



Variazioni sul tema dell'equilibrio

Luglio 2019



Autore/i
Didier Saint-Georges

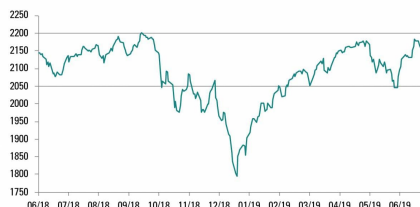
Data di pubblicazione
5 Luglio 2019

Lunghezza
6 minuto/i di lettura

A metà del 2019, nonostante notizie ricche di colpi di scena politici e geopolitici, non c'è motivo di variare l'interpretazione generale dei mercati che avevamo proposto al termine del primo trimestre. La ["Realtà aumentata"](#), titolo della nostra Note del mese di marzo, faceva riferimento al contesto reale di debolezza del ciclo economico globale che, a differenza del 2018, veniva rafforzato da politiche monetarie tornate palesemente a sostegno dell'economia e dei mercati. Da allora, la saga delle trattative commerciali (si veda la Note di giugno ["Trump, ovvero il mercantilismo 3.0"](#)) ha soltanto reso decisamente più frizzante un quadro generale relativamente mite per i mercati azionari (si veda la Note di aprile ["Equilibrio delle forze"](#)).

Le performance degli indici nel secondo trimestre sono quindi moderatamente positive, e nessuno dei principali mercati azionari, neppure quello statunitense, si è discostato di oltre il 4% dai livelli prevalenti alla fine di marzo. La nuova accelerazione del calo dei rendimenti obbligazionari ha infatti sostenuto la valutazione dei titoli azionari, tendenzialmente penalizzata dal ritorno delle incertezze. In questa fase finale del ciclo economico è meglio conservare un'analisi rigorosa dei mercati, per continuare a distinguere i rumours da ciò che è essenziale.

PERFORMANCE DELL'INDICE AZIONARIO MONDIALE A 1 ANNO
(INDICE MSCI WORLD IN DOLLARI)



Fonte: Carmignac, Bloomberg, 29/06/2019

La routine dei colpi di scena nella soap opera dell'anno

L'indebolimento economico generale rende gli Stati Uniti e la Cina più cauti nel loro conflitto

Il dibattito tra Cina e Stati Uniti condotto alla riunione del G20 alla fine del mese di giugno, particolarmente desiderosi di far precipitare il mondo direttamente negli abissi di una profonda recessione. Il susseguirsi di notizie alternativamente contrapposte, mentre questa volta l'atmosfera a Osaka era piuttosto mite, potrebbe quindi protrarsi nei prossimi mesi, in un contesto di rivalità strategica ma anche di sfida elettorale negli Stati Uniti e di indebolimento economico generale, che nel breve termine rendono cauti i due protagonisti nel loro conflitto.

Nel frattempo, la crescita è in fase di stallo

Infatti il contesto resta complessivamente insoddisfacente, in particolare con l'attività industriale ancora in calo. Anche se le attività legate ai servizi, tradizionalmente meno cicliche, paiono ancora resilienti. È ciò che sta accadendo in Cina: sulla scia del G20, la pubblicazione degli indici PMI manifatturieri del mese di giugno, attestatisi a 49,4, ha confermato la tendenza al ribasso. Per il momento Pechino non pare intenzionato a intervenire nuovamente per stimolare le proprie dinamiche. Negli Stati Uniti, il tasso di crescita degli investimenti non residenziali continua a diminuire, sicuramente penalizzato dalle incertezze commerciali. In Europa, pare che gli indicatori dei servizi stiano registrando una lieve ripresa (come l'indice Markit Services PMI della Francia, che si è rafforzato passando a giugno da 51,6 a 53), ma la recessione manifatturiera sta mostrando solo pochi timidi segnali di stabilizzazione, in particolare in Germania (Indice Markit manifatturiero pari a 45 a giugno, rispetto a 44,3 a maggio). Paradossalmente questo contesto, a priori poco allettante, favorisce comunque i mercati a breve termine. Poiché, oltre ad arginare il rischio immediato di escalation delle ostilità commerciali tra la Cina e gli Stati Uniti, lo scenario di crescita debole ma grosso modo stabile fa sì che le Banche Centrali continuino ad adottare un tono accomodante ma non ancora allarmista.



