Esuberanza razionale?

Luglio 2017

Autore/i
Didier Saint-Georges

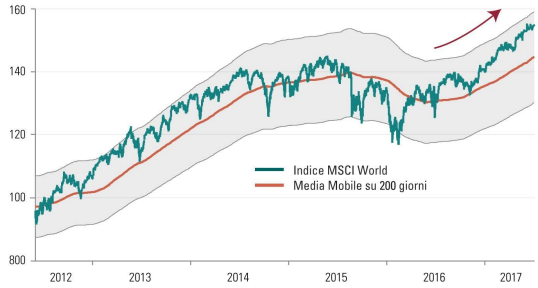
Data di pubblicazione
5 Luglio 2017

Lunghezza
5 minuto/i di lettura

L'ottimismo degli investitori continua a essere sostenuto dalla percezione di una crescita economica globalmente accettabile – benché negli ultimi tempi un po' esitante negli Stati Uniti - e da una prolungata e grande fiducia nella saggezza delle Banche Centrali. Questo equilibrio prezioso tra economie "tiepide" e politiche monetarie "dolci" (vedasi la Carmignac's Note di giugno "What Else?") ormai già da diciotto mesi permette agli investitori di affrontare con serenità tutte le incertezze, soprattutto politiche, contribuendo nel frattempo a stemperare le loro preoccupazioni sulle quotazioni dei mercati azionari e obbligazionari. E se talvolta gli investitori avvertono che questo periodo dura già da troppo tempo, cercano più che mai di approfittarne fino all'ultimo. Questo ottimismo generale, confermato dal livello storicamente basso di volatilità dei mercati, riflette la grande fiducia dei mercati nei confronti di questo stretto sentiero. Si tratta di un ottimismo razionale, basato sulla riduzione del rischio politico immediato, tanto negli Stati Uniti quanto in Europa, sulla resilienza dell'economia globale e sull'annunciata prudenza delle Banche Centrali. Tuttavia, converrebbe prestare più attenzione alle nuove aree di fragilità che lo costeggiano.

La Fed procede senza tentennamenti

Dopo l'annuncio della riduzione degli acquisti di asset nel 2013, che aveva provocato forti tensioni sui mercati (ricordiamo che il rendimento dei Titoli di Stato USA era quasi raddoppiato tra maggio e settembre, passando dall'1,6% al 3%), la gestione prudente e graduale dell'inasprimento della politica monetaria da parte della Fed è stata digerita bene dai mercati. Oggi, dopo qualche scossone, i rendimenti dei Treasury si collocano pressoché a metà strada tra questi due recenti estremi. Allo stesso tempo, l'indice azionario statunitense S&P 500 ha continuato a guadagnare terreno, superando oggi di oltre il 30% il livello di inizio 2014.



Fonte: Bloomberg, 30/06/2017

Ma è un equilibrio stabile?

Dopo il previsto rialzo di 25 basis point dei tassi ufficiali della Fed, Janet Yellen ha confermato a giugno la ferma intenzione di avviare entro fine anno il ridimensionamento del bilancio della Fed. Il ritmo di questa diminuzione dovrebbe essere lento, ma la direzione è ormai tracciata, e questo riduce il margine di manovra della Banca Centrale statunitense (infatti la Fed, nella sua recente comunicazione, insiste meno sulla stretta osservanza dei dati economici per stabilire il ritmo della normalizzazione). Sarà un'esperienza senza precedenti (così come nel marzo 2009 lo era stato l'avvio degli acquisti di asset), in un momento in cui il ciclo economico statunitense procede verso un'inversione di rotta.

