



Mercati finanziari divisi tra fiducia e diffidenza eccessive



Autore/i
Gergely Majoros

Data di pubblicazione
13 Settembre 2021

Lunghezza
7 minuto/i di lettura

A fine estate, in un contesto di buona tenuta dei mercati azionari, due aspetti meritano particolare attenzione da parte degli investitori. Il primo riguarda il recente inasprimento del quadro normativo in Cina. Il secondo, altrettanto importante per i mercati azionari, è quello relativo al futuro andamento dei rendimenti obbligazionari.

La questione del rischio politico cinese

Il recente intervento in termini normativi, rivolto in particolare a determinati segmenti della "new economy" cinese, è nettamente più restrittivo rispetto ai precedenti del 2015 e del 2018. In breve tempo ha coinvolto diversi sottosettori della "new economy" cinese, con l'obiettivo di correggere in modo duraturo un certo numero di eccessi (posizioni dominanti, disuguaglianze), il cui impatto sulle valutazioni è stato significativo. Tuttavia, dobbiamo aspettarci che in nome dell'obiettivo della prosperità comune o in quello della rivalità strategica tra Stati Uniti e Cina in ambito tecnologico, le autorità di Pechino possano indebolire permanentemente i colossi di internet, ostacolando la proprietà privata e le strutture giuridiche ("entità a interesse variabile"), istituite per consentire alle società cinesi di quotarsi all'estero? Riteniamo che non sia così.

Questa logica sarebbe in totale contraddizione con la volontà strategica e necessaria di aprire gradualmente i mercati finanziari cinesi. Istituito alcuni anni fa, lo "stock-connect" tra Hong Kong e le Borse cinesi ad oggi è riuscito a creare un flusso continuo di investimenti finanziari verso la Cina, segnando quindi un passo decisivo nell'apertura dei mercati cinesi. Questa logica sarebbe inoltre in contraddizione con l'obiettivo a lungo termine di fare dello yuan una delle valute di riserva internazionale.

Inoltre, la Commissione centrale finanziaria e degli affari economici della Cina (Central Financial and Economic Affairs) ha appena chiarito gli obiettivi sociali del Partito, insistendo sull'aspetto graduale dei cambiamenti e sull'intenzione di mantenere una situazione che favorisca il buono stato di salute del settore privato in Cina. Allo stesso tempo, una serie di dichiarazioni delle autorità cinesi negli ultimi giorni ha confermato l'importanza rivestita dalla piazza finanziaria di Hong Kong per la Cina, sottolineando l'intenzione di quest'ultima di non volere bloccare le quotazioni presso le Borse statunitensi.

Considerato il carattere restrittivo dell'attuale intervento a livello normativo, è necessario quando meno iniziare a prendere in considerazione un rischio politico cinese permanentemente più alto nei modelli di valutazione delle società cinesi? Attualmente non lo riteniamo plausibile.



La maggior parte delle misure annunciate si conferma in linea con gli obiettivi e le ambizioni politiche di lungo periodo del Partito comunista cinese. Per quanto aggressiva, la decisione delle autorità cinesi di contrastare i sempre più clamorosi effetti nefasti sulla società civile, derivanti dalle posizioni dominanti conquistate da alcune società leader della “new economy”, in nome della prosperità comune, non differisce per sua natura in modo sostanziale dai timori espressi frequentemente nelle economie occidentali. Allo stesso modo, il problema delle crescenti disuguaglianze tra le opportunità di successo offerte ai bambini, che non è prerogativa esclusiva della Cina, si era manifestata nel settore dell’istruzione, attraverso costi esorbitanti del doposcuola o nell’impennata dei prezzi degli immobili nelle zone adiacenti alle scuole prestigiose. Nel settore delle consegne dei pasti a domicilio, la precarietà del lavoro di milioni di fattorini indipendenti era diventata un problema sociale, solo per citare alcuni esempi.

Riteniamo che la Cina resti un mercato in cui si possa sicuramente continuare a investire

L’attuale ondata di misure normative, che prendono di mira alcune società della “new economy” cinese, ha innescato una forte divergenza nel loro andamento sui mercati azionari, come nel caso dei titoli tecnologici statunitensi (l’indice Nasdaq Golden Dragon China, che raggruppa un certo numero di aziende leader appartenenti al settore tecnologico cinese, è calato del 27% nei primi otto mesi dell’anno, mentre l’indice Nasdaq Composite si è apprezzato del 18% durante lo stesso periodo). Ha inoltre innescato la correzione di alcuni segmenti dei titoli quotati cinesi, che non erano stati direttamente colpiti dalle nuove misure. Ad esempio, per effetto domino anche le società che forniscono le infrastrutture necessarie agli operatori di internet, quelle ad esempio che operano nell’ambito della tecnologia cloud o dei data center, hanno perso gran parte della loro capitalizzazione di mercato. Di conseguenza, molte aziende stanno attualmente registrando valutazioni molto interessanti rispetto ai multipli storici e alle aziende statunitensi concorrenti.

