



## Cosa cambia il 2020?



Autore/i  
Didier Saint-Georges

Data di pubblicazione  
7 Ottobre 2020

Lunghezza  
6 minuto/i di lettura

È sempre difficile proiettarsi nel futuro quando l'onda d'urto di un'esplosione non ha finito di propagarsi e si è circondati da molte persone che lottano ancora per liberarsi dalle macerie. La crisi sanitaria del 2020 rappresenta ovviamente uno di questi casi. I dati giornalieri sulla diffusione ancora rapida del virus, i dettagli dei conseguenti piani di sostegno fiscale di emergenza, l'andamento mese dopo mese dei dati sull'attività economica tendono a monopolizzare il pensiero degli osservatori. Per non parlare dei colpi di scena della campagna presidenziale statunitense nelle ultime settimane, talvolta più simile alla guerriglia urbana tra due geronti piuttosto che al confronto di progetti.

Tuttavia, riteniamo che l'intensità stessa dello shock del 2020 potrebbe innescare effetti potenzialmente determinanti a lungo termine per gli investitori.

### L'intensità stessa dello shock del 2020 potrebbe innescare effetti determinanti a lungo termine

Queste ricadute colpiscono il potenziale di crescita economica in Europa, negli Stati Uniti e nell'universo emergente. Incidono inoltre in prospettiva futura sull'aumento dei prezzi al consumo, sulla stabilità delle valute; tutte problematiche che non possono essere ignorate quando ci si interroga sulle prospettive dei mercati azionari, obbligazionari e valutari.

#### Il futuro della crescita

Nell'immediato, i governi si sono fatti carico della quasi totalità delle perdite sui redditi delle famiglie dovute alla crisi, in Europa così come negli Stati Uniti. Questo attivismo politico senza precedenti consente attualmente di osservare segnali di ripresa incoraggianti, alimentati anche da fenomeni di ricostituzione delle scorte dopo il crollo dei mesi precedenti. Il terzo trimestre si è rivelato un periodo di forte ripresa, che sostiene anche le esportazioni provenienti dalla Cina dove l'attività economica è tornata ad assumere ritmi quasi normali. Nei prossimi mesi, se non addirittura nelle prossime settimane, un accordo del Congresso statunitense su un nuovo piano di sostegno fiscale e le prime concrete notizie su un vaccino efficace potrebbero vivacizzare queste dinamiche, e rinvigorire le reazioni istintive dei mercati.

Tuttavia, il proattivismo dei governi ha spinto i disavanzi di bilancio a livelli esorbitanti, che soltanto un intervento altrettanto fuori dal comune delle Banche Centrali ha consentito di finanziare. Riteniamo che sarebbe illusorio o per lo meno ottimistico fare affidamento sul proseguimento incontrollato di questo movimento. Il problema della sostenibilità dei deficit pubblici non potrà essere evitato per sempre; una problematica alimentata dalla riluttanza strutturale delle Banche Centrali, garanti della stabilità finanziaria generale, a intensificare senza alcun ritegno i loro piani di acquisto di titoli. È quindi la prospettiva di uno "scenario limite" di sostegno finanziario che ha integrato nella visione a lungo termine.

Naturalmente, la probabile scoperta di un vaccino aiuterà presto a tornare a una certa normalità. Riteniamo, tuttavia, che non si debba sottovalutare il periodo prima che un vaccino ottimale (che richiede una sola iniezione, conservabile a temperatura ambiente, efficace almeno al 70% e attivo sul lungo periodo) possa essere prodotto e somministrato su scala sufficientemente vasta per confinare nel passato l'impatto della pandemia sui comportamenti.



Inoltre, la produzione e gli investimenti, e quindi l'occupazione, continueranno a subire le conseguenze dello shock economico del 2020, in particolare nei settori del trasporto aereo, dell'estrazione petrolifera, del turismo, della ristorazione, dell'immobiliare commerciale e delle vendite al dettaglio. La riallocazione occupazionale da questi settori verso aree a forte potenziale, tra cui in primis i servizi tecnologici e la transizione energetica, dovrà affrontare sfide significative di riconversione professionale. Queste stesse ripercussioni si associano al rafforzamento della forte tendenza al sovraindebitamento, che da oltre dieci anni ostacola una ripresa economica vigorosa e duratura.

