

INVESTMENT POLICY NOTES

CONFERENZA DEGLI INVESTIMENTI NOTZ STUCKI, 12 GENNAIO 2021

James Macpherson

COMMENTI SULLA POLITICA D'INVESTIMENTO

PRESENTAZIONE DI ANATOLE KALETSKY DELLA SOCIETÀ GAVEKAL

Il 2020 si è rivelato uno degli anni più singolari sia per quanto riguarda l'economia globale che sul lato dei mercati finanziari, un periodo dove probabilmente abbiamo assistito al più grande crollo economico a breve termine mai registrato, a cui hanno fatto seguito i più colossali pacchetti di stimolo mai sfoderati dai governi e dalle banche centrali al fine di controbilanciare i lockdown da loro imposti. Tali pacchetti di stimolo si sono spinti al di là di quanto sarebbe stato ritenuto possibile un anno fa e con l'evolversi della crisi hanno assunto dimensioni sempre più grandi. La conferenza ha valutato quali possano essere gli effetti a medio e lungo termine.

Il crollo improvviso dell'attività economica osservato l'anno scorso è stato senza precedenti, sebbene sia stato fronteggiato con una risposta altrettanto originale in termini di politica fiscale. Di conseguenza, gli eventi del passato risultano meno indicativi per tracciare delle linee guida per il futuro, semplicemente perché non vi sono esempi precedenti atti a delineare un raffronto con il contesto attuale. Dal mese di marzo l'umanità si trova bloccata in uno stato di sospensione delle attività innescato dal Covid, dove una serie di disposizioni di legge non consentono una normale operatività di gran parte del sistema economico. Da allora l'economia globale è al collasso, ma a dispetto di ciò il 23 marzo i mercati azionari hanno toccato i minimi, ovvero solamente tre settimane dopo l'avvento della crisi, inizialmente in risposta alle gigantesche misure di stimolo e successivamente poiché hanno iniziato a volgere lo sguardo al medio e lungo termine, rilevando così un futuro più roseo. I mercati sono sottoposti a spinte provenienti da direzioni opposte alimentate da queste due forze gigantesche, da un lato il crollo economico e dall'altro uno tsunami di liquidità. Con il passare del tempo il bilanciamento tra queste due forze cambierà, allo stato attuale stiamo attraversando una transizione importante in quanto cominciamo a scorgere l'uscita dai lockdown in concomitanza con la disponibilità di alcuni vaccini, i quali consentiranno un graduale ritorno alla normalità.

Mentre ci accingiamo ad entrare nella prossima fase, esiste una probabilità elevata che le colossali misure di stimolo inizino ad avere la meglio sul crollo economico. Grazie ai vaccini, la situazione sanitaria pubblica si accinge a raggiungere un punto di svolta in senso positivo. In aggiunta, tra gli annunci relativi alle misure di stimolo e il loro impatto sull'economia intercorre sempre un lasso di tempo. Solitamente tale periodo è pari a circa sei-nove mesi, ma verosimilmente in questa circostanza potrà estendersi da uno a due anni a causa del ritardo verificatosi prima che l'attività commerciale potesse tornare in piena regola alla normalità. Di conseguenza i vari pacchetti di stimolo dispiegheranno il loro pieno potenziale nel corso dell'estate e molto probabilmente il 2021 registrerà un vigoroso ritorno alla crescita; tale fase di rapida espansione economica dovrebbe perdurare per i prossimi due o tre anni. Il mercato ha giocato d'anticipo, dando il via a un rally fulmineo in risposta all'entità dei pacchetti di stimolo e alle dichiarazioni categoriche provenienti dalle banche centrali circa la loro volontà di mantenere una politica monetaria accomodante per diversi anni. In effetti le condizioni sono particolarmente favorevoli per il protrarsi del mercato toro. In aggiunta alle politiche fiscali e monetarie in essere, l'anno scorso si sono concretizzati due altri sostegni alla crescita. In primis l'UE è finalmente riuscita a concordare una politica di bilancio unitaria, ovvero una svolta epocale al fine di scongiurare il rischio di un'altra crisi europea. In secondo luogo, il blocco dei paesi asiatici ha gestito la crisi decisamente meglio rispetto all'Occidente sia in termini di salvaguardia

della sua economia che sul lato della salute pubblica. Sembra che quest'area geografica possa crescere vigorosamente, seppur in presenza di una performance in tono minore degli Stati Uniti e dell'Europa. Queste regioni economiche più dinamiche possono divergere dall'Occidente, ma in ogni caso stanno assicurando un robusto sostegno alla crescita globale. L'insieme di tali condizioni rappresenta un humus ideale per l'emergere di bolle nei titoli azionari; sembra evidente che in alcuni segmenti tale trend sia già una realtà, con alcuni comparti del settore tecnologico statunitense a rappresentare l'esempio più lampante. Le bolle finiscono sempre per scoppiare, tuttavia è impossibile identificare la tempistica di tale fenomeno anche per la loro tendenza a spingersi ben oltre l'orizzonte temporale ritenuto plausibile. Occorre una buona dose di consapevolezza da parte degli investitori, ciò nonostante vi sono molti altri segmenti del mercato con buone prospettive.

