



Perché la gestione di convinzione?

Dicembre 2019



Autore/i
Didier Saint-Georges

Data di pubblicazione
3 Dicembre 2019

Lunghezza
10 minuto/i di lettura

In risposta alle preoccupazioni per lo stato dell'economia globale, rispecchiatesi quest'estate in un ultimo crollo dei rendimenti obbligazionari e in un inizio di correzione sui mercati azionari, in autunno gli investitori hanno avuto il piacere di ricevere dalle Banche Centrali il messaggio tanto atteso, ovvero il fatto di poter nuovamente contare su queste ultime. Nel terzo trimestre, il 60% delle Banche Centrali a livello globale ha tagliato i tassi di riferimento, uno sforzo sincronizzato che non si registrava più dal 2009.

Nell'ambito di questo coordinamento di interventi di allentamento monetario, la Banca Centrale Europea ha ripreso ad acquistare obbligazioni al ritmo di 20 miliardi di euro al mese a partire dal 1° novembre. Per quanto riguarda la Fed, dopo il fallito tentativo di normalizzazione monetaria dello scorso anno e il temporeggiamento di quest'anno, ha ripreso a sua volta ad attuare il quantitative easing senza effettivamente ammetterlo, con acquisti mensili di Buoni del Tesoro per circa 60 miliardi di dollari.

In mezzo a questa massiccia ripresa di contromisure monetarie aggressive, l'allentamento delle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti è servito da catalizzatore e ha innescato una ripresa generalizzata della fiducia tra gli investitori e un fine anno in grande stile sui mercati azionari. Questi ultimi sono stati finalmente in grado di infrangere la barriera invisibile che fino a quel momento gli aveva permesso soltanto di riparare i danni subiti nel 2018 (si veda la Nota di ottobre "[Le strade che non conducono da nessuna parte](#)").

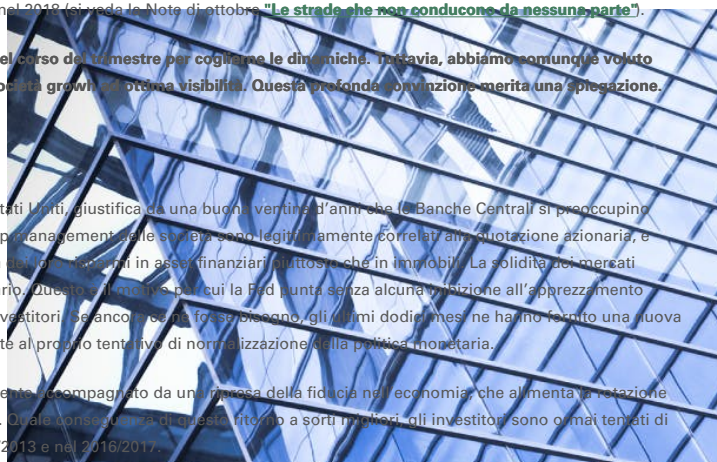
Abbiamo ovviamente aumentato l'esposizione dei nostri portafogli a questa rotazione nel corso del trimestre per cogliere le dinamiche. Tuttavia, abbiamo comunque voluto mantenere la struttura di costruzione dei portafogli azionari, fortemente incentrata su società growth ad ottima visibilità. Questa profonda convinzione merita una spiegazione.

Le Banche Centrali puntano ai mercati

Va innanzitutto sottolineato che la finanziarizzazione dell'economia, in particolare negli Stati Uniti, giustifica da una buona ventina d'anni che le Banche Centrali si preoccupino della buona tenuta dei mercati finanziari in modo molto diretto. I margini di azione dei top management delle società sono legittimamente correlati alla quotazione azionaria, e soprattutto ad oggi i consumatori statunitensi hanno investito una quota più significativa nei loro patrimoni in asset finanziari piuttosto che in immobili. La solidità dei mercati finanziari sostiene quindi la fiducia dei consumatori e la crescita, almeno quanto il contrario. Questo il motivo per cui la Fed punta senza alcuna esitazione all'aprezzamento degli indici azionari statunitensi, ed è quindi diventata l'alleata oggettiva e fedele degli investitori. Del resto, se ne fosse bisogno, gli ultimi dodici mesi ne hanno fornito una nuova conferma: il calo dei mercati azionari nel 2018 ha costretto la Fed a rinunciare rapidamente al proprio tentativo di normalizzazione della politica monetaria.

