



Il virus e il Rubicone



Autore/i
Didier Saint-Georges

Data di pubblicazione
11 Gennaio 2021

Lunghezza
7 minuto/i di lettura

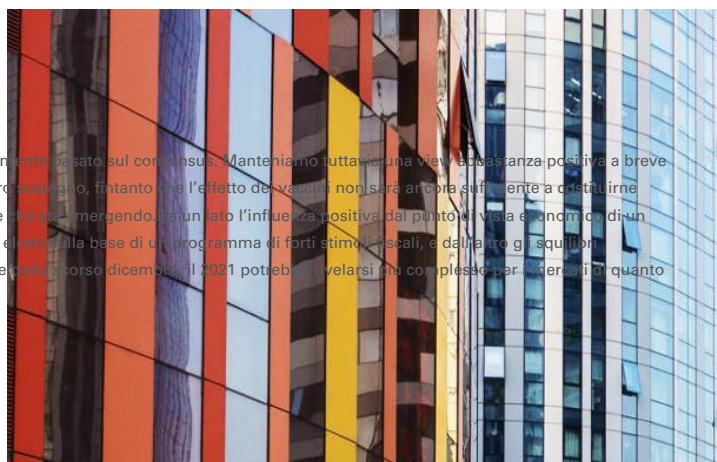


La maggior parte degli investitori ha capito che la politica monetaria straordinariamente accomodante condotta dalle principali Banche Centrali, nel 2020 ha sostenuto più che mai il prezzo degli asset finanziari. Di conseguenza, nel momento in cui la campagna vaccinale su scala mondiale contro il Covid consente ad oggi di prevedere una ripresa economica nel giro di alcuni mesi, la conferma quasi certa del mantenimento di questa politica monetaria nel 2021, e addirittura oltre, sostiene fortemente i mercati azionari.

Sui mercati la politica monetaria amplifica l'effetto atteso dei vaccini. Questa constatazione spiega e giustifica l'ottimismo generalizzato che ormai da alcuni mesi ha preso il sopravvento. Ci ricorda, tuttavia, l'osservazione con cui concludevamo la Carmignac's Note di gennaio 2020: « mercati inebriati dalle dinamiche di fine anno, e quindi esposti a una crescente vulnerabilità ». Nessuno allora poteva prevedere che uno shock esogeno di natura sanitaria avrebbe rivelato la portata di tale fragilità poche settimane dopo. Ma era necessario essere cauti, e ci è stato utile quando è scoppiata la crisi sui mercati all'inizio dell'anno; ci è stato altresì utile per cogliere il rimbalzo che ne è seguito, dopo aver riscontrato che una deliberata interruzione dell'attività economica da parte dei governi garantiva in cambio piani di sostegno fiscale e monetario senza precedenti (si veda la Carmignac's Note di aprile 2020 « **Non demordere** »).

Manteniamo una view positiva a breve termine ma il posizionamento degli investitori all'inizio dell'anno, fortemente basato sul consensus, ci preoccupa

Siamo quindi preoccupati per il posizionamento degli investitori all'inizio dell'anno, fortemente basato sul consensus. Manteniamo tuttavia una view abbastanza positiva a breve termine sui mercati azionari, poiché i governi si sono dichiarati pronti a intensificare il loro sostegno, fintanto che l'effetto dei vaccini non sarà ancora sufficiente a costituire l'alternativa. A medio termine, ciò che alimenta il nostro pensiero strategico è la tensione che si sta creando, da un lato l'influenza positiva dal punto di vista economico di un controllo assoluto del Congresso statunitense da parte di una maggioranza democratica, eletta alla base di un programma di forti stimoli fiscali, e dall'altro gli squilibri potenzialmente associati a tale prospettiva. Come avevamo sottolineato nella nostra Note dello scorso dicembre, il 2021 potrebbe rivelarsi più complesso per i mercati di quanto possa generalmente sembrare.



La realtà, è quando vi ci si imbatte (Jacques Lacan)

L'annuncio dei primi vaccini lo scorso novembre e l'inizio della loro distribuzione hanno dato avvio a giusto titolo a una nuova fase sui mercati, quella dell'aspettativa per la fine della crisi. L'orizzonte del secondo e terzo trimestre dell'anno è stato rapidamente ritenuto dagli economisti come quello in cui si dovrebbe registrare il tanto atteso rimbalzo dell'attività economica. Questo fenomeno avrebbe luogo poiché, con il raggiungimento della soglia critica delle campagne vaccinali, sarebbe possibile per i consumatori riacquistare la fiducia (e averne l'autorizzazione) per assecondare il loro desiderio di consumi, represso per tanto tempo, attingendo finalmente all'eccedenza dei risparmi accumulati a titolo precauzionale. Questo slancio verrebbe probabilmente raddoppiato dall'accelerazione nella ricostituzione delle scorte, già avviata dalle imprese. Il percorso di un ritorno alla mobilità dei consumatori e alla normalizzazione delle attività di servizi è ormai stato tracciato.

