

RASSEGNA DEGLI INVESTIMENTI

Q4 2020

Redatto da James Macpherson

RASSEGNA TRIMESTRALE DEGLI INVESTIMENTI

“Il capitalismo senza il fallimento è come il cattolicesimo senza l'inferno. I mercati funzionano al meglio quando i soggetti partecipanti hanno un sano timore della perdita.”

Howard Marks

“Gli Stati Uniti ora hanno imboccato un sentiero per cui ogni presidente in carica sembra intenzionato ad aggiungere uno stock di debito all'interno del libro maestro nazionale pari all'ammontare complessivo generato da tutti i suoi predecessori.”

Gavekal 18.12.2020

“Le persone mi chiedono sempre dove le prospettive siano favorevoli, ma è una domanda mal posta. Invece è corretto chiedersi dove le prospettive siano più scadenti.”

John Templeton

Nel quarto trimestre del 2020, i mercati hanno proseguito nel solco della loro vigorosa ripresa sulla scia di due eventi. In primis, l'annuncio di diversi vaccini efficaci contro il Covid e l'avvio delle relative campagne vaccinali. Tali vaccinazioni pongono solide basi per augurarsi un ritorno alla normalità nel corso del 2021. In secondo luogo, l'esito delle elezioni negli Stati Uniti ha rallegrato i mercati che hanno accolto con favore la prospettiva di una presidenza Biden unitamente a un Senato a trazione repubblicana in grado di tenere sotto controllo le politiche presidenziali. Il voto del 5 gennaio in Georgia per i ballottaggi al Senato potenzialmente può modificare i rapporti di forza; allo stato dei fatti Biden disporrà di un margine inferiore per ampliare il deficit di bilancio, introdurre una regolamentazione più stringente per le Big Tech e aumentare le tasse. Di conseguenza i mercati hanno concluso l'anno molto positivamente, con un rialzo pari al 14% dell'indice MSCI World espresso in USD, una ripresa notevole che si è registrata a partire da fine marzo, al culmine dello sgomento innescato dal Covid, quando l'indice era arrivato a perdere il 32%.

Il crollo economico del 2020 si è tradotto in una recessione molto inusuale, contraddistinta da una tenuta dei redditi personali, dallo sprint dell'edilizia residenziale, dal boom di offerte pubbliche iniziali (IPO) osservato nei mercati azionari e infine dalla capacità di emettere debito a tassi di interesse molto bassi da parte delle imprese, nonostante un deterioramento delle loro condizioni commerciali. A fine anno l'ammontare del debito a rendimento negativo ha raggiunto la cifra record di 17,7 trilioni di dollari e circa l'80% delle obbligazioni investment grade mondiali sono negoziate a rendimenti pari o inferiori all'1%, dato che i governi hanno fatto tutto il possibile per ovviare alla crisi mediante misure di sostegno. Nonostante ciò la pandemia ha ampliato il divario sociale. Il gap in termini di reddito non è mai stato così ampio ed è probabile che i governi continuino a sostenere le fasce di reddito più basse, anche se ciò conduce a un surriscaldamento dell'economia generato da una vigorosa crescita dei consumi. A differenza del 2009, le misure di stimolo non sono a beneficio dei bilanci traballanti delle banche ma sono dirette al finanziamento della spesa pubblica che confluisce all'interno dell'economia reale. Per esempio, si stima che quest'anno il governo statunitense abbia accumulato un deficit di bilancio pari a 4 trilioni di dollari, finanziato in gran parte dalla Federal Reserve. Il clima politico è mutato, allo stato attuale le politiche di austerità sono cancellate dal dibattito. A tal proposito, le elezioni negli Stati Uniti sono state significative. Malgrado la vittoria di Biden, l'elezione presidenziale è stata un testa a testa in relazione ai voti degli operai, un bacino elettorale all'interno del quale Trump ha dato prova di esser competitivo. Uno dei suoi risultati passati sotto traccia è identificabile nell'inversione del calo relativo dei redditi della fascia meno abbiente della popolazione, dopo quarant'anni di trend negativo. I Democratici non vorranno

