuati da spese di consumo rassicuranti. Mentre i settori manifatturieri sono piuttosto deboli, i servizi rimangono ben orientati e i fondamentali dell'economia statunitense rimangono nel complesso abbastanza solidi, con un margine di profitto delle aziende ancora elevato. Inoltre, le condizioni finanziarie stanno migliorando poiché l'inflazione continua a diminuire (vedi il paragrafo successivo sulla Fed e l'inflazione). A nostro avviso, l'ipotesi di soft landing rimane sempre valida; la probabilità di una recessione nei prossimi dodici mesi rimane bassa (20% secondo gli economisti di Goldman Sachs, rispetto al 25% prima della pubblicazione dei dati sulle vendite al dettaglio).

Infine, lunedì 5 agosto è stato il turno del Giappone di animare i mercati finanziari. Possiamo parlare della fine di una finzione? Ci riferiamo qui al carry trade, che consiste nel prendere in prestito yen a tassi di interesse bassi per investire nella borsa di Tokyo o in valute a tassi più alti, o anche negli indici tecnologici statunitensi. Questa strategia di investimento, polarizzata nella primavera del 2023 dal famoso fondo

Berkshire Hathaway di Warren Buffett (che ha annunciato un aumento dei suoi investimenti in una manciata di esportatori giapponesi), è estremamente speculativa poiché si basa sulla convinzione che la Banca del Giappone manterrà una politica monetaria molto accomodante e ha certamente contribuito a fornire liquidità ai mercati finanziari per molti anni. Di quali importi stiamo parlando? È praticamente impossibile saperlo poiché i prestiti in yen sono per lo più portati dal mercato degli swap valutari: 14,2 trilioni di dollari riguardano swap sullo yen, ma questo importo combina sia le operazioni di copertura che quelle più speculative (carry trade). Per queste ultime, le stime vanno da 500 miliardi di dollari secondo UBS (di cui la metà sarebbe già stata chiusa) a 4 trilioni di dollari secondo JPMorgan Chase (fonte: The Economist, 17 agosto 2024). Recentemente abbiamo guardato alla borsa giapponese con cautela (un'idea consensuale nella comunità finanziaria), poiché il 60% dell'indice principale è composto da esportatori le cui margini e profitti dipendono dal comportamento dello yen. **È bastato che la Banca del Giappone annunciasse un inasprimento della sua politica monetaria - decisione comunque logica data la traiettoria dell'inflazione - per far crollare la borsa di Tokyo del 20% in tre sessioni, accompagnata da un brusco apprezzamento della valuta giapponese! Le autorità giapponesi hanno reagito rapidamente indicando che ogni decisione di politica monetaria sarebbe stata subordinata alla situazione nei mercati finanziari, il che ha aiutato a calmare rapidamente la situazione.** Tuttavia, ricordiamo che mentre la Banca del Giappone è su un percorso di inasprimento monetario, le principali autorità finanziarie nel resto del mondo hanno già adottato o sono sul punto di adottare (Fed) politiche di allentamento.

INFLAZIONI E BANCHE CENTRALI : LA FED ANNUNCIA IL SUO CAMBIAMENTO

Al molto atteso simposio dei banchieri centrali tenutosi a Jackson Hole dal 22 al 24 agosto, Jerome Powell, presidente della Federal Reserve, ha annunciato che era tempo di aggiustare la politica monetaria, aprendo la strada a un primo taglio dei tassi della Fed il 18 settembre prossimo. Ovviamente ha ribadito il legame stretto tra il ritmo dell'allentamento monetario e le prossime statistiche economiche. Tuttavia, il suo discorso ha alimentato l'allentamento obbligazionario (il tasso nominale del Treasury a 10 anni è sceso al 3,80%, il livello più basso dell'anno, rispetto a un picco del 4,70% la scorsa primavera) e ha sostenuto la ripresa degli indici azionari dopo la correzione di metà estate. Le buone notizie sul fronte dell'inflazione sono infatti un argomento potente a favore di un allentamento delle condizioni finanziarie. Le ultime statistiche confermano la traiettoria della disinflazione verso l'obiettivo del 2% della Federal Reserve. La moderazione salariale supporta questo scenario (verso una crescita salariale del +3,5% nel 2024 secondo Les Cahiers Verts de l'Économie). Soprattutto, l'economia statunitense continua a registrare forti guadagni di produttività compatibili con una modesta crescita dei costi unitari del lavoro. **Abbiamo già sottolineato molte volte questo punto cruciale: i guadagni di produttività (+2,3% nel secondo trimestre)**

