



Il biglietto verde potrebbe perdere il suo fascino



Autore/i
Kevin Thozet

Data di pubblicazione
8 Giugno 2021

Lunghezza
8 minuto/i di lettura

Dopo aver registrato un ciclo di apprezzamento pluriennale, il dollaro si è trovato ad affrontare una serie crescente di fattori, che potrebbero spingerlo oltre il punto critico. Pertanto, i movimenti di mercato delle ultime otto settimane meritano una certa attenzione.

Il dollaro è anch'esso molto sensibile alla propensione al rischio, e le sue ripercussioni a livello globale lo rendono uno strumento di gestione particolarmente complesso

Un contesto di desincronizzazione della crescita globale

La disparità nella gestione dell'epidemia, così come l'eterogeneità delle strategie di bilancio comportano ritardi nella ripresa dei vari blocchi economici.

Gli Stati Uniti si sono particolarmente distinti in tutti questi ambiti, con il 60% della popolazione adulta vaccinata fino ad oggi, una ripresa economica molto forte e massicci sostegni monetari e fiscali. Tuttavia, dalla fine del primo trimestre i tassi d'interesse nominali sono rimasti abbastanza stabili in questo paese, i mercati azionari hanno rallentato il ritmo di apprezzamento e il dollaro si è deprezzato, tornando ai livelli di inizio anno. Questo apparente paradosso non dovrebbe sorprendere.

Progetti che spingerebbero la spesa e il debito federale a livelli record

Le pubblicazioni dei dati macroeconomici statunitensi, ma anche quelle delle imprese, paiono confermare un forte rimbalzo¹. Inoltre, i progetti in bilancio dell'Amministrazione Biden, per circa 6.000 miliardi di dollari di spesa per il 2022, lasciano presagire che l'economia statunitense possa continuare a crescere in modo sostenuto anche dopo questo anno di ripresa.

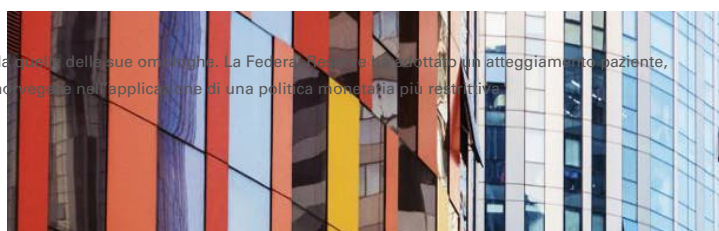
Un tale fenomeno di forte crescita economica, in termini assoluti e rispetto al resto del mondo, tende ad associarsi a una performance molto positiva della valuta; tuttavia il dollaro ha ampiamente azzerato l'apprezzamento registrato nel primo trimestre.

Ciò è dovuto al fatto che spesso la volontà del Presidente è diversa da ciò che alla fine viene approvato dal Congresso; tuttavia la sua propensione per la redistribuzione a livello sociale (e quindi per i consumi) rispetto agli investimenti delle imprese lascia presagire un rendimento sul capitale inferiore a quanto registrato in passato, e quindi un'attrattiva inferiore per gli asset denominati in dollari.

La credibilità intatta delle Banche Centrali?

Nelle ultime settimane, la Federal Reserve ha riconfermato il mantenimento della politica accomodante. Ha ripreso il controllo sui mercati, che pensavano di indurla forzatamente a inasprire la propria posizione³. A dimostrazione di questa rinnovata credibilità, i mercati obbligazionari hanno reagito solo marginalmente alle ultime pubblicazioni relative al tasso di inflazione⁴, prestando fede allo scenario della Fed, secondo il quale il contesto inflazionistico è transitorio, o quanto meno rinviando le tempistiche in vista del simposio di Jackson Hole in estate come potenziale occasione per un eventuale dibattito sulla possibilità di rallentamento degli acquisti di asset (che a sua volta sarebbe indicativo di un ciclo di rialzo dei tassi d'interesse da avviare un anno dopo).

Il contesto attuale fa anche sì che ogni Banca Centrale possa condurre politiche diverse da quelle delle sue omologhe. La Federal Reserve ha adottato un atteggiamento paziente, persino attendista, e sta lasciando mano libera alle Banche Centrali inglese, canadese e norvegese nell'applicazione di una politica monetaria più restrittiva.