Per tutti questi motivi, riteniamo che la Cina resti un mercato in cui si possa sicuramente continuare a investire, a patto di avere un posizionamento selettivo. Manteniamo quindi le nostre convinzioni rispetto alla selezione dei titoli della “new economy” cinese. Il nostro approccio resta basato sull’identificazione di società che presentano forte potenziale di crescita, ben gestite e con bilanci in buono stato di salute, favorite da trend visibili e di lungo periodo. Infine, considerando la rapidità e il recente andamento degli annunci, ci sembra sempre più plausibile ritenere che la visibilità sul nuovo quadro normativo possa migliorare gradualmente. Ciò consentirà agli investitori di iniziare a integrare le nuove informazioni nelle valutazioni, e di valutare in modo indipendente il livello di interesse offerto da queste aziende.

Mercati obbligazionari momentaneamente privi di orientamento

In linea con il nostro scenario di riferimento, che prevede un futuro rallentamento ciclico illustrato nella nostra ultima Note di luglio intitolata: [L’inesorabile realtà del ciclo economico](#), i rendimenti sui mercati obbligazionari sono tornati a registrare un trend al ribasso dall’inizio dell’estate. Per i prossimi mesi, è quindi necessario continuare a posizionarsi sul calo dei rendimenti? Non ne siamo convinti.

La ripresa prevista sul mercato del lavoro potrebbe infine determinare un aumento significativo dei salari, in particolare per le posizioni lavorative poco qualificate. Inoltre, alcune componenti nel calcolo dei dati mensili sull’inflazione, come gli affitti (che rappresentano il 40% del paniere), dovrebbero subentrare agli aumenti dei prezzi dovuti alle turbolenze nelle catene di approvvigionamento, innescando quindi un aumento più duraturo dell’inflazione.

La Fed potrebbe trovarsi a dover affrontare una sorta di “stagflazione 2.0”

La Fed sembra avviata sul cammino della normalizzazione della politica monetaria, ma in modo molto graduale. Il suo principale indicatore, il mercato del lavoro, inizia a mostrare segnali di tensione, anche se la variante Delta resta un fattore di allerta non trascurabile. Dopo il vertice di Jackson Hole, si sta delineando l’avvio della riduzione del quantitative easing entro la fine dell’anno, probabilmente per il mese di dicembre. La situazione resta comunque critica per la Fed. La riduzione del sostegno fiscale nel 2022 contribuirà probabilmente al rallentamento dell’economia statunitense. Il suo tasso di crescita dovrebbe tuttavia mantenersi ampiamente superiore al potenziale, continuando quindi a innescare pressioni sui prezzi. Di conseguenza, la Fed potrebbe trovarsi a dover affrontare una sorta di “stagflazione 2.0”, ovvero di rallentamento economico accompagnato da un aumento delle aspettative di inflazione; un mix che renderebbe particolarmente difficile definire una politica monetaria ottimale.

Le prospettive di sostegno fiscale dell’Amministrazione Biden restano incerte. Di recente sono stati apparentemente compiuti progressi significativi nelle modalità di attuazione dei prossimi piani di sostegno. Tuttavia, quello di voler far approvare due massicci piani di sostegno in pochi mesi prima delle elezioni di medio termine del 2022, ovvero un piano di infrastrutture fisiche “bipartisan” e un altro piano di “infrastrutture umane”, resta un obiettivo molto temerario per l’Amministrazione Biden. Riteniamo che difficilmente la visibilità su questi piani di sostegno possa migliorare prima del mese di ottobre, come minimo.

In Europa, la situazione si conferma meno grave che negli Stati Uniti. Le aspettative di inflazione, attualmente un po’ basse rispetto all’obiettivo della Banca Centrale Europea, resteranno al centro delle ipotesi di programma. Il dibattito sull’estensione del programma attuale (PEPP) al momento previsto (fine marzo del 2022) è confermato in contrapposizione allo scenario di ritorno automatico al piano di acquisti precedente (APP). Questa politica monetaria di stimolo non è prevista per gli Stati Uniti, che consente di esporre i portafogli a una maggior duration modificata obbligazionaria in Europa per gestire il rischio di cambio.