rischiare di perdere di nuovo tale bacino elettorale e probabilmente attueranno tutte le misure possibili per consolidare il voto operaio, mediante politiche favorevoli al mondo del lavoro. Le obbligazioni con rendimenti negativi appaiono in contrasto con tali politiche. Sono sempre più numerosi i segnali di un aumento dell'inflazione. Le misure di stimolo adottate dal governo, gli interventi monetari della Fed, le interruzioni sul versante della supply chain dovute a una serie di dispute con la Cina e una ripresa impetuosa collegata alla ricostituzione delle scorte post-Covid messa in atto dalle economie, tutto ciò fa presagire un aumento dell'inflazione. In aggiunta, vi sarà una forte richiamo a "sgonfiare" l'enorme stock di debito accumulato nell'ultimo decennio. Per esempio, Gavekal stima che il fabbisogno di cassa del governo degli Stati Uniti abbia aggiunto 12.800 dollari di debito pro capite solo nel 2020. Storicamente non rileviamo alcuna casistica di paese che opti per la deflazione al posto dell'inflazione al fine di ridurre un colossale stock di debito. Tuttavia, i mercati obbligazionari non hanno ancora assimilato gli argomenti appena esposti. A novembre il Perù ha emesso un'obbligazione del valore di 4 miliardi di USD a 101 anni con scadenza al 2121. Il Perù è andato ben otto volte in default lungo il corso dei suoi 200 anni di storia, nonostante ciò le sottoscrizioni hanno superato di quattro volte il volume dell'emissione, a fronte di un'esigua cedola del 3,23%. Una tale allocazione dei risparmi della collettività appare quantomeno insolita. Si possono solo formulare ipotesi sul livello dei corsi dei titoli obbligazionari qualora le banche centrali non agissero così decisamente nei mercati, evitando la messa in luce dei prezzi "reali". Tuttavia, dato lo status quo attuale, le obbligazioni restano poco appetibili per l'investitore alla ricerca di rendimenti tangibili o che più semplicemente mira alla conservazione del capitale. La liquidità è messa a repentaglio nelle fasi di inflazione e i rendimenti obbligazionari offrono una protezione inadeguata contro un ipotetico aumento dei prezzi. In definitiva, sarà probabilmente l'inflazione a porre fine alla lunga fase toro del mercato obbligazionario, che si protrae dal lontano 1981. Già oggi gran parte degli investitori privati nutre delle remore a investire nei mercati obbligazionari, essendo questi ultimi sostenuti unicamente dagli acquisti da parte delle banche centrali. Se si concretizza un aumento dell'inflazione, gli investitori procederanno alla vendita delle loro partecipazioni obbligazionarie, al fine di cercare rendimenti più sicuri altrove. Tale trend eserciterà una pressione al rialzo sui tassi di interesse, tale da indurre gli investitori a investire di nuovo nel segmento obbligazionario. Potrebbe così delinearsi una dinamica pluridecennale, simile alla prolungata discesa verso tassi di interesse negativi.

Con il naturale rifugio dei mercati obbligazionari in totale disarmo, gli investitori attivi sono costretti a volgere lo sguardo verso le azioni. Tenuto conto del cataclisma economico, gli investitori hanno cercato società in grado di dimostrare margini di crescita anche in un periodo di sospensione dell'attività economica. La maggior parte di queste sono società tecnologiche o legate a Internet, dato che la pandemia ha fornito un ulteriore impulso al trasferimento dell'attività economica in modalità online. In sostanza, nel 2020 quasi tutti i guadagni dell'indice S&P 500 sono stati messi a segno da appena sei società tecnologiche (Apple, Amazon, Microsoft, Google, Facebook e Nvidia). La supremazia del segmento tecnologico sugli indici viene da lontano e l'ultimo decennio ha registrato l'ascesa delle società abili a sfruttare il flusso di innovazioni generato dal fulmineo progresso del potere informatico. I colossi del settore tecnologico sono società estremamente imponenti, con caratteristiche finanziarie solidissime e dalle continue prospettive di forte crescita. Nondimeno, queste società hanno raggiunto una dimensione nella quale può innestarsi la legge dei grandi numeri. In base alle previsioni di Wall Street, le cinque maggiori società tecnologiche aumenteranno le loro vendite del 18% all'anno per i prossimi cinque anni. Se le loro quotazioni azionarie cresceranno allo stesso ritmo, l'intera capitalizzazione di mercato delle Big Tech raggiungerà una quota superiore ai 15 trilioni di dollari. Per inciso, ad oggi l'indice S&P 500 ha una capitalizzazione di mercato pari a 30 trilioni di dollari. Inoltre le Big Tech stanno entrando in concorrenza tra loro, al fine di tenere ben salda la loro crescita. Apple sta iniziando a strutturare il suo motore di ricerca e Amazon sta crescendo nel campo della pubblicità. Verosimilmente il potere legislativo adotterà un'azione normativa e antimonopolistica più marcata nei loro confronti. Tutto ciò non si traduce in una minore crescita e performance delle Big Tech in prospettiva futura, ma i numerosi volani che nell'ultimo decennio hanno sospinto i loro corsi azionari potrebbero perdere d'intensità. Se i vaccini innescano una rotazione dai