Tuttavia, la realtà di questi progressi resta per il momento particolarmente ardua. Tra le difficoltà logistiche, la riluttanza delle popolazioni a vaccinarsi, la delicata gestione delle priorità e le divergenze in termini di successo tra paesi, il tempo del ritorno alla normalità continua ad allontanarsi. Questo contesto aumenta il rischio che il contenimento della nuova ondata di contagi debba ancora passare attraverso nuovi inasprimenti delle misure restrittive, prima che la soluzione venga finalmente fornita dalla vaccinazione di massa. La probabile diffusione in Europa della nuova variante del coronavirus individuata di recente, notevolmente più contagiosa, aumenta ovviamente la probabilità e la durata di questa fase ancora molto difficile. Questa eventualità non costituisce necessariamente un rischio per l'orientamento dei mercati, se governi e Banche Centrali protrarranno il loro sostegno nella giusta misura, ma al tempo stesso conferma le nostre costruzioni di portafoglio, che continuano a privilegiare le azioni ad alta visibilità.

La prospettiva di un cambiamento di contesto dei mercati a medio termine

Forse perché il 2021 segnerà il 50° anniversario della fine della convertibilità del dollaro in oro, che all'epoca spianò la strada a un rapido deprezzamento della valuta statunitense e favorì un forte rialzo dell'inflazione (successivamente alimentato dal primo shock petrolifero), il passaggio del Senato statunitense in campo democratico alimenta un dibattito sempre più acceso sul rischio di inflazione, che innescherebbe un calo del dollaro. Ma quasi tutto nell'universo degli investimenti oggi dipende dal futuro dell'inflazione: i tassi d'interesse, ovviamente, ma anche le valutazioni dei mercati azionari, oltre al destino dei circa 18.000 miliardi di debito governativo a tassi negativi. L'argomento merita quindi di essere analizzato.

Indubbiamente, un Congresso a maggioranza democratica spingerà l'ala sinistra del partito a pretendere l'attuazione di tutte le misure del programma elettorale, in base al quale Joe Biden è stato eletto, comprese quelle più "riformiste". Tuttavia bisogna tenere presente che questa maggioranza strappata in extremis sarà estremamente fragile, e per qualsiasi votazione a maggioranza sarà necessario il sostegno dei rappresentanti moderati eletti. Di conseguenza, sussistono poche probabilità che le misure più radicali del programma economico vengano attuate, sebbene prevediamo nuovi e significativi stimoli fiscali nel 2021. Inoltre il livello di sottoccupazione e le capacità produttive in eccesso sono ancora notevoli, mentre le pressioni disinflazionistiche strutturali, quali i fattori demografici e le innovazioni tecnologiche, restano forti. Riteniamo pertanto che il rischio di ripresa dell'inflazione sia ridotto nel 2021, indipendentemente da un effetto base significativo ma temporaneo per definizione. Inoltre, mentre un certo volume di spesa per gli investimenti, in particolare nelle infrastrutture, è in linea con il consensus, le principali misure di inasprimento della pressione fiscale saranno invece duramente osteggiate, a maggior ragione in un contesto di crescita debole. L'aumento delle aliquote fiscali, in particolare sulle plusvalenze e sulle imprese, dovrebbe essere modesto con un'incidenza sul 2021 in misura molto ridotta. In base alle nostre stime, la crescita economica potrebbe ridurre il deficit di bilancio degli Stati Uniti dal 16% al 10%-11% nel 2021, cosa che i mercati e la Fed dovrebbero essere in grado di finanziare senza troppe difficoltà. Avrebbe quindi senso che il dollaro continuasse a indebolirsi nel 2021, ma senza registrare un crollo.

A medio termine, il crescente coinvolgimento dei governi in ambito economico preannuncia un cambiamento di contesti di mercato



Questa prospettiva piuttosto favorevole a breve termine non pregiudica comunque le tendenze a lungo termine. Tuttavia governi e Banche Centrali, in particolare negli Stati Uniti, hanno attraversato il Rubicone nel 2020. Sarà ormai estremamente difficile, da un punto di vista politico e sociale, invertire la tendenza del crescente coinvolgimento dei governi in ambito economico, già ben avviata. La combinazione tra l'esplosione dei deficit pubblici e della creazione di moneta ne è la prima manifestazione. In questo contesto, il passaggio a una maggioranza democratica al Congresso aumenta senza dubbio la probabilità di rimettere in discussione in modo duraturo il modello economico inaugurato ormai quarant'anni fa dall'era "Reagan-Thatcher", incentrato sulla deregolamentazione, sul calo della pressione fiscale, in sintesi sull'eliminazione dell'influenza dello stato. Il prossimo Segretario al Tesoro degli Stati Uniti, Janet Yellen, non ha mai nascosto la propria visione molto keynesiana sulla questione. Questa nuova filosofia di crescita potrebbe ovviamente portare a una presunta politica di redistribuzione della produzione di ricchezza a favore dei salari. Questo riequilibrio favorirebbe quindi un'inversione di tendenza in termini di produttività e inflazione. Dobbiamo prepararci a tale evenienza, ed è questo il significato del nostro posizionamento in alcuni settori ciclici negli Stati Uniti, delle nostre posizioni nelle miniere aurifere, e delle coperture parziali sui tassi d'interesse e sull'indice Nasdaq.