Per tutti questi motivi, riteniamo che un posizionamento nettamente direzionale sui mercati obbligazionari sia prematuro in questa fase. La nostra gestione dei mercati obbligazionari resta quindi prudente e flessibile.

Pertanto, una fiducia cieca nelle future decisioni di politica monetaria ci sembra attualmente ingiustificata tanto quanto l’eccessiva durezza nei confronti della Cina. Nell’ambito della gestione obbligazionaria, manteniamo grande prudenza e siamo pronti ad adattarci all’andamento del contesto monetario e fiscale. Sul fronte della gestione azionaria, manteniamo la sovrapponderazione dei titoli growth resilienti a uno scenario di crescita economica potenzialmente deludente, e conserviamo accuratamente le posizioni in Cina su una selezione di titoli ad altissimo potenziale, le cui quotazioni sono tornate a essere particolarmente interessanti negli ultimi tempi.



Strategia di investimento

Azioni

Durante l'estate, i mercati azionari hanno continuato ad apprezzarsi in modo desincronizzato. Nei paesi sviluppati, il rimbalzo è stato trainato dai risultati in rialzo del secondo trimestre e da un contesto di tassi di interesse ancora positivo per gli asset rischiosi. Nei paesi emergenti, invece, gli annunci del governo cinese a favore di un rafforzamento del quadro normativo delle grandi imprese hanno innescato un calo del mercato cinese. Il governo sta facendo chiarezza sul suo obiettivo, e ciò dovrebbe contribuire a far sì che i mercati possano comprendere meglio la situazione, con una conseguente stabilizzazione.

Le nostre partecipazioni nelle aziende cinesi sono molto selettive, e sono concentrate nelle società che operano in Cina e che sono conformi con i piani a lungo termine del governo. I nostri investimenti continuano a presentare prospettive di crescita interessanti e riteniamo che, partendo dai livelli attuali, questi ultimi racchiudano forte potenziale di apprezzamento. I titoli detenuti sono concentrati nei seguenti settori: tecnologico (operatori della tecnologia cloud, semiconduttori e internet), sanitario e delle energie rinnovabili.

Nei paesi sviluppati, gli indicatori avanzati dell'attività economica stanno iniziando a registrare un'inversione di tendenza, mentre l'inflazione potrebbe riservare sorprese in termini di rialzo. Allo stesso tempo, le aspettative relative ai risultati si stanno attestando in calo, man mano che gli investitori si focalizzano sulle prospettive del 2022.

Restiamo quindi concentrati sulle società che dovrebbero essere favorite da questo contesto, poiché offrono sia una crescita a forte visibilità che un elevato potere di determinazione dei prezzi. Tuttavia, accade che pochissime aziende siano in grado di crescere in questo tipo di contesto. Nel complesso, la selezione dei titoli dovrebbe quindi tornare a essere il nostro principale driver di performance, in un contesto in cui le divergenze in termini di performance potrebbero aumentare.

Obbligazioni

Al vertice di Jackson Hole, Jerome Powell, Presidente della Fed, ha confermato di essere favorevole ad avviare la riduzione degli acquisti di asset prima della fine dell'anno, qualora i dati sull'occupazione dovessero essere confermati. Il futuro dei tassi di interesse statunitensi a breve e medio termine resta complesso con, da un lato, l'ondata della variante Delta, le dinamiche del mercato del lavoro, le incertezze di bilancio e i consumi, e, dall'altro, le crescenti pressioni inflazionistiche che potrebbero essere meno transitorie del previsto. Questa incertezza si rispecchia nell'andamento dei mercati nelle ultime settimane.

In questo contesto, registriamo una duration modificata sui tassi di interesse a livelli contenuti. In un'ottica tattica, in Europa abbiamo ridimensionato le posizioni nei titoli governativi non core, in cui eravamo posizionati negli ultimi mesi. Nel segmento dei Titoli di Stato, continuiamo quindi a privilegiare quelli di paesi che dispongono di un effettivo margine di allentamento della politica monetaria, come la Cina. Quest'ultima, che si trova già in una fase avanzata del ciclo economico, registra tassi reali ampiamente positivi e margini d'azione monetari e fiscali in netto contrasto con la repressione finanziaria in atto sui mercati occidentali.

Nell'ambito del credito, il potenziale riassorbimento della liquidità e le minori dinamiche di crescita potrebbero innescare un ampliamento degli spread creditizi. Tuttavia, all'interno di questo ciclo atipico, in cui persistono repressione finanziaria e tassi reali estremamente negativi, la selezione molto attiva delle posizioni dovrebbe risultante premiante.

Fonte: Carmignac, Bloomberg, 31/08/2021

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.