titoli beneficiari della "stay at home economy" a quelli legati al "ritorno alla normalità", in tal contesto altre aree del mercato vedranno una nuova ripartenza. Il ritorno alla crescita comporterà un aumento dei rendimenti obbligazionari, ovvero una dinamica negativa per le cosiddette azioni "growth" poiché aumenterà il tasso di sconto con cui sono valutate; sarà invece una manna per le azioni "value" in quanto si assisterà a una ripresa dei loro ricavi. Le ponderazioni degli investitori sono marcatamente orientate verso le azioni "growth", di conseguenza si intravede la possibilità di un ribilanciamento molto drastico.

Nel mese di novembre le azioni "value" hanno registrato un rally impetuoso. Si tratta di un trend estemporaneo oppure di una dinamica più duratura? Molte azioni "value" sono seriamente compromesse e appaiono strutturalmente deficitarie poiché devono fronteggiare indebitamenti gravosi e rilevanti oneri pensionistici; al contempo il loro business subisce le incursioni della concorrenza, abile nell'utilizzare al meglio la tecnologia. Tuttavia, altre società hanno prospettive più rosee, sebbene vengano negoziate a un livello in linea con un grave dissesto economico. Se la ripresa si concretizza, tali società hanno la possibilità di recuperare terreno. Si assisterà a una normalizzazione sul versante della domanda, i prezzi si manterranno saldi per effetto della riduzione in capacità produttiva e dell'esaurimento delle scorte. Curiosamente, nel momento in cui ci si appresta a uscire dalla recessione, i bilanci sono in buona salute sia a livello delle imprese che sul lato dei consumatori, alla luce del deciso aumento osservato nei tassi di risparmio delle famiglie durante il lockdown grazie ai programmi di sostegno implementati dal governo. Considerando solamente gli Stati Uniti, si stima che i risparmi delle famiglie abbiano superato abbondantemente quota 1 trilione di dollari. Verosimilmente tale liquidità sarà impiegata sul versante della spesa nel momento in cui le persone si sentiranno sufficientemente al sicuro e in condizioni idonee. Negli Stati Uniti, le scorte nel settore manifatturiero e della vendita al dettaglio hanno quasi raggiunto il minimo storico. Un forte impulso derivante dalla rapida crescita della domanda inerente i cuscinetti a sfera e l'impennata dei tassi sui container provenienti da Shanghai delineano una ripresa alle porte. Per le società rimaste in piedi, il 2021 e il 2022 porteranno in dote un deciso aumento degli utili. Ristabilita la fiducia dei consumatori grazie ai vaccini, l'economia dovrebbe sorprendere fortemente in positivo. Tale dinamica è in netto contrasto con quanto avvenuto nel 2008, quando il sovraindebitamento dei consumatori aveva imposto il risparmio, determinando così una flebile crescita negli anni seguenti. Questa volta il risparmio in eccedenza troverà approdo nella spesa, favorendo la ripresa.