Verso una diminuzione del potere delle Banche Centrali?

A medio termine, si fa strada l'esigenza di un ricorso massiccio a contromisure finanziarie



Tra le cause del rallentamento globale, sarebbe attualmente molto rischioso attribuirne le rispettive quote di responsabilità al "fiorierato" rallentamento avviato dalla Cina nel 2018; 2/ gli effetti deleteri della guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti sulle dinamiche degli investimenti industriali; e 3/ l'irrisolto e inopportuno delle politiche monetarie condotte lo scorso anno. Questo mix di fattori, di cui non si conoscono le proporzioni, solleva principalmente un interrogativo: il "piano" di allentamento monetario che le Banche Centrali sono in procinto di effettuare, sarà sufficiente per invertire la tendenza di tutte le cause di rallentamento, a maggior ragione se la "tempesta" continuasse a essere sotto pressione?

A breve termine, la questione ha poca importanza: è probabile che i mercati siano soddisfatti del nuovo atteggiamento proattivo assunto dalle Banche Centrali, in un contesto economico e politico momentaneamente rassicurante.

A medio termine la sfida è cruciale: la politica monetaria "non convenzionale" si sta ovviamente esaurendo. Nell'Eurozona, in particolare, cosa ci si potrebbe aspettare da un nuovo piano di acquisto titoli o da una riduzione dei tassi di riferimento, quando si osserva che la Francia sta già finanziandosi a 10 anni a un tasso negativo, mentre la Spagna si finanzia al tasso dello 0,2% sulla stessa scadenza? Di conseguenza, nonostante livelli di indebitamento già molto elevati si fa strada l'esigenza di un ricorso massiccio a contromisure finanziarie, sia in Europa che negli Stati Uniti, coordinate con il sostegno delle Banche Centrali. La prospettiva di questo inevitabile aiuto dalle politiche forse chiarisce, e addirittura giustifica, la nomina di Presidenti di Banche Centrali maggiormente dotati di una formazione giuridica e di una comprovata intelligenza politica, piuttosto che di competenze nei tecnicismi della politica monetaria. Rimane tuttavia il problema delle implicazioni che questa importante inversione di tendenza potrebbe avere sui mercati obbligazionari e azionari a tempo debito, che da dieci anni a questa parte devono confrontarsi solo con la repressione finanziaria e il rigore di bilancio.

Per il momento, la strategia di investimento che continua ad essere giustificata in questa fase del ciclo economico si fonda su tre pilastri: in primo luogo un portafoglio azionario core costituito prevalentemente da titoli growth, per i quali la selezione titoli risulta determinante, in un segmento di mercato diventato costoso. In secondo luogo, una flessibilità sufficiente per sfruttare i movimenti di mercato intermedi insiti in queste fasi di transizione, e rafforzati da posizioni pubbliche assunte in un contesto di programmi di politica interna. L'impiego parziale e molto rigoroso di strumenti derivati discrezionali consente di non subire i contraccolpi del successivo alternarsi di speranze e delusioni. Infine il terzo pilastro, quello sul fronte obbligazionario; un posizionamento sulla curva dei tassi d'interesse, che sfrutta la nuova visibilità sull'allentamento monetario posto in essere dalle Banche Centrali. In questo caso, la regola fondamentale è quella di diffidare di rendimenti negativi privi di logica e focalizzarsi sulle obbligazioni, governative e corporate, dei paesi sviluppati ed emergenti che offrono sufficiente remunerazione del rischio.