Una tendenza che dura da quarant'anni merita il beneficio del dubbio e per il momento prevale l'incertezza economica per l'immediato futuro, in particolare in Europa. Infine va evidenziato che nel 2020 un paese ha rappresentato l'eccezione rispetto alla tendenza generalizzata verso la ripresa: la Cina, che non solo ha ben gestito la pandemia, ha evitato la creazione sfrenata di moneta ma, essendone costretta, ha anche imparato ad "dissociarsi" dagli Stati Uniti. È su questo mercato che attualmente concentriamo gran parte dei nostri investimenti di convinzione. L'equilibrio generale dei nostri portafogli e una gestione decisamente attiva dovrebbero rappresentare ancora una volta strumenti preziosi per i nostri Fondi nel 2021, che si preannuncia complesso e quindi ricco di opportunità.

Strategia di investimento

Azioni

Il 2020 è stato teatro di grandi disuguaglianze tra aree geografiche, con gli indici cinesi e statunitensi in gran parte tornati ai livelli pre-crisi, mentre l'Europa è rimasta il fanalino di coda. Inoltre, la correzione molto rapida delle quotazioni dei titoli "value" alla fine dell'anno non è bastata per controbilanciare la leadership di mercato dei titoli "growth".

In questo contesto, la nostra gestione ha beneficiato dalla propria gestione internazionale focalizzata su titoli a crescita secolare a prezzi accessibili, nonché della flessibilità e della reattività, in particolare per tornare a esporsi alla ripartenza delle economie in segmenti ben mirati a partire dalla primavera. L'euforia di fine anno ha ormai portato a rischi di mercato più asimmetrici, poiché molte notizie positive sono già state scontate nelle quotazioni.

Iniziamo quindi il 2021 con una certa cautela nella selezione dei titoli e nella costruzione del portafoglio. Manteniamo una preferenza strategica per le società in crescita ad alta visibilità, che dovrebbero continuare a beneficiare dell'incertezza economica, monitorandone al contempo le valutazioni. Abbiamo quindi aperto una posizione corta nel Nasdaq al fine di ridurre il beta della nostra esposizione in modo mirato. Inoltre, abbiamo preso profitti in alcuni titoli ritenuti più vulnerabili a un'inversione di tendenza del mercato, come ad esempio alcune piattaforme internet cinesi che subiscono l'aumento del rischio legato al quadro normativo. Abbiamo inoltre preso profitti in operatori cinesi di veicoli elettrici per aumentare l'esposizione ai produttori storici in Europa e in Corea, che sono in fase di transizione verso l'elettrico. Per mantenere un equilibrio all'interno del portafoglio, manteniamo l'esposizione ai titoli che beneficeranno della ripartenza delle economie, con nuove posizioni incentrate soprattutto sulla ripresa dei consumi negli Stati Uniti. L'aumento dei deficit potrebbe inoltre sostenere i titoli auriferi, giustificando il mantenimento delle nostre posizioni.

Obbligazioni

Le notizie positive sul fronte del vaccino alla fine dell'anno e la conferma da parte della Fed di voler mantenere invariato il ritmo degli acquisti di titoli hanno consentito una buona performance degli asset rischiosi. Il mercato del credito è quindi tornato ad attestarsi ai livelli pre-crisi, e i titoli governativi decennali del Portogallo e della Spagna sono momentaneamente passati in territorio negativo. Benché questo movimento sia giustificato dall'intervento attuale e previsto delle Banche Centrali, i livelli delle valutazioni inducono a una maggiore selettività. Pertanto, investiamo il capitale in asset che riteniamo presentino maggiore potenziale di riduzione degli spread. Di conseguenza, nel credito continuiamo a privilegiare il segmento energetico, i titoli finanziari e il settore del turismo.

Nei titoli governativi manteniamo l'esposizione all'Italia che resta interessante in un contesto di repressione finanziaria, poiché offre rendimento positivo e una buona pendenza della curva, mentre le emissioni nette del Tesoro italiano dovrebbero essere negative nel 2021, totalmente assorbite dalla BCE.

Negli Stati Uniti, la Banca Centrale sta focalizzando il proprio intervento sui tassi a breve termine, e di conseguenza gli effetti della ripresa dovrebbero avere un impatto sul segmento più lungo della curva. Mentre buona parte della ripresa economica è già scontata nelle quotazioni, la prospettiva di stimoli fiscali aggiuntivi da parte dell'amministrazione Biden giustifica un posizionamento corto nei titoli statunitensi a 10 e 30 anni all'interno dei portafogli.

Infine, nell'universo emergente l'esposizione dei nostri Fondi è suddivisa tra alcune valute in fase di rallentamento (Corea, Cina, India) e una selezione di obbligazioni, che offrono ancora potenziale di apprezzamento come nel caso della Cina o della Romania.

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.