



Equilibrio precario



Autore/i
Didier Saint-Georges

Data di pubblicazione Lunghezza
9 Aprile 2021 7 minuto/i di lettura

Dopo aver definito il legame tra i mercati azionari e i tassi d'interesse (si veda la nostra [Note di marzo](#) « Comprendere la sfida sui mercati legata all'aumento dei tassi d'interesse »), si tratta ora di prevederne l'andamento. L'analisi delle nuove informazioni fornite da marzo conferma al momento il rischio di un ulteriore aumento dei rendimenti obbligazionari, e quindi di una nuova e conseguente fase di volatilità dei mercati azionari. Tuttavia, questo rischio è attenuato dalla strada già percorsa e da diverse forze di richiamo, che si oppongono al proseguimento di un'espansione economica senza freni oltre il breve periodo. Nell'immediato, riteniamo quindi prioritario gestire invece un eventuale periodo di instabilità sui mercati, al fine di poter conservare in portafoglio il forte potenziale dei nostri investimenti a lungo termine. I dati che forniremo nei prossimi mesi, sia economici che politici, potrebbero essere decisivi per la cristallizzazione di una nuova tendenza sui mercati.

I ritardi accumulati dall'Europa nella campagna vaccinale la stanno attualmente penalizzando

Lo scenario di surriscaldamento dell'economia statunitense è ancora attuale

Da alcune settimane gli Stati Uniti non sfuggono a un'impennata dei casi di contagio, a causa del diffondersi di varianti del coronavirus molto più virulente. Tuttavia, grazie ai progressi compiuti con il piano vaccinale, che ad oggi prosegue con un tasso dello 0,8% di popolazione vaccinata giornalmente, il peggioramento della situazione sanitaria è molto più contenuto rispetto all'Europa e all'universo emergente (esclusa la Cina). Inoltre, il numero di ricoveri ospedalieri non sta aumentando. Ne consegue che l'economia statunitense si trova già in piena fase di ripartenza, nel momento in cui i sussidi a fondo perduto alle famiglie, previsti dal piano di salvataggio dell'Amministrazione Biden, hanno iniziato a essere distribuiti. Stimiamo che nei settori che hanno precedentemente subito la paralisi dell'attività, come la ristorazione, il settore alberghiero, il trasporto aereo e il tempo libero, il tasso di ripresa si attesti a circa il 50%. I dati periodici indicano inoltre un continuo consolidamento del mercato del lavoro nella maggior parte degli Stati americani. L'espansione dovrebbe quindi proseguire, ed è ormai verosimile che il PIL statunitense possa registrare una crescita superiore al 7% nel 2021. Da questo punto di vista, i ritardi accumulati dall'Europa nell'organizzazione della campagna vaccinale la stanno attualmente penalizzando a causa dell'imposizione di nuove restrizioni all'attività economica, inevitabili ancora per diversi mesi. Difficilmente quest'anno la crescita europea potrà superare il 4%, nonostante un effetto base particolarmente favorevole. **A questa differenza di dinamismo economico è sicuramente dovuta buona parte del rafforzamento del dollaro dall'inizio dell'anno, nonostante il peggioramento dei deficit statunitensi.** Negli Stati Uniti la combinazione tra la domanda in termini di consumi, repressa per molto tempo e che finalmente può essere soddisfatta, e un piano di sostegno fiscale apparentemente illimitato, alimenta lo scenario di un possibile surriscaldamento dell'attività economica, ovvero di una crescita associata all'aumento dell'inflazione.

Le Banche Centrali di fronte a un dilemma

Come illustrato nella nostra Note del mese di marzo, la Fed in un certo senso si trova ad affrontare una scelta travagliata: dover decidere tra il rischio di surriscaldamento e quello di un'inversione di tendenza dei mercati, o per dirla con maggior enfasi, tra il principio del rispetto delle priorità di un governo eletto in modo democratico e l'obbligo di garantire la stabilità del sistema finanziario. Sappiamo infatti molto bene che la determinazione dell'Amministrazione Biden è estremamente forte al punto da fare autorizzare in tempi brevissimi il suo piano di stimoli (American Jobs Plan) da 2.000 miliardi di dollari, a cui si aggiungerà in tempi rapidi un piano di spesa sociale da ulteriori 1.000 miliardi di dollari. Gli importi in gioco sono ancora una volta senza precedenti, e l'obbligo tassativo della politica di sostenere la crescita economica, quanto meno fino alle elezioni di medio termine alla fine del 2022, lascia sperare nel proseguimento di questo proattivo fiscale il prossimo anno. In un simile contesto, ritardando l'inasprimento della propria politica monetaria la Fed alimenta il timore di surriscaldamento dell'inflazione nel tempo, e contribuisce quindi al rialzo dei tassi a lungo termine. Infatti, gli investitori temono giustamente che l'inflazione temporanea innescata quest'anno dagli effetti base, dalla ripresa della domanda, nonché dai rallentamenti nelle catene di approvvigionamento, possa perdurare a causa dell'aumento dei redditi dei consumatori e del calo della disoccupazione, obiettivi che rientrano esplicitamente nel piano di stimoli. **L'ipotesi di estensione del rialzo dei tassi a lungo termine rappresenta un rischio non solo per la valorizzazione degli asset finanziari, ma anche per diversi settori di attività, a partire da quello immobiliare.** Vi è quindi una forte pressione sulla Fed affinché porti avanti il suo programma di inasprimento monetario (riduzione degli acquisti mensili di titoli e aumento dei tassi di riferimento). Tuttavia, un tale inasprimento innescherebbe sicuramente l'aumento dei tassi d'interesse di mercato a breve termine, alimentando allo stesso tempo un rischio di natura analoga per i mercati, e anche per la stessa attività economica. **Riteniamo che questa situazione tragica giustifichi la gestione molto attiva del rischio di aumento dei tassi d'interesse all'interno dei nostri portafogli obbligazionari.**