Riteniamo quindi che in questa fase lo scenario macroeconomico di riferimento da tenere in considerazione sia quello di una crescita potenziale più debole a medio termine. Le conseguenze per i mercati azionari sono abbastanza dirette: poiché le Banche Centrali continuano ovviamente a trovarsi nell'impossibilità di inasprire le loro politiche monetarie, il livello dei tassi d'interesse dovrebbe restare molto basso continuando quindi a sostenere le valutazioni dei mercati. Tuttavia i settori che si sono adattati perfettamente a questo indebolimento del contesto economico (si veda la nostra Note di settembre «**L'inesorabile teoria dell'evoluzione**» per un'analisi degli effetti darwiniani dello shock del 2020) saranno in grado di aumentare maggiormente il loro vantaggio concorrenziale, e quindi la loro sovraperformance relativa.

## La crescita potenziale è ancora debole e pone le Banche Centrali nell'impossibilità di inasprire le loro politiche monetarie

### Il futuro dell'inflazione

Non sorprende che questo scenario di rinascita economica molto difficile spinga a riflettere su una "nuova (o rinascente)" "teoria dell'evoluzione" che consentirebbe di eliminare qualsiasi limite alla monetizzazione dei deficit (vale a dire il loro finanziamento attraverso la creazione di moneta) o, più ovviamente, a pagare e a debita ragione il costo. Questa percezione di per sé solleva immediatamente la questione del valore intrinseco delle valute, che verrebbero svalutate così pesantemente da creare una nuova ricchezza nella giusta proporzione. Giustifica il mantenimento di un rischio di cambio contenuto all'interno dei portafogli, e anche la conservazione di un'allocazione significativa in asset reali come l'oro.

L'altro problema sollevato dallo scenario di deficit interamente monetizzati è quello dell'inflazione. È vero che nel breve periodo non mancano le argomentazioni a favore di un aumento dei prezzi, sia attraverso la domanda (tramite lo smobilizzo dell'enorme massa di risparmi attualmente disponibili) sia attraverso l'offerta (tramite il calo della globalizzazione degli approvvigionamenti). Inoltre, i governi e le Banche Centrali auspicano la ripresa dell'inflazione che ridurrebbe il costo reale del debito pubblico. È quindi plausibile che i mercati manifestino, almeno nel breve periodo, una lieve crescita delle loro aspettative di inflazione.

Tuttavia a parte il fatto che, come indicato precedentemente, le Banche Centrali non sono ancora disposte a cedere totalmente alla rivendicazione della loro indipendenza, sottomettendosi completamente alla volontà dei governi, le pressioni deflazionistiche a lungo termine restano molto forti. Oltre agli effetti del sovraindebitamento, la straordinaria portata degli investimenti in ambito tecnologico, negli ultimi vent'anni, ha creato economie di scala senza precedenti che hanno abbattuto il costo dei servizi erogati. Pertanto, non solo l'offerta tecnologica sta rivoluzionando l'attività economica, ma si sta rivelando indubbiamente deflazionistica. E come rammentato dalla crisi sanitaria del 2020, se mai ce ne fosse stato bisogno, molteplici soluzioni tecnologiche sono in grado di soddisfare, letteralmente senza limiti di capacità, aumenti anche improvvisi della domanda di comunicazioni virtuali, di accesso alle informazioni o di archiviazione dei dati.

Non è quindi perché Christine Lagarde e Jerome Powell, rispettivamente Presidenti della BCE e della Fed, abbiano affermato di essere pronti a lasciare che il tasso d'inflazione superi leggermente l'obiettivo del 2% che ciò sia destinato ad accadere, a maggior ragione nel breve periodo. Ciò conferma invece la loro determinazione a mantenere i tassi d'interesse reali più bassi possibili, il che indica una prospettiva abbastanza chiara per i mercati obbligazionari, e rappresenta un ulteriore aspetto di contesto favorevole al prezzo dell'oro.

Quindi, anche se la prospettiva di maggiore chiarezza a breve termine sulle dinamiche sia economiche che sanitarie giustifica una certa esposizione al tema della "ripartenza delle economie" all'interno dei portafogli, lo shock del 2020 ha rafforzato le nostre convinzioni sulle tendenze macroeconomiche di medio termine, convinzioni che sono alla base della costruzione strategica dei nostri portafogli. L'asse portante dei nostri Fondi resta quindi costituito da titoli growth di qualità elevata (su cui il lavoro dei nostri analisti ci consente di avere una view differenziata), miniere aurifere, obbligazioni corporate, rigorosamente selezionate per la loro capacità di superare questo periodo travagliato senza grandi difficoltà, e dalla riduzione del rischio di cambio.