Nel contesto attuale, le opportunità dipenderanno dai punti di forza delle singole imprese, per cui l'attività di selezione titoli rivestirà un ruolo fondamentale. Nondimeno, alcune aree generali sembrano offrire ottime opportunità. Malgrado le dispute commerciali, l'Asia rimane la fabbrica del mondo e perciò è evidentemente favorita. Vale la pena notare che dal mese di maggio i mercati asiatici hanno iniziato a sovraperformare. La ripresa ciclica globale favorisce per forza di cose anche il Giappone. Inoltre il Sol Levante è un florido mercato per scommettere su un eventuale ritorno dell'inflazione. L'incremento del livello generale dei prezzi avrebbe un impatto psicologico epocale sulle istituzioni nazionali nipponiche, in quanto fortemente sovrappesate sul mercato obbligazionario domestico e sottoponderate sul mercato azionario giapponese. Il Giappone ha sperimentato una sfilacciatura della sua struttura produttiva post-1945 e una significativa ripresa del riassetto e del consolidamento industriale. Il nuovo Primo Ministro sta promuovendo un'agenda digitale, un ambito in cui il Giappone è stato poco incisivo; di conseguenza risulta disponibile un tema di investimento slegato dalla crescita economica. Queste politiche, unite alle riforme della governance societaria, stanno garantendo un mercato toro senza troppi clamori in Giappone, nonostante la crescita tenue della sua economia. In questo momento l'indice Nikkei si è attestato al suo livello più alto dal 1991; lo stesso indice espresso in USD è in prossimità del suo massimo storico. Mentre il momentum si alimenta sulla scia di un miglioramento sul lato degli utili, in Giappone gli argomenti a favore delle azioni rispetto alle obbligazioni diventano sempre più convincenti e il mercato ha la possibilità di raggiungere nuovi picchi. Anche il mercato britannico appare interessante, alla luce della sospirata conclusione dell'accordo sulla telenovela Brexit anche se le note in calce sono ancora oggetto di esame. Gli investitori internazionali sono sottopesati sul mercato britannico

come mai in passato, un dato che solitamente rappresenta un buon punto di ingresso per l'investitore dotato di pazienza. L'indice FTSE è al di sotto del livello a cui si attestava all'alba del millennio.

In termini di settori, la reflazione favorisce senza dubbio le materie prime. Al di là dei benefici derivanti da una crescita economica più sostenuta, le materie prime usufruiscono di altri due sostegni generati dalle politiche governative. In primis, una parte rilevante della spesa fiscale che i governi hanno effettuato sarà destinata al miglioramento delle infrastrutture, un settore ad elevata intensità di materie prime. Sia negli Stati Uniti che in Europa le infrastrutture di base come strade, ponti e fognature sono vetuste e necessitano un riammodernamento. In secondo luogo, la transizione energetica innescata dalla lotta contro il cambiamento climatico richiederà un'enorme quantità di metalli. I veicoli elettrici necessitano di rame in abbondanza, per citare un esempio. Questa domanda si sta materializzando in una fase in cui gli investimenti in nuovi approvvigionamenti relativi a tali metalli sono in secondo piano. Un'economia globale più ecologica accanto all'imponente iniezione di liquidità da parte delle banche centrali diventa una ricetta efficace per alimentare un mercato toro delle materie prime. Nonostante il crollo economico del 2020, diversi metalli come il rame sono negoziati a quotazioni di gran lunga superiori rispetto all'anno precedente. Le società attive nel settore delle materie prime non presentano le stesse peculiarità finanziarie d'eccellenza delle Big Tech, ma nel momento in cui il ciclo economico volgesse in loro favore le suddette società potrebbero realizzare rendimenti di altissimo livello. Anche le aziende energetiche più controverse dovrebbero trarre beneficio. I corsi azionari di tali società hanno sofferto poiché sono percepite come aziende altamente inquinanti e per essere "a rischio estinzione" nel lungo termine, soppiantate in tale ottica dalle energie rinnovabili. Tuttavia, il mondo dipende ancora in larga misura dai combustibili fossili. Il declino del settore energetico è stato ancora più radicale rispetto a quello dei metalli. Le azioni del segmento delle materie prime sono giunte al livello minimo degli ultimi decenni in termini di ponderazione dell'indice, ma le stesse appartengono a uno dei pochi settori che trarrebbero vantaggio dall'aumento dei rendimenti obbligazionari, delle emissioni di bond e dell'inflazione.