Grazie a un tale sostegno delle Banche Centrali, il rimbalzo dei mercati azionari è ovviamente accompagnato da una ripresa della fiducia nell'economia, che allenta la rotazione settoriale a favore dei settori più ciclici, nonché da un lieve aumento dei tassi d'interesse. Qual è conseguenza di questo ritorno a sorti migliori, gli investitori sono ormai tentati di posizionarsi su un remake nel 2020 dei mini cicli di ripresa economica registrati nel 2012/2013 e nel 2016/2017.

Non nutriamo affatto fiducia nel potenziale di questa ripresa ciclica, e ciò rappresenta una prima giustificazione al mantenimento di un posizionamento orientato alla "crescita".



La recessione proibita

Il fenomeno non è una novità: da una decina d'anni ad ogni seria minaccia di rallentamento economico, la paura della recessione ha innescato forti contromisure monetarie che hanno generato il rimbalzo dei mercati. Inoltre nel corso degli anni, per molti investitori l'analisi economica è stata quindi relegata a livello di sottigliezza accessoria, se non addirittura di fonte di confusione. Al contrario hanno preso il sopravvento le analisi tecniche o quantitative, che si basano sul principio secondo cui gli stessi fattori di delusione economica alla fine producono sempre gli stessi effetti positivi sui mercati.

Questa logica si è persino rafforzata nel corso degli anni. Infatti l'incessante sostegno in termini di capitali da parte delle Banche Centrali ha consentito agli Stati di continuare a essere eccessivamente indebitati e alle piccole e medie imprese, che si sarebbero ritrovate sopraffatte da molto tempo se avessero dovuto finanziarsi a condizioni normali, di crescere e di continuare a investire accontentandosi di livelli di profitto molto bassi. La recessione è quindi diventata sempre più proibita, pena l'innescarsi di una crisi del credito in gran parte dei settori pubblici e privati delle principali economie sviluppate. È quindi a pieno diritto che ancora quest'anno i mercati abbiano potuto scommettere sul fatto che le Banche Centrali (e questa volta anche Donald Trump, che per motivi diversi vuole comunque evitare a ogni costo una recessione nel 2020) siano disposte a fare quanto necessario per procurare un soft landing dell'economia globale.

C'è tuttavia un prezzo da pagare per questo sistematico "deus ex machina", che consente di evitare qualsiasi grave rallentamento ciclico: contribuisce a ridurre il potenziale di crescita a medio termine. L'infinita garanzia di tassi d'interesse molto bassi, addirittura negativi, incoraggia gli investimenti finanziari a discapito degli investimenti produttivi e favorisce l'indebitamento, ipotecendo quindi la crescita futura per evitare attualmente qualsiasi recessione.

La crescita economica sta diventando strutturalmente più debole, i cicli economici sempre più lenti e di breve durata, e in questo contesto sono sempre più rare le società in grado di fare comunque crescere il loro profitti nel tempo. Sono quelle che privilegiamo.

Bolla di liquidità

Il rallentamento economico secolare e la bolla di liquidità rafforzano le nostre convinzioni di lungo periodo

Questa corsa a capofitto istituzionalizzata ha alimentato una specie di bolla di liquidità generalizzata: mentre la crescita economica è latitante da dieci anni, il prezzo di tutti gli asset finanziari è aumentato inesorabilmente per effetto del calo dei tassi d'interesse. Ad oggi è fuori discussione che questa bolla stia alimentando una fragilità globale dei mercati, e che la divergenza con l'economia reale abbia iniziato ad avere ripercussioni sociali e politiche molto importanti. Tuttavia, anche un'altra conseguenza merita di essere messa in luce, che rafforza il significato della nostra strategia di investimento globale.

