



Un ritorno ambiguo alla normalità



Autore/i
Didier Saint-Georges

Data di pubblicazione
1 Dicembre 2020

Lunghezza
6 minuto/i di lettura

Nel 2020 i mercati lasceranno probabilmente nella mente degli investitori due ricordi fondamentali. Innanzitutto quello di un orientamento caratterizzato da brusche fasi altalenanti: dopo un momento di panico di fronte a governi impegnati volutamente a tagliare la propria attività economica in modo radicale per arginare una pandemia fuori controllo, i mercati si sono poi gradualmente tranquillizzati dopo aver compreso che l'intenzionalità di questi crolli in recessione garantiva allo stesso tempo la coesistenza di misure di sostegno monetario e fiscale in debita proporzione, ossia non convenzionali. Inoltre, gli investitori si ricorderanno dell'estrema polarizzazione in termini di performance tra i settori vincenti e quelli penalizzati. Per operare con successo sui mercati in questo anno fuori dal comune, è stato necessario gestire il rischio di mercato in modo attivo ed essere molto rigorosi nella selezione dei titoli.



Attualmente la situazione politica statunitense ha acquisito una certa visibilità, e dei vaccini efficaci verranno presto distribuiti su vasta scala. Questa concomitanza di fattori offre ai mercati l'euforica prospettiva di un ritorno alla normalità nel 2021, consentendo quindi, da alcune settimane, il ritorno in alcune dei settori maggiormente penalizzati negli ultimi otto mesi. Benché questa reazione sia comprensibile, riteniamo tuttavia che il ritorno alla normalità possa, paradossalmente, rivelarsi più complicato di quanto sembri. Non che questa complessità rappresenti necessariamente un ostacolo alla performance, bensì un invito alla lucidità in mezzo all'euforia collettiva.

Le politiche pubbliche a un bivio

Il coordinamento tra il sostegno fiscale straordinario fornito dai governi e l'equivalente monetario offerto dalle Banche Centrali è stato esemplare nel 2020. Dovendo fare di necessità virtù, gli scrupoli del passato nei confronti di un minimo di rigore sono stati temporaneamente accantonati. Il ritorno a una certa normalità generalizzata solleverà necessariamente la questione del futuro orientamento delle politiche pubbliche.

A livello di bilancio si osserva sin d'ora, all'interno dell'Unione Europea, che il modo in cui operano le istituzioni potrebbe consentire ad alcuni Stati membri ribelli, al momento l'Ungheria e la Polonia, di opporre resistenza alla rapida implementazione del piano europeo per la ripresa. Negli Stati Uniti, il livello di collaborazione che la prossima Amministrazione Biden potrà ottenere dal Senato è attualmente molto incerto. Una maggioranza democratica al Senato è ancora tecnicamente possibile, in base all'esito delle elezioni che si terranno nello Stato della Georgia il prossimo 5 gennaio, ma lo scenario opposto di una maggioranza repubblicana, che poi bloccherebbe sistematicamente la maggior parte dei piani di spesa pubblica, come quanto accaduto nel 2010-2011 nei confronti di Barack Obama, lo è almeno in pari misura.

La ripartenza economica, per quanto straordinaria, impiegherà molto tempo per porre rimedio ai danni colossali inflitti all'economia nel 2020

Anche al di là di questa singolare assenza di visibilità pare difficile ignorare il rischio che, venute meno le circostanze straordinarie, i sostenitori storici del rigore di bilancio possano sostenere la loro causa. Sebbene sia legittimo prevedere che le soluzioni alla pandemia offerte dai vaccini avranno un impatto molto positivo sulla fiducia, sulla mobilità e sulle spese per i consumi, la riduzione dell'impulso economico da parte delle autorità pubbliche avrà sicuramente l'effetto opposto. Di conseguenza, in un contesto in cui il peso dell'indebitamento e della sottoccupazione a livello globale è aumentato ulteriormente, riteniamo che, con tutta la loro voglia di celebrare il ritorno alla normalità, i mercati non stiano attualmente tenendo in considerazione gli ostacoli alla crescita che permangono ostinatamente. La ripartenza economica, per quanto straordinaria, non fosse altro che per l'effetto base, impiegherà molto tempo per porre rimedio ai danni colossali inflitti nel 2020 a un'economia globale già caratterizzata da bassa crescita strutturale. Benché sia sicuramente possibile che un giorno l'eccessivo e generalizzato allentamento monetario possa alla fine alimentare una brusca ripresa dell'inflazione, al momento riteniamo che il rimbalzo previsto non debba essere confuso con un cambiamento di tendenza. Nell'immediato la distruzione non alimenterà la ricostruzione, se mai lo farà.