Un dollaro domani vale meno di un dollaro oggi

Questa nuova modalità di reazione della Fed, che consiste nel lasciare correre l'inflazione mentre si interviene solo in un momento sul dollaro statunitense,

Bisogna tenere presente che l'inflazione erode il valore temporale di una valuta (con l'aumentare dei prezzi, un dollaro ad oggi consente di acquistare più beni e servizi rispetto a quanto consentirà di fare domani), e quindi la domanda di dollari. Inoltre dalla fine del sistema a cambio aureo la valuta nel 1971, il principale sostenitore delle valute è la fiducia riposta nelle rispettive Banche Centrali. La nomina di Janet Yellen al governo mette ulteriormente in discussione la completa indipendenza della Fed, che finanziando una parte del budget record degli Stati Uniti potrebbe alimentare le perplessità di più di una persona. La parte restante dovrebbe essere parzialmente coperta da aumenti di tasse e imposte. Inoltre, il deterioramento delle partite correnti favorirà più i consumi che non gli investimenti, esercitando pressione sulla valuta resa fragile dall'aumento dei disavanzii commerciali, generalmente associato all'indebolimento della valuta, e da un differenziale di tasso di cui la crisi ha ampiamente ridotto il vantaggio che per lungo tempo ha favorito gli Stati Uniti.

A meno che non si tratti dello spettro ben più preoccupante della "stagflazione", termine composto introdotto al tramonto dei tempi d'oro delle politiche keynesiane a metà degli anni '60, quando la liberalità di bilancio e la connivenza monetaria erano consentite (qualsiasi analogia con gli eventi recenti è ovviamente casuale...). È indubbio che i dati sul mercato del lavoro negli Stati Uniti⁵ potrebbero alimentare questi timori. Risultati inferiori alle aspettative⁶, questo insuccesso è probabilmente dovuto alle misure di sostegno eccezionale, che al momento paiono scoraggiare alcune persone a tornare a cercare lavoro. Questa situazione potrebbe indurre ad aumentare i salari per attrarre un maggior numero di candidati nel mondo del lavoro, senza tuttavia essere indicativa di maggiore solidità economica (l'aumento dei salari è uno degli aspetti chiave che potrebbe alimentare il perdurare dell'inflazione, oltre a riaccendere i timori relativi al ciclo salari/prezzi). Le politiche monetarie, come quelle fiscali, non sono le più efficaci per uscire da questo tipo di situazione. Il paradosso è legato al fatto che stimolare la crescita tende ad alimentare l'inflazione, e viceversa il rigore che punta a contenere l'inflazione penalizza l'economia. Ciò lo rende un cocktail molto sgradevole per la valuta dell'economia coinvolta.

Questi fattori rappresentano tutti forze contrapposte che dovrebbero incidere negativamente sul dollaro a medio termine.

ANDAMENTO DELL'INDICE DEL DOLLARO STATUNITENSE DAL 2008



Fonte: Bloomberg, 07/06/2021.
L'indice del dollaro statunitense che misura il valore del dollaro rispetto a un paniere costituito dalle principali valute mondiali.

Le strategie valutarie hanno qualcosa di speciale poiché operativamente sono combinate, e identificare l'altra metà è sempre difficile.

Il Vecchio Continente è ancora in lizza

Mentre l'Europa è stata maggiormente colpita dalla crisi, e gli stimoli sono stati nettamente inferiori, quest'area geografica è diventata più appetibile agli occhi degli investitori internazionali grazie al rafforzamento della cooperazione politica, ma anche a un universo di titoli particolarmente esposti alla ripresa⁷. Era da molto tempo che non si registrava la sovraperformance dei titoli azionari europei rispetto agli omologhi statunitensi, senza penalizzazioni legate all'apprezzamento dell'euro. Questo fenomeno potrebbe proseguire, tanto più che le aspettative di inflazione europee sono aumentate⁸ ma restano molto lontane dall'obiettivo della BCE (contrariamente a quelle statunitensi), e potrebbero continuare a beneficiare di dinamiche di crescita relativamente più favorevoli, grazie alla ripartenza appena avviata.

Per giunta, in primavera si è registrato un brusco aumento dei tassi d'interesse europei; i mercati si sono spinti al punto da prevedere un inasprimento monetario nei prossimi due anni ed eventuali annunci relativi al rallentamento del piano straordinario di acquisto titoli. Riteniamo che ciò sia prematuro. In questa fase, l'inflazione è un fenomeno prevalentemente statunitense, e sia le tempistiche che le prossime dichiarazioni dei membri della BCE dovrebbero essere accomodanti. Inoltre, i tassi d'interesse europei potrebbero registrare una battuta d'arresto.