Questa bolla va distinta da una bolla speculativa: attualmente i mercati non sono guidati da una corsa smisurata al rendimento come nel 2000 o nel 2007, ma molto più dalla necessità per i risparmiatori di trovare dove investire liquidità in eccesso a rendimenti soddisfacenti, a fronte di livelli di rischio accettabili. La crescente dispersione delle performance nel segmento del credito ne è la conferma: questa asset class continua a beneficiare di afflussi positivi, ma sempre più concentrati su emittenti di buona qualità, mentre il segmento classificato come "junk" sta iniziando a essere penalizzato. Analogamente, sui mercati azionari si è potuto constatare che il ritorno da alcune settimane di un certo ottimismo nei confronti del ciclo economico non ha impedito ai titoli growth di qualità molto elevata di continuare a crescere. Pertanto, ad esempio, nel mese di novembre le quotazioni azionarie di Microsoft, Apple, LVMH, Hermès e L'Oréal hanno raggiunto i livelli massimi storici. Inoltre anche all'interno dei settori ciclici, i settori a buon mercato ma che si trovano ad affrontare importanti difficoltà strategiche, come quello automobilistico, il settore bancario o quello della distribuzione tradizionale, stanno continuando a sottoperformare ampiamente i settori ciclici più solidi, come quello dei semiconduttori o della componentistica elettronica.

Pertanto, il fenomeno della bolla di liquidità, anche qualora dovesse protrarsi continuando a dissociare i mercati finanziari dalla realtà economica, non penalizza affatto l'andamento dei titoli caratterizzati da performance economica di livello più elevato, bensì il contrario.

Recessione degli utili

Infine, il rallentamento secolare in cui si iscrivono i mini cicli economici si combina ovviamente con una crescente pressione sulla redditività economica delle imprese, anche negli Stati Uniti. Attraverso la magia dell'ingegneria finanziaria e delle operazioni di riacquisto di titoli azionari, questo fenomeno è rimasto finora nascosto tra le grandi società quotate. Gli utili per azione dell'indice S&P 500 restano attualmente molto vicini ai massimi livelli storici.

Tuttavia i conti nazionali evidenziano che il tasso di crescita degli utili di tutte le società non finanziarie statunitensi (pubblicati dal "Dipartimento di analisi economica") è tendenzialmente in calo da dieci anni. Nel mese di ottobre, questo tasso è persino calato a -4,9%, dopo il -1,1% a settembre. Il fenomeno è simile in Europa, in base ai dati Eurostat. Per quanto riguarda la Cina prevale la stessa tendenza, e i dati pubblicati a novembre confermano il calo degli utili industriali avviato all'inizio dell'anno (-10% a ottobre, dopo -5% a settembre e -2% ad agosto).

Pertanto la capacità di preservare i propri margini attraverso i cicli rappresenta più che mai un elemento distintivo nel tempo. Costituisce un ulteriore motivo che giustifica il nostro stile di gestione a lungo termine.



Essere lungimiranti

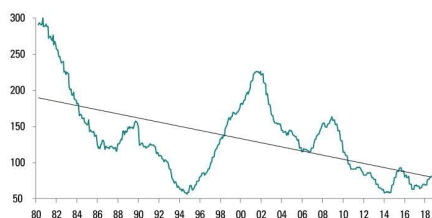
La rivoluzione tecnologica presenta importanti opportunità di investimento

Siamo convinti che identificare modelli economici in grado di generare crescita degli utili molto elevata nell'arco di cinque o dieci anni sia il modo più efficace per registrare performance a lungo termine.

Questi modelli non richiedono di ipotizzare un aumento delle valutazioni (possono anche prendere in considerazione un calo dei multipli di valutazione!), e sono perfettamente adatti a un contesto di cicli di ampiezza ridotta e di scarsa crescita economica. Siamo convinti che tutta la rivoluzione tecnologica in atto abbia la stessa portata della rivoluzione industriale del XIX secolo, e presenti quindi opportunità significative per le società che sapranno monetizzarne le applicazioni.

Per citare solo alcuni aspetti, i progressi dell'intelligenza artificiale, potenziati dall'esplosione dei database utilizzabili, moltiplicati a loro volta dalla commercializzazione di massa degli smartphone, le sue applicazioni ancora in fase iniziale, come nei software di realtà virtuale, che a loro volta aprono possibilità significative non solo nell'ambito dei videogiochi (il cui impiego all'interno dei social network ne aumenta notevolmente il potenziale), ma anche nella sanità e nell'istruzione, la rivoluzione delle abitudini nell'ambito dei consumi e della comunicazione, **tutte queste implicazioni della rivoluzione tecnologica in atto forniscono un'idea di ciò che un'analisi molto rigorosa deve essere in grado di trasformare in opportunità di investimento molto interessanti a lungo termine. Questa è la convinzione alla base del nostro stile di gestione.**