Di conseguenza, i mercati dovranno scontare gli effetti di questo evento inedito su tutte le asset class. Se l'economia statunitense si trovasse ancora in una fase di accelerazione, o se si potesse contare sulla realizzazione del piano di stimolo fiscale del presidente Trump, il tapering della Fed potrebbe tradursi in un forte aumento dei tassi lunghi statunitensi e in una ripresa del dollaro. Ma, con il passare del tempo, le riforme dell'amministrazione Trump iniziano a fare acqua e il ciclo economico si avvia verso la fase discendente. Per questo, probabilmente, l'inasprimento della politica monetaria statunitense avverrà in maniera molto progressiva. Il rischio di un forte aumento dei tassi a lunga scadenza sembra limitato mentre i titoli growth dovrebbero riprendere a sovraperformare.

Vale la pena notare come, in questo scenario, i mercati emergenti dovrebbero dal canto loro continuare a comportarsi relativamente bene, sostenuti da fondamentali solidi e liberi dalla minaccia di un forte apprezzamento della valuta statunitense.

Fonte: www.wealthmanagement.com

La differenza europea

> Un deciso aumento dei tassi senza rischi e un rafforzamento troppo rapido dell'euro sarebbero un ostacolo significativo all'apprezzamento dei mercati europei.

Nell'Eurozona, Mario Draghi finora ha coraggiosamente tenuto testa alle pressioni della Germania e di alcuni governatori della BCE favorevoli all'inasprimento della sua politica monetaria. I livelli di indebitamento della regione, in particolare in alcuni paesi, come l'Italia, richiedono in effetti il mantenimento di tassi nominali bassi. Tuttavia, il programma di acquisto di asset tra qualche mese verrà inesorabilmente smantellato (non fosse altro per l'esaurimento degli asset finanziari acquistabili dalla BCE), decisione peraltro giustificata dal rilancio economico in atto nella regione, anche senza una ripresa dell'inflazione. Di conseguenza, anche la Banca Centrale europea si orienta, per validi motivi, verso una politica meno accomodante.

Questa prospettiva dovrebbe contribuire a correggere il livello eccessivamente basso dei tassi di interesse del debito tedesco e potrebbe conferire all'euro un nuovo potenziale di apprezzamento. Sul piano geopolitico, lo status della moneta unica potrebbe trarre vantaggio dall'affermarsi di una nuova cooperazione franco-tedesca credibile, a scapito di un dollaro che tende a perdere le sue prerogative tradizionali. Questa prospettiva dovrebbe innescare una maggiore sovraperformance dei settori ciclici nei mercati azionari europei, in particolare per i titoli bancari. Tuttavia, occorre tenere presente che un deciso aumento dei tassi senza rischi e un rafforzamento troppo rapido dell'euro sarebbero un ostacolo significativo all'apprezzamento dei mercati europei.

> L'esistenza di un vero e proprio ciclo economico, il primo di tale entità dal 2010, aumenta la convessità del rischio di mercato rispetto alle politiche monetarie.

Sensibilità dei mercati

L'intervento benefico delle Banche Centrali dopo la grande crisi finanziaria non soltanto ha trainato al rialzo le quotazioni degli asset finanziari, in particolare obbligazionari, ma ha anche drasticamente compresso la volatilità dei mercati. Di conseguenza, non è necessario richiamare un "errore" di politica monetaria per ipotizzare che i mercati possano rivelarsi naturalmente sensibili a un movimento di riflusso, per quanto progressivo e prudente, del sostegno monetario.

Ciò che oggi produce una convessità del rischio di mercato rispetto alla politica monetaria è l'esistenza di un vero e proprio ciclo economico, il primo di tale entità dal 2010. Infatti, l'inasprimento delle condizioni finanziarie in un'economia che rallenta non potrà che rallentarla ulteriormente. Mentre, applicato a un'economia in accelerazione, l'inasprimento potrebbe giustificare un netto apprezzamento dei tassi e della moneta. Il successo di una gestione precisa e accurata di questa transizione da parte della Fed e della BCE è quindi centrale per uno scenario di ulteriore apprezzamento dei mercati azionari.