L'Asia, punta di diamante della quarta rivoluzione industriale

La Cina ha gestito la pandemia in modo decisamente migliore rispetto agli Stati Uniti, ma l'interesse che suscita è dovuto anche al miglioramento delle prospettive economiche e tecnologiche a lungo termine che caratterizzano quest'area geografica. Ha investito, e continua a farlo, nelle tecnologie del futuro. Lo yuan cinese si è nettamente apprezzato, grazie alle notizie economiche positive ma anche al rifugio offerto dai tassi d'interesse cinesi in un contesto di scarsità di rendimento. Inoltre, le autorità di Pechino appaiono al momento particolarmente tolleranti nei confronti di questo movimento; infatti, l'apprezzamento dello yuan rappresenta uno strumento efficace per contrastare un'eventuale importazione dell'inflazione statunitense alimentata dalla Fed. Peraltro, dovrebbero mantenere una politica accomodante al fine di contenere l'eccessivo apprezzamento della valuta rispetto al calo del dollaro, il che sosterrà i mercati azionari e obbligazionari cinesi. Lo svantaggio principale risiede nelle tensioni latenti con gli Stati Uniti, che possono rappresentare un fattore di turbolenza.

Le valute dei paesi esportatori di materie prime sono in rallentamento

I prezzi delle materie prime sono tornati ai livelli di cinque anni fa, dando adito a speculazioni relative all'eventualità di un nuovo "superciclo". Riteniamo rischioso esporci direttamente alle materie prime in un contesto di temporanea turbolenza sul fronte dell'offerta, di ordini effettuati a titolo precauzionale e di significativi posizionamenti speculativi; pertanto, sono molte le valute dei paesi esportatori di questi prodotti di base, così utili per la ripresa dell'attività economica e per i piani di stimoli "green", che si trovano in fase di stallo.

È probabile che gli investitori siano ancora traumatizzati dal taper tantrum, che nel 2013 aveva fatto registrare deflussi dai paesi emergenti, ancora fragili, a seguito degli annunci di normalizzazione della politica monetaria della Fed e dei conseguenti aumenti dei tassi.

Tuttavia attualmente la situazione è molto diversa, con le Banche Centrali che hanno conquistato credibilità e, contrariamente al 2013, sono molti i paesi che registrano surplus delle partite correnti. È quindi possibile prevedere che i paesi che presentano fondamentali solidi e Banche Centrali rigorose registrino un apprezzamento delle loro valute. Siamo quindi esposti, in modo selettivo, alle valute di questi paesi produttori di materie prime.

La nostra struttura di portafoglio resta equilibrata tra convinzioni a lungo termine e a breve termine. Il vantaggio della desincronizzazione è che consente la diversificazione.

Il calo del dollaro non è in contrasto con il rialzo dei tassi

Questi driver di performance sono integrati da strutture portanti significative di coperture strategiche. Come illustrato nelle nostre ultime "Note", il rischio di tasso d'interesse ne è il pilastro principale, e come analizzato in dettaglio in questa "Note" il rischio di cambio ne rappresenta il secondo. Contrariamente a quanto si potrebbe pensare intuitivamente, il calo del dollaro non è in contrasto con il rialzo dei tassi, e analogamente al rischio di tasso d'interesse, la gestione del rischio di cambio deve essere attiva. Il dollaro è anch'esso molto sensibile alla propensione al rischio (sia al rialzo che al ribasso), e le sue ripercussioni a livello globale lo rendono uno strumento di gestione particolarmente complesso e soggetto a movimenti di breve periodo.

Strategia di investimento

Azioni

I titoli azionari europei hanno sovraperformato negli ultimi due mesi grazie all'accelerazione delle campagne vaccinali, ma anche alla ripresa globale che sostiene questa economia molto sensibile al ciclo economico. Raramente questo movimento si è registrato nonostante l'apprezzamento dell'euro, e ha interessato principalmente le banche ma anche alcuni segmenti dei consumi. La ripresa dell'economia europea, favorita dalla domanda latente dei consumatori, dovrebbe proseguire.

Negli Stati Uniti, la componente più ciclica del mercato sta già scontando una crescita elevata e la probabilità di cambiamento di contesto. Inoltre, su questo mercato abbiamo ridotto le esposizioni ai titoli più esposti alla ripartenza, e implementato delle coperture. Tuttavia, nonostante gli annunci dei piani di stimoli e i notevoli risparmi accumulati dalle famiglie, il settore dei consumi figura tra quelli che hanno registrato le performance peggiori dall'inizio dell'anno, inducendoci quindi a mantenere gli investimenti in questo settore. Anche la Cina figura tra i mercati che hanno registrato un rallentamento, penalizzati da prese di profitto e da incertezze legate al quadro normativo. La sua fase più avanzata all'interno del ciclo economico potrebbe quindi favorire i titoli a visibilità elevata in cui ci siamo posizionati. Questa desincronizzazione tra le varie aree geografiche consente di diversificare i nostri portafogli.