NUMERO DI SOCIETÀ DELL'INDICE S&P CON UNA CRESCITA MEDIA DELLE VENDITE SU 5 ANNI > 15%



Fonte: Carmignac, Bloomberg, 12/2018

Combinare la gestione dei rischi di mercato con le convinzioni a lungo termine

Esattamente un anno fa, concludevamo la nostra Note con questa frase: « arriverà un momento in cui le Banche Centrali dovranno arrendersi e rinunciare al proseguimento dei processi di normalizzazione monetaria. Quando ciò accadrà, la prospettiva di un ritorno a una politica reflazionistica favorirà gli asset rischiosi ». Inaspettatamente questa resa è stata annunciata un mese dopo, e il 2019 si è pertanto rivelato un anno positivo per tutte le asset class.

Il 2020 si preannuncia certamente diverso, poiché il rinnovato ottimismo ha nuovamente sostenuto le valutazioni degli asset rischiosi a livelli che lasciano poco spazio alla delusione. La "bolla generalizzata" non prefigura il suo scoppio imminente, ma aumenta notevolmente le sfide per i mercati in caso di evento negativo. Il riposizionamento degli investitori su una ripresa ciclica nel 2020 punta sul fatto che i consumi statunitensi non deluderanno (mentre le banche hanno iniziato a inasprire le condizioni del credito al consumo e la creazione di nuovi posti di lavoro si sta esaurendo). Presuppone inoltre che la "recessione degli utili", di cui abbiamo parlato precedentemente, non creerà tensione sui mercati del credito. Infine, confida nella riduzione duratura delle incertezze commerciali, politiche e geopolitiche. Non siamo così certi di un simile miglioramento a tutto tondo, e la gestione dei rischi di mercato potrebbe rivelarsi importante nel 2020 in caso di turbolenze. Tuttavia dietro questa gestione attiva del "beta", il fulcro della performance delle nostre gestioni continuerà a essere incentrato sull'elevata generazione di "alpha", sia sui mercati azionari, obbligazionari e del credito. In questo contesto, la nostra preferenza strategica all'interno dell'universo azionario per i titoli growth a visibilità molto elevata non rappresenta affatto una sorta di banalità di buon senso, ma un importante driver di performance, molto impegnativo, che a nostro avviso vale più dei campanelli d'allarme a breve termine.

Fonte: Carmignac, Bloomberg, 29/11/2019

Strategia di investimento

Azioni

Sulla base di qualche nuovo afflusso nell'asset class azionaria, gli investitori hanno sperato nel ripristino di un contesto ottimale, caratterizzato da Banche Centrali accomodanti e da elevate immissioni di liquidità, a cui si sono sommate le aspettative di stabilizzazione della crescita a livelli ridotti e di scomparsa delle problematiche legate all'incertezza. In questo contesto, i mercati azionari nel loro complesso hanno sovraperformato quelli obbligazionari. I titoli azionari statunitensi hanno spianato la strada, particolarmente sostenuti dal settore tecnologico (+5,4%) e da quello healthcare (+7,4%), su cui è incentrata la nostra allocazione. La stessa cosa è accaduta in Europa, dove i titoli growth e di qualità hanno registrato la performance migliore. Per il momento i mercati azionari restano penalizzati, in particolare in America Latina (dove presentiamo un'esposizione ridotta) e in Cina (dove abbiamo aumentato l'esposizione), dove i movimenti di protesta sono particolarmente violenti.

Abbiamo mantenuto un tasso di esposizione al rischio azionario abbastanza elevato, poiché i fattori tecnici (posizionamento, liquidità, premi al rischio) continuano a sostenere questi mercati. All'interno di questi ultimi, manteniamo un posizionamento a favore di titoli favoriti da prospettive di crescita interessanti, e che sono relativamente indipendenti dal ciclo economico. Questo è in particolare il caso degli Stati Uniti dove – nonostante le valutazioni superino le media a lungo termine – le prospettive di crescita e di redditività sono generalmente più elevate. È anche il caso dell'Europa, dove al momento pare prematuro affidarsi eccessivamente alla crescita economica di quest'area geografica per stimolare le imprese che vi operano. All'interno dei paesi emergenti, adottiamo un posizionamento prevalentemente incentrato su aree e settori di attività che offrono maggiore visibilità, come ad esempio la crescita interna, in particolare in Asia. Recentemente abbiamo quindi aperto una posizione nel più importante gruppo finanziario cinese (Ping An), che è particolarmente all'avanguardia in termini tecnologici, soprattutto nella raccolta e nel trattamento dei dati. Beneficia di prospettive di crescita significative, in particolare all'interno della divisione assicurativa, e la sottoperformance dei mercati azionari cinesi ha offerto punti di ingresso ritenuti particolarmente interessanti.