Fonte: Bloomberg, 03/07/2019

Strategia di investimento

Azioni

Il mese di giugno ha registrato la crescita più significativa da diversi anni a questa parte, in particolare grazie alle aspettative di allentamento della politica monetaria della Fed, con l'indice S&P500 che si è apprezzato di quasi il 7% in dollari, azzerando la correzione del mese di maggio. I mercati azionari si fondano su un equilibrio ancora fragile ma concreto, con una crescita globale che tende a stabilizzarsi attorno a livelli bassi, Banche Centrali che paiono sostenere i mercati, e preoccupazioni per la guerra commerciale che tendono a ridursi.

In questo contesto manteniamo tassi di esposizione costruttivi e ricerchiamo una componente value ben definita: un portafoglio core costituito da società che traggono vantaggio dalle principali tendenze di innovazione tecnologica dirompente che ne sostengono la crescita, un'esposizione più tattica ai titoli "ritardatari", come ad esempio alcuni segmenti ciclici (istituti di credito europei, titoli industriali statunitensi) e i mercati emergenti. Infatti questi ultimi dovrebbero tendenzialmente beneficiare della battuta d'arresto dell'apprezzamento del dollaro e di migliori notizie sul fronte delle tensioni commerciali.

Per quanto riguarda le principali tendenze innovative dirompenti, mentre la crescita del numero di persone che utilizza internet sta iniziando a subire un rallentamento, con 3,8 miliardi di utenti a livello mondiale, in quanto investitori ricercheremo i modelli più innovativi che propongono nuovi utilizzi e opportunità di monetizzazione. Facebook ne è un esempio: le iniziative di espansione nel settore del commercio elettronico della sua applicazione Instagram dovrebbero consentire di accelerare il processo di monetizzazione.

Obbligazioni

L'aumento del sostegno monetario della Fed e della BCE ha continuato a provocare un nuovo calo dei rendimenti sovrani. Tuttavia, le attuali valutazioni dei mercati obbligazionari ci inducono a essere selettivi per focalizzarci su segmenti di mercato ancora interessanti o su strategie relative.

Nell'ambito delle obbligazioni core e semi-core, ci siamo maggiormente concentrati sulle scadenze più a lungo termine. Deteniamo pertanto posizioni lunghe all'interno dei paesi europei semi-core, quali Belgio e Francia, in combinazione con swap in euro e posizioni corte nelle obbligazioni tedesche, al fine di beneficiare della riduzione degli spread. Negli Stati Uniti manteniamo la strategia che punta a trarre vantaggio dall'impennata della curva dei rendimenti statunitense, che peraltro sta iniziando a dare buoni risultati.

Manteniamo inoltre le posizioni nei titoli governativi a lunga scadenza dei paesi periferici, principalmente in Italia (gestione tattica), in Grecia e a Cipro. Nel debito emergente stiamo parzialmente aumentando l'esposizione in un contesto globale più favorevole, con una preferenza per il debito in valute forti. All'interno della componente creditizia, privilegiamo alcune opportunità idiosincriche, quali Altice, Eurofins e Netflix, e l'esposizione alle obbligazioni bancarie europee subordinate.

Valute

Sul mercato valutario, l'apprezzamento del dollaro, iniziato oltre un anno fa, dovrebbe tendenzialmente subire una battuta d'arresto. Infatti il biglietto verde dovrebbe registrare un indebolimento dei suoi fondamentali con un atteggiamento più proattivo da parte della Federal Reserve statunitense, una riduzione delle tensioni sul fronte della guerra commerciale e un aumento del doppio disavanzo commerciale e di bilancio degli Stati Uniti.

Questa argomentazione ci induce a mantenere un rischio di cambio ridotto, conservando la sovraesposizione all'euro e un'esposizione contenuta al dollaro e allo yen. L'andamento delle valute emergenti potrebbe tuttavia migliorare in un contesto politico e monetario più favorevole e di minore apprezzamento del dollaro.

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.