È per questo motivo che all'interno dei portafogli azionari continuiamo a privilegiare i titoli growth di qualità, anche se potremmo essere soddisfatti se i titoli sensibili alla ripartenza dell'economia, che da mesi attendono pazientemente il loro momento, potessero finalmente contribuire alla performance.

L'universo emergente in agguato

È interessante osservare che, anche nello scenario di uno status quo finanziario, una delle lezioni della crisi finanziaria del 2020 si manifesterà nei notevoli fabbisogni di finanziamenti di governi in forti deficit, che non potranno ancora fare a meno dell'eccessivo sostegno delle Banche Centrali. Il sostegno incondizionato di queste ultime dovrebbe consentire di evitare tensioni eccessive sui mercati obbligazionari, che le finanze pubbliche delle maggiori potenze non riuscirebbero a sostenere.

Resta il fatto che nell'universo obbligazionario preferiamo ancora focalizzarci sulle obbligazioni concrete, quando otteniamo rendimenti significativi e affidabili. Tuttavia, questo impegno illimitato delle Banche Centrali prima o poi solleverà il problema del valore intrinseco delle valute, create quindi con il solo scopo di finanziare i deficit. Riteniamo che il dollaro, in particolare, sia attualmente vulnerabile di fronte a questa prospettiva. In contropartita, un indebolimento della valuta statunitense rappresenterebbe un miglioramento delle condizioni finanziarie per quei paesi che si finanziano e commerciano in dollari, tra cui in prima fila figura l'Argentina. A questo beneficio si aggiungerebbe, quanto meno nell'ambito di influenza della Cina, il duplice vantaggio di una gestione efficace della crisi sanitaria in grado di consentire la ripartenza più rapida delle economie, oltre a un posizionamento invidiabile in molti ambiti della sfera tecnologica, compreso quello delle energie alternative (in particolare per i veicoli elettrici).



L'universo emergente presenta il duplice vantaggio di una ripartenza economica più rapida e di un posizionamento invidiabile nei settori in crescita

Riteniamo inoltre che l'eventuale indebolimento del dollaro, e forse di altre valute che si trovano ad affrontare le stesse sfide, giustificerebbe un orientamento al rialzo del prezzo dell'oro nel corso del 2021.

In conclusione, la fine del "contesto anomalo" del 2020 legittima il fatto che le valutazioni dei settori eccessivamente penalizzati durante la crisi possano tornare rapidamente a normalizzarsi. Ma indipendentemente da questa correzione, bisogna tenere presente che è la crescita degli utili aziendali sul lungo periodo a dettare legge sulla performance del mercato azionario. Tuttavia, come abbiamo indicato nella nostra Note dello scorso ottobre („Cosa cambia il 2020"), in un contesto di tassi d'interesse mantenuti a livelli molto bassi, di attività economica ancora ridotta a livello globale, e di peggioramento degli squilibri macroeconomici, la crescita resterà strutturalmente scarsa e fragile. È per questo motivo che i nostri portafogli globali continuano a essere incentrati su quattro linee direttrici "anti fragili": le azioni di aziende con visibilità sulla crescita, la Cina e la sua area d'influenza, le società leader coinvolte nella transizione energetica e le miniere aurifere.