Obbligazioni

In questo contesto di politiche monetarie tendenzialmente reflazionistiche, così come di calo del rischio politico e dei timori di recessione, le obbligazioni governative di rating più elevato hanno registrato performance negative, mentre gli asset obbligazionari più esposti al ciclo economico hanno sovraperformato. Gli spread hanno infatti subito una contrazione, e in modo più marcato in Europa rispetto agli Stati Uniti. Il debito subordinato bancario ha realizzato performance particolarmente positive grazie a tre aspetti favorevoli: 1) aumento dei rendimenti a lungo termine, 2) riduzione dei rischi politici, 3) rendimenti obbligazionari piuttosto elevati.

Nei prossimi mesi, i tassi d'interesse dei paesi core dell'Eurozona dovrebbero registrare un andamento in un intervallo ristretto, scossi da pressioni al rialzo esercitate da un lato dalle aspettative di stimoli fiscali e dagli annunci attesi sulla risoluzione delle tensioni commerciali, e dall'altro da Banche Centrali costrette a mantenere un contesto di tassi relativamente favorevole al fine di conservare una certa stabilità finanziaria, in un contesto di forte indebitamento dei governi, delle imprese e delle famiglie. In questo scenario, stiamo gestendo la duration modificata obbligazionaria dei portafogli in modo attivo e tattico.

L'attuale contesto di tassi bassi protratto nel tempo resta favorevole alle strategie di carry trade. Tuttavia, in un contesto di asset obbligazionari relativamente costosi siamo particolarmente selettivi nella scelta degli investimenti nel credito. Lo siamo anche sui mercati del debito sovrano cosiddetto "periferico" dove abbiamo preso parziali profitti negli investimenti in Italia, a seguito della possibile ripresa del rischio politico legato ai dissensi sempre più tangibili all'interno dell'attuale coalizione. Abbiamo aperto posizioni nel debito rumeno denominato in euro, che gode di un rating BBB- e offre un rendimento del 3,35% su scadenze a 30 anni. Si ritiene che questo rendimento sia interessante in termini assoluti alla luce della chiara identificazione dei rischi e dei fondamentali.

Valute

Dopo una breve turbolenza registrata durante il mese di ottobre, i mercati valutari hanno registrato un continuo apprezzamento del dollaro. Infatti, benché in rallentamento, ciò non toglie che l'economia statunitense resti più dinamica rispetto al resto del mondo, il che sta determinando la sovraperformance del biglietto verde in particolare nei confronti dell'euro. Anche la sterlina inglese ha mostrato una buona tenuta, in base ai sondaggi che indicano una vittoria relativamente facile per il partito di Boris Johnson, e quindi una maggiore probabilità che il suo accordo di fuoriuscita dall'UE sia approvato dal Parlamento britannico – imponendo tempi particolarmente stretti per la negoziazione di accordi di libero scambio, che il Primo Ministro britannico si è impegnato a rispettare (dicembre del 2020).

Le valute sudamericane restano al centro delle preoccupazioni, con la forte correzione registrata dal peso cileno in un contesto di tensioni locali. Riteniamo che ciò possa offrire punti d'ingresso interessanti per esporsi a un'economia caratterizzata da una politica di bilancio tra le più rigorose del continente, e da una Banca Centrale proattiva che ha riportato i tassi reali in negativo, cosa che dovrebbe tornare a rinvigorire l'economia del paese.

Manteniamo una certa prudenza nei confronti del dollaro statunitense, che riteniamo sopravvalutato. Sarà probabilmente necessaria una Fed più accomodante per conseguire il deprezzamento della valuta, il che potrebbe verificarsi se, come supponiamo, l'economia statunitense dovesse risultare deludente nel primo trimestre del 2020.

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.