Nel complesso, il nostro approccio resta quello di definire convinzioni in grado di sovraperformare sul lungo periodo, evitando le aziende che devono far fronte a sfide durature, senza prospettive di crescita interessanti e tangibili a lungo termine. Inoltre, la recente sottoperformance di alcuni titoli growth ha creato opportunità in alcune di queste convinzioni. Siamo tuttavia indotti a riequilibrare il nostro orientamento a favore della crescita attraverso posizioni in strumenti derivati su indici ciclici, come facciamo da diverse settimane con posizioni lunghe in alcuni indici più esposti all'inflazione, come quelli bancari.

Obbligazioni

La desincronizzazione tra le varie aree geografiche ha avuto ricadute sui mercati azionari e su quelli obbligazionari. Nei paesi "core" dell'Eurozona, l'accelerazione delle campagne vaccinali e le aspettative di ripartenza dell'economia hanno determinato l'aumento delle aspettative di inflazione, e quindi un aumento dei tassi d'interesse, che hanno parzialmente recuperato il ritardo accumulato rispetto ai tassi statunitensi. Nei prossimi mesi, non dovrebbe affatto sorprendere un maggiore impegno da parte dei governi europei, tanto più che le scadenze elettorali, previste in Italia, in Francia e Germania, normalmente non incoraggiano il rigore finanziario. Allo stesso tempo, le eventuali pressioni inflazionistiche appaiono come una prospettiva molto remota, e a breve termine la BCE non dovrebbe inasprire la propria posizione, il che potrebbe indurre i tassi europei a segnare una battuta d'arresto, offrendo un contesto favorevole agli asset obbligazionari. Abbiamo quindi preso profitti nelle posizioni corte sul mercato tedesco, e integrato con parsimonia posizioni in alcuni paesi non strategici.

Negli Stati Uniti, dopo il fortissimo movimento al rialzo registrato nel primo trimestre, i tassi si sono nel frattempo stabilizzati negli ultimi due mesi. Gli stimoli statunitensi potrebbero determinare una ripresa dell'inflazione più duratura rispetto a quanto previsto dal consensus, a maggior ragione in un contesto in cui persistono gli ostacoli, e pertanto continuiamo a utilizzare un'ampia gamma di strumenti, quali le posizioni corte sui tassi nominali e/o posizioni lunghe sull'aspettativa di inflazione.

Manifestiamo inoltre un orientamento pro-ciclico attraverso i mercati del credito, dove abbiamo liquidato parte delle coperture. Queste ultime sono tendenzialmente costose sul lungo periodo, e rendono quindi necessaria una gestione attiva. Abbiamo inoltre integrato alcune posizioni in modo selettivo e marginale, in quanto il contesto, caratterizzato da Banche Centrali ancora accomodanti e dati macroeconomici positivi, è favorevole.

Fonte: Carmignac, Bloomberg, 07/06/2021

¹Il PIL degli Stati Uniti è aumentato del 6,4% a un tasso annualizzato nel primo trimestre. La crescita degli utili per azione si attesta a oltre il 50% su base annua, sorprendentemente superiore alle aspettative già elevate.

²La maggioranza democratica non offre a Biden una strada maestra senza che venga sottoposta a discussioni, talvolta difficili.

³J. Powell e il Consiglio direttivo sono riusciti a essere convincenti sul fatto di non volere intervenire così rapidamente, di essere convinti che gli aumenti di prezzi siano un fenomeno transitorio, e che non sia quindi necessario avviare un ciclo di inasprimento monetario sin da ora.

⁴Il quale, a oltre il 4% su base annua, è superiore a quanto previsto dal consensus e raggiunge un livello che non si registrava da dieci anni.

⁵Quest'anno, circa il 25% del volume delle emissioni è stato acquistato dalla Fed.

⁶Dati tratti dal Non Farm Payroll, pari a 278.000 rispetto a oltre 1.000.000 previsti per il mese di aprile. Inoltre, 559.000 rispetto a 675.000 previsti per il mese di maggio.

⁷Titoli legati ai consumi o al turismo, ma anche settori dell'economia tradizionale: industriali, bancari, materie prime.

⁸Inflazione media per le prossime dieci settimane prevista all'1,4% nell'Eurozona, e al 2,4% negli Stati Uniti (ovvero per questi ultimi superiori dell'1% su 1 anno).

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.