Fonte: Carmignac, Bloomberg, al 30/11/2020



Strategia di investimento

Azioni

Le buone notizie sul fronte del vaccino e l'esito delle elezioni statunitensi hanno determinato un apprezzamento storico dei mercati azionari. Questo movimento è stato trainato dai settori risultati maggiormente penalizzati dall'inizio dell'anno (banche, settore automobilistico, settore energetico). Infatti le incertezze del 2020 avevano spinto le loro valutazioni a livelli estremamente bassi, giustificando quindi un movimento di ripresa. Al di là del riallineamento molto rapido dei prezzi dei titoli "value", talvolta nonostante handicap strategici significativi, la partecipazione dei nostri Fondi globali a questo movimento di mercato è maggiormente riconducibile alla tematica legata alla ripartenza delle economie, strutturata partendo dai minimi di marzo-aprile. Ci siamo mantenuti fortemente selettivi nel costituire questa tematica, incentrata principalmente su aziende a bassa intensità di capitale appartenenti al settore del turismo, leader nel loro segmento e favorite da forti barriere all'ingresso.

L'aspettativa di poter tenere sotto controllo l'epidemia di Covid ci ha inoltre indotti ad aumentare l'esposizione alle società tecnologiche appartenenti al settore medico, penalizzato dal calo degli interventi chirurgici cosiddetti non essenziali.

Il nostro portafoglio core resta nel frattempo focalizzato su aziende indipendenti dal ciclo economico, la cui crescita si basa su tendenze secolari. Poiché la maggior parte di queste società ha registrato una buona performance sul mercato azionario, abbiamo preso profitti ad esempio nelle società attive nei pagamenti elettronici. Abbiamo reimpiegato queste liquidità in società che riteniamo ancora eccessivamente trascurate dal consensus, come alcune aziende europee o coreane leader nel settore automobilistico in procinto di effettuare il passaggio alle auto elettriche, che offrono un driver di performance sostenibile per i prossimi anni. La tematica dei veicoli elettrici è inoltre presente nel nostro portafoglio attraverso aziende "pure player" cinesi e società coreane produttrici di batterie.

In vista del 2021, manteniamo quindi un portafoglio incentrato su società che beneficiano di visibilità sulla crescita all'interno dei settori tecnologico, dei consumi e sanitario, che controbilanciamo con aziende che presentano fondamentali solidi ma che hanno registrato una flessione temporanea della loro attività a causa della crisi.

Obbligazioni

I progressi compiuti nello sviluppo del vaccino e la maggiore visibilità dopo le elezioni statunitensi hanno innescato un forte rally degli asset rischiosi, quali il credito, i titoli governativi europei non core e il debito emergente. I titoli core sono nel frattempo rimasti abbastanza stabili, ancorati a livelli molto bassi grazie all'intervento, efficace e previsto, delle Banche Centrali. Alla fine del 2020, i mercati sono tornati ad avvicinarsi ai livelli di valutazioni precrisi in diversi segmenti di mercato. Tuttavia, il ritorno alla normalità potrebbe intensificare l'impatto delle differenze in termini di fondamentali tra emittenti. In questo contesto continuiamo a privilegiare le obbligazioni corporate, in combinazione con tre tematiche di forte convinzione in portafoglio: la ripartenza delle economie (compagnie aeree, aeronautica, turismo), il settore energetico, e i titoli finanziari (principalmente quelli subordinati), che rappresentano la maggior parte dell'esposizione al credito.

Per quanto riguarda i titoli governativi core, i livelli estremamente bassi offrono poche opportunità nonostante politiche monetarie destinate a rimanere molto accomodanti. Pertanto, la nostra esposizione ai titoli governativi statunitensi resta contenuta. Nel debito dei paesi cosiddetti periferici abbiamo effettuato parziali prese di profitto in Italia, a seguito di un'ottima performance nelle ultime settimane.

L'universo emergente, dal canto suo, offre opportunità che restano comunque parzialmente condizionate dall'indebolimento del dollaro. In questo contesto, il nostro posizionamento resta diversificato e selettivo. Ad esempio, il debito estero della Romania denominato in euro continua a offrire spread interessanti per un paese beneficiario del Fondo europeo per la ripresa. In termini di debito locale, la nostra posizione principale resta quella in Cina, che offre tassi d'interesse reali a livelli elevati e una Banca Centrale che dispone di margini d'azione per allentare ulteriormente la propria politica. Infine riteniamo che anche le valute emergenti rappresentino driver di performance interessanti, come nel caso del rublo.

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.