Cicli economici e rotazione settoriale



Da questo punto di vista, il rallentamento dell'Europa all'interno del ciclo economico (riconducibile non solo ai fallimenti in termini di politica sui vaccini, ma anche all'esiguità dei piani di stimoli rispetto a quelli degli Stati Uniti) ha quanto meno presentato finora il vantaggio di generare minori pressioni sui tassi d'interesse. **Paradossalmente, è a questo rallentamento che si deve anche la recente sovraperformance dei mercati azionari europei e in particolare dei settori ciclici.** Tuttavia, i mercati e l'economia sono fenomeni globali e ad oggi non si può sottovalutare la probabilità di ripresa dell'Europa nonostante gli ostacoli strutturali, a maggior ragione con la tanto attesa accelerazione nel ritmo delle vaccinazioni. **Negli ultimi tempi abbiamo quindi adottato maggiore cautela sui mercati obbligazionari europei.**

Come alla fine degli anni '60, l'America sta attualmente intraprendendo una svolta radicale della propria politica economica

Mercati in equilibrio precario

Nell'immediato, l'entusiasmo innescato dal rimbalzo economico nello stato d'animo degli investitori è elevato sui temi di disinflazione, di costante aumento dell'inflazione e di eccessivo aumento dei tassi d'interesse che, a giusto titolo, possono sembrare un po' utopici o di soprattutto da considerarsi dal punto di vista europeo. Inoltre, la strada intrapresa è già straordinaria, con i titoli azionari ciclici che negli ultimi tempi hanno ampiamente sovraperformato a essi il primo trimestre che è stato il peggiore per i titoli governativi statunitensi a 30 anni dal 1919! Inoltre le forze strutturali che alimentano la disinflazione, costituite dai fattori demografici, dall'eccessivo indebitamento e dalle trasformazioni tecnologiche radicali e innovative, restano rilevanti. Queste ultime sono state inoltre sicuramente rafforzate dalla crisi sanitaria. Il mese scorso affermavamo che questi fattori di mitigazione giustificano il mantenimento, insieme a un posizionamento tattico in alcuni settori favoriti dalla ripresa economica, di una forte esposizione ai titoli azionari di qualità elevata, la cui crescita degli utili nel medio periodo offre ottima visibilità con valutazioni forse un po' elevate. In quanto a tassi, riteniamo tuttavia importante non escludere la possibilità che l'impulso impresso all'economia statunitense possa cambiare il modello economico degli ultimi dieci anni politici, come alla fine degli anni '60, l'America sta attualmente intraprendendo una svolta radicale della propria politica economica, **come in quel periodo quando "l'eccezionalità statunitense" non era più sufficiente per nascondere gli enormi deficit accumulati, il dollaro potrebbe alla fine pagarne le conseguenze e vantaggio dei paesi emergenti.** Nei prossimi mesi la nostra gestione continuerà quindi a essere ancora caratterizzata da una struttura di portafogli incentrati sui titoli di lungo termine ai quali, come per caso della transizione energetica, risultano anche rafforzati dall'orientamento fiscale statunitense, e da un monitoraggio molto rigoroso dell'accumularsi degli squilibri di mercato.

Fonte : Carmignac, Bloomberg, 31/03/2021



Strategia di investimento

Azioni

Negli Stati Uniti, la ripresa del ciclo economico sta registrando un'accelerazione in un contesto di piani di stimoli, politica monetaria accomodante e ripartenza dell'economia. Non sorprende che tale contesto abbia sostenuto i settori più ciclici, come nel caso delle materie prime e degli istituti di credito. L'aumento dei tassi d'interesse ha invece continuato a penalizzare i titoli con multipli più elevati.