contribuiscono a contenere i costi unitari del lavoro (+0,9%) e a sostenere i margini elevati delle aziende statunitensi. Si noti la forte moderazione dei prezzi manifatturieri, un fenomeno globale in cui la Cina certamente non è estranea: la sua debole domanda interna, mentre le sue capacità di produzione sono ampiamente eccedentarie in molti settori - il più emblematico è quello delle automobili elettriche - alimenta una corsa per guadagnare quote di mercato nelle esportazioni, accentuando la pressione deflazionistica nel resto del mondo. I mercati accolgono quindi con favore la contrazione delle aspettative di inflazione riflessa nei contratti swap e nelle obbligazioni legate all'inflazione: il contratto swap sull'inflazione in dollari a 5 anni tra 5 anni è al livello più basso dal dicembre 2022 (2,45% rispetto a una gamma di fluttuazione tra 2,50% e 2,80% dall'inizio dell'anno). Segnaliamo che questo fenomeno si osserva anche nell'area dell'euro, una buona notizia per la Banca Centrale Europea (BCE), che rimane tuttavia vigile (vedi il discorso del suo capo economista Philip Lane a Jackson Hole). Il 18 settembre prossimo, la Federal Reserve dovrebbe così unirsi all'elenco delle banche centrali che hanno già deciso di allentare la loro politica monetaria nel 2024 (BCE il 6 giugno scorso, Bank of England, Bank of Canada, Riksbank svedese, Banca nazionale svizzera...).

ELEZIONI PRESIDENZIALI STATUNITENSIS : IL SUSPENSE É ALTO

Qualche parola sulle elezioni presidenziali statunitensi, che offrono un suspense notevole. A seguito dell'attentato del 13 luglio contro Donald Trump, che è avvenuto dopo un dibattito disastroso per Joe Biden, il candidato repubblicano è salito nei sondaggi. Tuttavia, il ritiro del candidato democratico il 21 luglio a favore della sua attuale vice-

presidente Kamala Harris ha rimescolato le carte (i sondaggi sono più divisi nei sette stati chiave in cui il vantaggio di Donald Trump si è notevolmente contratto). Le elezioni del 5 novembre, che riguardano anche il Congresso, si avvicinano rapidamente. **Sembra che la "Kamalamania" abbia conquistato i media e che le possibilità di vittoria**

di Trump si stiano allontanando. Tuttavia, dobbiamo sottolineare la mancanza di chiarezza nel programma proposto da Kamala Harris, che si è concentrato principalmente sulla svolta a sinistra che intende imprimere alla politica economica e sociale federale, il che non è insignificante per le azioni statunitensi. Come esempi, le sue proposte di aumento della tassazione sulle imprese (aliquota fiscale al 28% rispetto al 21% attuale e al 35% prima della riduzione decisa da Trump nel 2017) e sulle famiglie benestanti per finanziare da 1,7 a 2 trilioni di dollari di promesse sociali a favore delle classi popolari e medie su un periodo di dieci anni (stime del Committee for a Responsible Federal Budget) non rassicureranno Wall Street. La domanda è se questo ammasso di annunci è principalmente politico, mirato a consolidare l'ala sinistra del Partito Democratico per la candidata, mentre Kamala Harris sembra allo stesso tempo voler prendere le distanze dai gruppi noti come "woke" (non hanno avuto voce in capitolo durante la

convenzione di Chicago). In caso contrario, la domanda è se i Democratici avranno la maggioranza al Congresso per attuare questo programma. Queste questioni sono cruciali: l'aliquota fiscale media per i "Magnifici Sette" è stata del 14% dal 2017; l'aliquota fiscale mediana dell'indice principale della borsa statunitense è stata del 20% negli ultimi cinque anni (fonte: Berenberg). Secondo Les Cahiers Verts de l'Économie, l'impatto dell'aumento della pressione fiscale previsto nel programma democratico, che non sarebbe completamente compensato dalla politica keynesiana di sostegno alla domanda, si tradurrebbe in una contrazione media del 10% dei profitti netti delle imprese, toccando particolarmente il settore tecnologico. Nonostante le stravaganze del suo candidato, una vittoria del campo repubblicano alla Casa Bianca e al Congresso sembra a priori più promettente per Wall Street.