L'incertezza che dominava i mercati del mondo sviluppato nel 2016 a causa del rischio politico si è ora allontanata. Possiamo perfino prevedere una buona sorpresa in arrivo dagli Stati Uniti da qui a fine anno sotto forma di una manciata di voti al Congresso a favore delle misure di deregulation o di riduzione delle imposte. Tuttavia, il populismo ha ottenuto alcune vittorie politiche le cui ricadute economiche devono ancora manifestarsi. E così l'economia britannica subirà gli effetti di un rallentamento degli investimenti dovuto allo spettro della Brexit, mentre l'Amministrazione Trump tenterà di affermare la propria autorità imponendo vincoli protezionistici ai partner commerciali (come nel caso delle importazioni di acciaio). In tale contesto, l'Europa, la Cina, il Giappone dovranno dimostrare la loro abilità nel togliere le castagne dal fuoco. La dinamica europea, in particolare, potrebbe ritrovare un vigore economico e politico insperato. Di conseguenza, per trarre vantaggio dalle dinamiche più promettenti, una strategia di investimento vincente dovrà necessariamente implementare una corretta allocazione geografica e settoriale. A questa sfida si dovrà aggiungere una maggiore attenzione all'impatto che esercitano sui mercati le questioni geopolitiche e la gestione del processo di normalizzazione monetaria da parte delle Banche Centrali.

Fonte: Bloomberg, 30/06/2017

Strategia di investimento

Azioni

La volatilità è aumentata sui mercati azionari a fine mese. La struttura equilibrata del portafoglio si è dimostrata fondamentale per assorbire questo shock. Durante il mese di giugno i mercati azionari, in particolare quelli europei, sono stati penalizzati principalmente dai rialzi dei tassi, come testimonia il forte contributo dei settori sensibili ai tassi di interesse alle peggiori performance settoriali mensili: telecomunicazioni, servizi alle collettività, tecnologia, distribuzione.

Allo stesso tempo i titoli bancari hanno messo a segno un deciso rialzo durante il mese, tanto negli Stati Uniti quanto in Europa e in Giappone. La nostra forte ponderazione sui titoli bancari, in particolare europei e giapponesi, ha permesso di compensare parzialmente la correzione dei mercati azionari. Infine, la strategia di diversificazione dei titoli tecnologici al di là delle mega cap statunitensi si è rivelata vincente, come dimostrano le solide performance di titoli come Samsung Electronics.

Obbligazioni

I primi segnali di una riflessione della BCE su una exit strategy progressiva dalla sua politica di quantitative easing hanno trasmesso un'onda d'urto sui mercati obbligazionari a fine mese. Questo nuovo aumento dei rendimenti è stato particolarmente marcato sui tassi europei, in particolare tedeschi. La nostra strategia sell sui Titoli di Stato tedeschi si è pertanto rivelata vincente. Inoltre durante il mese avevamo implementato una strategia buy sulla volatilità sul segmento lungo della curva dei tassi, che ci ha permesso di trarre vantaggio da questo movimento.

Infine, la liquidazione di Banco Popular avvenuta nel corso del mese in Spagna e delle due banche venete in Italia ha illustrato la necessità di essere selettivi nell'asset class delle obbligazioni corporate. Si è quindi rivelato favorevole il nostro posizionamento concentrato sulle obbligazioni corporate di leader nazionali bancari come Santander o Intesa San Paolo (banche che hanno potuto rilevare asset a buon mercato nel quadro delle suddette operazioni di liquidazione).

Valute

L'euro ha continuato ad apprezzarsi rispetto al dollaro, segnando il quarto forte aumento consecutivo in un mese. La stabilizzazione del contesto politico, il ritrovato dinamismo dell'economia, il ritorno degli investitori esteri e la prospettiva di una graduale riduzione delle politiche monetarie non convenzionali da parte della Banca Centrale europea: tutto concorre al rafforzamento della moneta unica. La nostra strategia valutaria contribuisce pertanto ancora significativamente a giugno alla performance dei Fondi globali. Il costante deprezzamento del dollaro costituisce un elemento di sostegno per l'asset class degli emergenti e per il petrolio.

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.