In un'ottica più a lungo termine, ci sono delle ripercussioni che gli investitori devono iniziare a valutare, partendo in primo luogo dall'inflazione. L'enorme iniezione di liquidità e la spesa da parte dei governi verosimilmente alimenteranno l'inflazione. Quasi sicuramente nel prossimo decennio l'inflazione si attesterà a un livello più elevato rispetto al tasso osservato nell'arco degli ultimi quarant'anni. A ogni modo, già sussistevano un insieme di forze strutturali atte ad alimentare un aumento dei prezzi più vigoroso, vale a dire: un allentamento della globalizzazione; politiche fiscali e monetarie espansive; un riorientamento della tecnologia, con una transizione da forza destabilizzante a creatrice di monopoli; un riposizionamento della politica verso un atteggiamento più favorevole al lavoro con un conseguente incremento dei salari; in ultimo, la variante demografica. Lo stock di debito che si è accumulato negli ultimi anni inoltre rende seducente un ricorso all'inflazione da parte dei governi, dato che storicamente gli stessi hanno fatto ricorso all'aumento dei prezzi per alleggerire il peso del rifinanziamento del debito. Di conseguenza l'interrogativo diventa il seguente: con quale rapidità l'inflazione farà il suo ritorno? Qualora dovesse risalire a un tasso del 4-5% nei prossimi due anni, tale dinamica risulterà molto negativa per le asset class finanziarie e sotto il profilo della stabilità sociale. Tuttavia, se dovesse avanzare soltanto in maniera graduale nei prossimi anni, in tal caso potremmo assistere a un revival dell'età dell'oro keynesiana che ha egemonizzato il periodo dalla fine degli anni '40 fino alla metà degli anni '60, una fase storica caratterizzata da un livello elevato di crescita e occupazione. Tale scenario è plausibile poiché i divari dal PIL potenziale sono così ampi uscendo dalla "fase" Covid che risulta arduo identificare da quale fonte si innescherà l'inflazione. C'è una solida possibilità di sperimentare una vigorosa crescita accompagnata da un'inflazione sotto controllo. Tale periodo potrebbe protrarsi per un decennio o anche più. Ciò che risulta singolare allo stato attuale è la rilevante preoccupazione espressa da molti commentatori sul tema dell'inflazione, senza tuttavia quasi alcun accenno alla possibilità di essere prossimi all'ingresso in una fase espansiva di lungo termine, mentre i mercati finanziari sembrano completamente incuranti dell'inflazione, benché stiano iniziando a scontare la crescita a più lungo termine.

I prossimi nove o dodici mesi rappresenteranno un momento cruciale. Qualora si registrasse un ritorno della crescita e in presenza di un aumento tenue e non allarmante dell'inflazione, in tal caso il clima di fiducia nei mercati finanziari si stabilizzerà verso la prospettiva di una rapida espansione economica accompagnata da un livello basso di inflazione. Ci sono molti temi che possono accendere l'entusiasmo dei mercati, quali le rivoluzioni nel campo dell'energia e dei trasporti che si stanno materializzando. A livello globale i mercati potrebbero iniziare a focalizzarsi maggiormente

sull'area asiatica, alla luce del suo ritorno alla normalità avvenuto in tempi più rapidi rispetto ai paesi occidentali. In presenza di un'abbondante liquidità e copiose misure di stimolo, le valutazioni possono aumentare a livelli molto più elevati rispetto a quelli osservati in passato, nella misura in cui si registra un incremento dei rapporti P/E. L'inflazione costituisce il principale fattore di rischio in tale prospettiva di mercato. Se dovessero emergere segnali di una crescita dei prezzi decisamente sostenuta, tale dinamica sancirebbe la fine di un'era che perdura dai primi anni '80. Per diversi decenni le quotazioni delle obbligazioni e delle azioni sono state determinate tenendo conto del fatto che i prezzi sarebbero stati relativamente stabili. Se l'inflazione registrasse un forte aumento il paradigma descritto in precedenza andrebbe rivisto in maniera integrale; tuttavia, per i prossimi mesi i mercati dovrebbero beneficiare di un mix composto da un'enorme liquidità e da un'economia in ripresa.

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