CONCLUSIONE

L'estate ha modificato fundamentalmente lo scenario centrale? Non lo pensiamo: la crescita mondiale rimane ancorata a circa il 3% all'anno. L'ipotesi di un soft landing non è messa in discussione negli Stati Uniti. La domanda interna cinese rimane debole, alimentando pressioni deflazionistiche nei settori manifatturieri. Nell'area dell'euro, l'attività rimane debole nell'industria e si indebolisce nei servizi, mentre le

famiglie sono riluttanti a consumare di più (crescita annualizzata del PIL al +1,2% nel primo semestre). Il processo di disinflazione globale continua, permettendo ai banchieri centrali di allentare la politica monetaria, favorendo l'allentamento nei mercati obbligazionari. In conclusione, sebbene la dinamica dell'attività sembri meno promettente rispetto a qualche mese fa, il rilassamento delle condizioni finanziarie permette ai mercati di sperare.

DISCLAIMER

Il contenuto di cui sopra è stato prodotto e distribuito da Pure Capital S.A. È fornito a solo scopo informativo e mira a presentare le attività di gestione della società Pure Capital S.A. (di seguito "Pure Capital") e a fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni o i dati (inclusi testi e materiale fotografico) contenuti nel presente documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione degli stessi a terzi, in tutto o in parte, senza la previa approvazione di Pure Capital, è vietata. Pure Capital si riserva, in qualsiasi momento, il diritto di modificare o variare i dati contenuti nel presente documento senza preventiva comunicazione. Il presente documento non deve in nessun caso essere assimilato ad un'offerta di acquisto/vendita di uno strumento finanziario o a qualsiasi attività di promozione o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o di investimento. Tutte le informazioni pubblicate qui sono solo a scopo informativo e non costituiscono un consiglio di investimento. Tuttavia non è possibile fornire alcuna garanzia sulla loro accuratezza o completezza. Queste informazioni non sono state preparate in conformità con i requisiti legali che promuovono l'indipendenza della ricerca sugli investimenti e devono pertanto essere considerate comunicazioni di marketing. Sebbene questi contenuti non siano soggetti ad alcun divieto di utilizzo prima della loro distribuzione (ad esempio, per eseguire ordini), Pure Capital non cerca di trarne profitto. Il contenuto di questo articolo è il prodotto e la distribuzione di Pure Capital S.A. Fornisce solo informazioni e informazioni sulla sua strategia di investimento. Le informazioni e i dati (compresi test e materiale fotografico) contenuti nel presente documento sono protetti dal diritto d'autore e sono anche riprodotti e distribuiti a terzi, in tutto o in parte, previa approvazione di Pure Capital. Qualora Pure Capital venga archiviata, in qualsiasi momento, potrà modificare o variare i dati contenuti in questo documento, che è soggetto a preventiva comunicazione. Presenta documento non deve in nessun caso essere assimilato ad un'offerta di acquisto/vendita di uno strumento finanziario o qualsiasi attività di promozione o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o di investimento. Tutte le informazioni pubbliche che hanno esclusivamente scopo informativo e non comportano costi di consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, non è possibile fornire informazioni precise o complete sulla garanzia. Queste informazioni non sono predisposte in conformità con i requisiti legali per promuovere l'indipendenza del vostro investimento e devono pertanto essere considerate comunicazioni di marketing. Questi contenuti non sono inclusi in alcuna distribuzione di usi di distribuzione primaria (ad esempio, per questo scopo), Pure Capital non è attualmente redditizia.

Questo disclaimer è il risultato di una semplice traduzione automatica dalla versione francese, che è la versione autentica di Pure Capital. Questo documento vi viene fornito a condizione che non costituisca una base primaria per gli investimenti. Qualsiasi investimento dovrebbe essere il risultato di una decisione sufficientemente informata e informata