Poiché riteniamo che gli effetti positivi dell'eccessiva ripresa dell'economia statunitense siano già ampiamente scontati dal mercato, abbiamo conservato un profilo di rischio prudente del portafoglio azionario, liquidando alcuni titoli di minore convinzione. Questo contesto ci induce inoltre a mantenere l'asset allocation incentrata su aziende la cui crescita degli utili a medio termine offre visibilità, in particolare grazie a una forte capacità di controllo dei margini, soprattutto in caso di aumento dell'inflazione. Generalmente queste società beneficiano di tendenze strutturali, come ad esempio la trasformazione digitale delle imprese. I costi legati alle tecnologie in percentuale del PIL statunitense dovrebbero raddoppiare nei prossimi dieci anni, offrendo quindi una crescita interessante nel medio termine per alcune società di software o di tecnologia cloud.

Queste tematiche di lungo periodo non ci impediscono di mantenere un'esposizione tattica a società favorite dalla ripartenza dell'economia, in particolare in Europa. Il ritardo europeo rispetto al ciclo degli Stati Uniti dovrebbe offrire prospettive interessanti per alcuni titoli, soprattutto nel settore del turismo. Inoltre, i livelli più bassi dei tassi lasciano presagire che i mercati azionari europei siano maggiormente in grado di ammortizzare la prossima fase di aumento dei tassi o dell'inflazione, qualora dovesse manifestarsi.

Nel frattempo, il mercato cinese ha registrato una flessione nelle ultime settimane, penalizzato da prese di profitto e dall'insorgere di alcune incertezze, in particolare riguardo alle relazioni tra Cina e Stati Uniti. Lo stadio più avanzato in cui si trova l'economia cinese all'interno del ciclo rispetto al resto del mondo potrebbe preannunciare un rallentamento economico nei prossimi mesi, a beneficio dei titoli a visibilità elevata in cui ci siamo posizionati.

Obbligazioni

L'ultimo periodo è stato caratterizzato dal continuo aumento delle aspettative di crescita e d'inflazione negli Stati Uniti che, molto a breve termine, restano sostenute dall'aumento dell'inflazione registratosi in particolare grazie ai forti effetti base legati alla flessione dei prezzi del petrolio e ai settori più colpiti dalla crisi. A ciò si aggiungono le prospettive di ripartenza dell'economia statunitense, resa possibile da una campagna vaccinale estremamente ambiziosa ed efficace. A lungo termine vi sono inoltre gli stimoli fiscali dell'amministrazione Biden, in proporzioni senza precedenti, e la Federal Reserve che nonostante tutto ha ancora una volta confermato il mantenimento della propria politica estremamente accomodante per il prossimo futuro. Sono tutti fattori che hanno indotto gli investitori a prevedere l'aumento dei tassi nominali e reali, a sostegno delle nostre posizioni corte nelle obbligazioni statunitensi.

La situazione europea, sia a livello di vaccini che di economia, resta nettamente più deludente e ha determinato la sovraperformance dei tassi d'interesse rispetto agli omologhi statunitensi. Riteniamo, tuttavia, che l'Europa non potrà evitare pressioni reflazionistiche a breve termine, mentre la distribuzione massiccia di vaccini nel secondo trimestre dovrebbe rappresentare un aspetto fondamentale per la ripartenza del continente nei prossimi mesi.

Pertanto, abbiamo continuato a ridurre il rischio obbligazionario all'interno del portafoglio, e lo abbiamo incentrato sui segmenti che registrano un rallentamento nella normalizzazione dei tassi d'interesse. Abbiamo quindi liquidato la maggior parte delle posizioni detenute nei titoli governativi dei paesi periferici europei. Abbiamo inoltre approfittato della relativa stabilità del mercato del credito per ridurre la nostra esposizione. Infatti gli spread nel loro complesso offrono soltanto una copertura molto scarsa contro un forte rialzo dei rendimenti. Abbiamo ridotto prevalentemente le posizioni nelle obbligazioni subordinate bancarie e nel settore del turismo, che hanno registrato un ottimo andamento. Manteniamo un portafoglio di titoli corporate estremamente selettivo incentrato su titoli legati in modo specifico alla ripartenza delle economie e al settore energetico, i cui livelli di "spread" dovrebbero consentire di ammortizzare un rialzo dei tassi e addirittura di trarre vantaggio dall'aumento dei prezzi.

Nelle obbligazioni core manteniamo una gestione molto attiva. Al fine di gestire il rischio di aumento dei tassi d'interesse, utilizziamo un'ampia gamma di strumenti, quali posizioni corte nei tassi nominali e reali o posizioni lunghe sull'aspettativa di inflazione (con un approccio differenziato in base alla curva dei rendimenti, volto a beneficiare del fatto che le "principali" economie si trovano in fasi diverse del ciclo economico). Queste posizioni sono concentrate negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in misura minore in Germania.

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.