Con il concludersi del 2020, il Covid continua a incidere pesantemente sulle economie e sulle comunità, in particolare quelle occidentali che stanno vivendo un'accelerazione dei casi nel periodo invernale. Con tutto ciò, i mercati sono molto abili nell'esaminare accuratamente le criticità e i tre principali vaccini permettono loro di analizzare l'attuale inquietudine. Eventuali ritardi o problemi nella somministrazione dei vaccini sarebbero accolti molto negativamente dai mercati. Tuttavia, ipotizzando un'attuazione senza troppi intoppi dei programmi di vaccinazione e il permanere di una situazione di equilibrio politico negli Stati Uniti, con un Senato a trazione repubblicana, l'economia mondiale dovrebbe iniziare prendere vigore nel 2021 ad un ritmo sempre più serrato. I mercati godono di un sostegno considerevole. Non vi sono segnali di inasprimento monetario da parte delle banche centrali mentre rimane la speranza di vedere significativi pacchetti di stimolo fiscale. I risparmi accumulati durante il lockdown forniscono ulteriore carburante per i mercati. Vi sono già delle avvisaglie in tal senso; per la prima volta dopo vent'anni gli investitori statunitensi sono riapparsi in massa sul mercato azionario. Molte imprese hanno inoltre avuto la possibilità di attuare misure difficilmente implementabili in condizioni normali, come per esempio la chiusura di progetti non essenziali o tagli al personale. Così facendo, tali imprese hanno guadagnato in efficienza strutturale e in termini di rapporto di indebitamento in vista di un'eventuale ripresa. Per molte società "value" la suddetta ripresa prenderebbe forma in una fase in cui i loro corsi azionari si trovano a livelli estremamente bassi. Il mercato obbligazionario non è molto appetibile e se si dovesse registrare un aumento dell'inflazione dovrebbe essere evitato senza indugio. Anche i titoli tecnologici e "bond-proxy" che hanno egemonizzato sul versante dei rendimenti negli ultimi anni verrebbero a trovarsi in un contesto più complesso. Gli investitori dovrebbero iniziare a valutare un riposizionamento dei loro portafogli per includere tematiche più orientate sul lato "value" e materie prime. Anche i fondi hedge riservano opportunità eccellenti data l'ampia dispersione delle valutazioni. Risulta più arduo esprimere un giudizio sulle valute; quelle connesse alle materie prime dovrebbero rafforzarsi e non ci stupiremmo se il dollaro USA dovesse parzialmente indebolirsi, in considerazione dell'entità dei deficit

statunitensi. Nel caso in cui l'attività economica riprenda vigore, verosimilmente la corsa dell'oro nel mercato toro andrebbe incontro a una pausa, anche se continua a rappresentare un buon strumento di copertura contro l'incessante espansione monetaria globale.

Le performance passate non sono in nessun caso indicative per i futuri risultati. Le opinioni, le strategie ed i prodotti finanziari descritti in questo documento possono non essere idonei per tutti gli investitori. I giudizi espressi sono valutazioni correnti relative solamente alla data che appare sul documento.

Questo documento non costituisce in alcun modo una offerta o una sollecitazione all'investimento in nessuna giurisdizione in cui tale offerta e/o sollecitazione non sia autorizzata né per nessun individuo per cui sarebbe ritenuta illegale.

Qualsiasi riferimento contenuto in questo documento a prodotti finanziari e/o emittenti è puramente a fini illustrativi, ed in nessun caso deve essere interpretato come una raccomandazione di acquisto o vendita di tali prodotti. I riferimenti a fondi di investimento contenuti nel presente documento sono relativi a fondi che possono non essere stati autorizzati dalla Finma e perciò possono non essere distribuibili in o dalla Svizzera, ad eccezione di alcune precise categorie di investitori qualificati. Alcune delle entità facenti parte del gruppo Notz Stucki o i suoi clienti possono detenere una posizione negli strumenti finanziari o con gli emittenti discussi nel presente documento, o ancora agire come Advisor per qualsiasi degli emittenti stessi. I riferimenti a mercati, indici, benchmark, così come a qualsiasi altra misura relativa alla performance di mercato su uno specifico periodo di riferimento, sono forniti esclusivamente a titolo informativo.

Informazioni aggiuntive disponibili su richiesta. © Notz Stucki Group