Fonte: Carmignac, Bloomberg, 06/10/2020



## Strategia di investimento

### Azioni

A settembre, i mercati azionari hanno registrato un lieve calo a causa delle incertezze legate alla politica statunitense e a una seconda ondata della diffusione del virus in Europa. Le prese di profitto si sono concentrate sulle performance migliori dall'inizio dell'anno, ovvero sui titoli growth. Tuttavia la costruzione del portafoglio e la selezione dei titoli si sono dimostrate strumenti efficaci per superare questi periodi di momentanee rotazioni settoriali.

Poiché per i prossimi mesi la visibilità sul ciclo economico resta ridotta, l'asse portante della nostra gestione azionaria continua a essere incentrato su titoli a crescita secolare, di cui una componente significativa in Cina. Questo scenario di riferimento di modesta ripresa non esclude tuttavia che i mercati possano scontare una graduale ripartenza delle economie, a maggior ragione con l'aspettativa di un'imminente immissione sul mercato di un vaccino efficace. Questa prospettiva viene tenuta in considerazione all'interno del portafoglio azionario attraverso società esposte alla ripartenza delle economie e al segmento aurifero. Le prime sono prevalentemente società europee appartenenti al settore del turismo e a bassa intensità di capitale, come la società spagnola che fornisce soluzioni tecnologiche soprattutto per la vendita di biglietti aerei. Al contrario, evitiamo le aziende caratterizzate da gravi difficoltà, conseguenti al blocco della loro attività, che avranno ripercussioni durature sul loro modello di business, in particolare nel settore automobilistico e in quello aereo.

Inoltre, recentemente abbiamo aderito a diverse operazioni di quotazione in Borsa, con queste ultime che hanno registrato il trimestre più dinamico dal 2000 in termini di volume di operazioni. Come per la selezione dei titoli, adottiamo un approccio estremamente rigoroso a queste operazioni di quotazione. Prima di qualsiasi investimento, i nostri team conducono analisi approfondite per valutare il potenziale di crescita degli utili del modello di business dell'azienda. Inoltre, in quanto gestori attivi a lungo termine, consideriamo le operazioni di quotazione in Borsa come un mezzo per accedere a punti d'ingresso interessanti per investimenti a lungo termine, e non come scommesse speculative a breve termine.

### Obbligazioni

Dopo una risposta politica audace alla crisi del Covid, sia in termini di stimoli fiscali che monetari, pare che le Banche Centrali e i governi abbiano ripreso fiato a settembre, nonostante i segnali di interruzione della ripresa globale a forma di "V" e di inizio di una seconda ondata di diffusione del virus, al momento principalmente in Europa.

Questo parziale vuoto politico prima delle elezioni statunitensi, e in un contesto di ripresa dei nuovi casi di Covid, ha innescato un movimento di calo della propensione al rischio. Ciò è stato particolarmente evidente sui mercati del credito che hanno registrato una lieve correzione, mentre i tassi "core" sono rimasti stabili. Riteniamo, tuttavia, che nuove misure di allentamento da parte dei governi e delle Banche Centrali verranno ripristinate in tempi brevi, una volta svanite le incertezze sul fronte politico statunitense.

In questo contesto continuiamo a ritenere che le obbligazioni corporate offrano un rapporto rischio/rendimento interessante, considerate le misure di salvaguardia garantite dalle Banche Centrali e l'eccessivo pessimismo condiviso dagli investitori nei confronti di aziende solide appartenenti ai settori colpiti dal virus. Manteniamo quindi la forte esposizione al credito, con un approccio selettivo incentrato su titoli di forte convinzione. I tassi "core", a livelli molto bassi e meno sostenuti dalle Banche Centrali, non paiono offrire molto valore in questo momento. In Europa abbiamo approfittato del rally registrato dalle obbligazioni italiane, a seguito del punteggio positivo conseguito dal Partito Democratico in occasione delle elezioni amministrative, per prendere qualche profitto. Infine, manteniamo l'esposizione selettiva alle obbligazioni emergenti, con un rendimento sul rischio particolarmente interessante nei tassi d'interesse cinesi, che offrono tassi reali molto più alti rispetto ai loro omologhi dei paesi del G7.

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.