

RASSEGNA DEGLI INVESTIMENTI

Q1 2021

Scritto da James Macpherson

RASSEGNA TRIMESTRALE DEGLI INVESTIMENTI

“Attualmente, le obbligazioni non sono appetibili. Riuscite ad immaginare che il reddito recentemente ricavabile da un titolo del Tesoro USA a 10 anni, il cui rendimento era pari allo 0,93% a fine anno, ha subito un calo del 94% rispetto al settembre 1981, quando il rendimento veleggiava sul 15,8%? In alcuni paesi importanti e di grandi dimensioni, come la Germania e il Giappone, gli investitori ottengono un rendimento negativo su trilioni di dollari di debito sovrano. A livello mondiale, gli investitori nel reddito fisso, siano essi fondi pensione, società assicurative o semplici pensionati, sono posti di fronte a un futuro a tinte fosche.”

Warren Buffett, Relazione annuale agli azionisti di Berkshire Hathaway, 01/03/2021

I mercati azionari hanno registrato solide performance nelle prime sei settimane del primo trimestre 2021, prima di incorrere in una flessione. In maniera molto più radicale, i mercati obbligazionari hanno subito una drastica contrazione. Per esempio, il rendimento del Treasury USA a 10 anni è salito dallo 0,91% fino a quota 1,74%, mentre sul Bund tedesco di pari scadenza si è osservata una crescita dal -0,57% al -0,29%. Parliamo di variazioni imponenti, che avvengono in mercati dalle dimensioni immense. Per completare il quadro, le materie prime industriali hanno ottenuto risultati positivi, in particolare quelle relative all'ampliamento delle infrastrutture per le energie rinnovabili. Il dibattito in tema di investimenti è stato egemonizzato dall'efficienza in capo ai paesi nell'implementazione dei vari vaccini e dai timori legati all'inflazione, alla luce dei primi segnali sul versante delle riaperture delle attività commerciali e della reazione verso le straordinarie misure di stimolo messe in campo dai governi e dalle banche centrali. I mercati obbligazionari saranno gli osservati speciali, per ciò che concerne la loro reazione all'andamento dell'inflazione. Se l'apertura delle economie dovesse generare solo un transitorio aumento dei prezzi, in quel caso i settori cresciuti prima dello scoppio della pandemia dovrebbero continuare a svilupparsi. Tuttavia, se l'inflazione dovesse registrare un incremento superiore alle attese evidenziando anche segnali di permanenza nel tempo, in tale circostanza molte asset class sarebbero oggetto di rivalutazioni. Gli stessi mercati obbligazionari continuerebbero il loro trend ribassista, così come quegli asset il cui prezzo è in funzione dei titoli obbligazionari. D'altro canto, potremmo assistere a un ulteriore rafforzamento dei fanalini di coda dell'ultimo decennio, come il settore finanziario e quello delle materie prime.

Secondo le stime, in risposta alla crisi pandemica, nel 2020 più di 20 trilioni di dollari di debito si sono conglobati nel sistema mondiale. Il debito globale complessivo ad oggi si attesta a 281 trilioni di dollari, l'equivalente del 355% del PIL mondiale. La portata delle misure di sostegno è straordinaria. Negli Stati Uniti, la spesa pro capite riferita al debito ha toccato quota 12.600 dollari l'anno scorso; ponendo il New Deal di Roosevelt come termine di paragone, le stime indicano un ammontare pari a 5.200 dollari di spesa nell'arco di otto anni. Questi dati non includono il recente pacchetto da 1.900 miliardi di dollari promosso dal presidente Biden, a cui si aggiunge l'ultimo l'annuncio relativo alla presentazione di un piano da 3 miliardi. Il suddetto pacchetto da 1.900 miliardi include l'invio di un assegno da 1.400 dollari a beneficio di quasi tutta la popolazione. Il piano proposto dal presidente punta su un quantitativo ingente di spesa per le infrastrutture. Nel frattempo, il lockdown ha fatto crescere il tasso di risparmio ed è logico supporre che lo stesso diminuirà nel momento in cui le persone saranno libere da restrizioni e di nuovo in grado di procedere alle spese. Se negli Stati Uniti il tasso di risparmio ritornasse ai valori pre-Covid, si renderebbe disponibile un trilione di dollari, ovvero il 4,7% del PIL. Questo livello delle misure di stimolo incrementa il rischio di inflazione. L'attuale contesto è diverso rispetto al periodo post-crisi del 2008, quando le banche erano impegnate sul fronte della

riduzione del rischio presente nei loro bilanci ed erano chiamate a incrementare le loro ponderazioni relative ai titoli di Stato. Gli ingenti programmi di QE hanno creato trilioni di dollari, emessi dalle banche centrali e a loro volta assorbiti dalle banche commerciali, con l'effetto di sterilizzare l'impatto inflazionistico. La liquidità è rimasta parcheggiata in riserve eccedentarie, ingabbiando l'inflazione nei mercati delle attività. Ad oggi però la disponibilità monetaria eccedente si trova nei conti delle famiglie e nei bilanci dei governi ed è destinata ad essere oggetto di spesa; tale liquidità troverà sbocco nell'economia reale ed il suo impatto sarà molto più probabilmente a carattere inflazionistico. Oltre a ciò, le vicende del 2020 hanno fatto sì che le imprese evitassero delle spese in conto capitale non necessarie o di mantenere le scorte a livelli elevati, motivo per cui l'impatto della domanda sarà immediato. Inoltre, le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno innescato una pressione supplementare, con un riposizionamento delle supply chain in base a logiche che esulano dal fattore "costo". Metà della produzione mondiale di chip semiconduttori avviene a Taiwan, e a fine marzo il blocco fortuito del canale di Suez per mano di una nave portacontainer ha messo a nudo il grado di fragilità insito nelle direttrici di approvvigionamento. Tutto ciò ha avuto luogo nel periodo in cui il mercato ha compresso tutte le qualità difensive del reddito fisso, spingendo i tassi a livelli estremamente bassi. La frase di Buffett ripresa nell'incipit di questa rassegna andrebbe considerata alla luce del fatto che la maggior parte dei risparmi delle persone è collegata in via diretta al mercato obbligazionario, o indirettamente tramite titoli azionari o il settore immobiliare, i cui prezzi sono fortemente influenzati dal trend dei tassi di interesse. Nonostante queste preoccupazioni le imprese hanno continuato a beneficiare di un contesto favorevole. All'inizio di marzo la compagnia aerea easyJet è stata in grado di procedere con un'emissione obbligazionaria pari a 1,2 miliardi di euro al tasso dell'1,875%, in una fase in cui l'operatività si limita solamente al 10% della capacità standard.

Un livello così basso dei tassi di interesse ha causato una serie di distorsioni. Un quantitativo enorme di liquidità e rendimenti pressoché impercettibili sui titoli obbligazionari e sul denaro liquido hanno spinto le valutazioni di alcuni asset verso livelli di allarme. A un certo punto la società di software Snowflake era scambiata a 155 volte i relativi ricavi previsti per il 2021 (qualsiasi valore superiore a 10 volte è ritenuto eccessivo) raggiungendo così una capitalizzazione di mercato pari a 92 miliardi di dollari. Un dato stravagante alla luce di quanto la stessa società dichiarava nel suo prospetto dello scorso settembre, ovvero che il mercato totale disponibile si attestava a quota 81 miliardi di dollari. Molte società sono state scambiate a valori ben superiori a dieci volte le relative vendite annuali; ciò significa che le stesse necessitano di un costante successo pluriennale per giustificare le loro attuali valutazioni. La storia ha dimostrato che valutazioni così elevate sono raramente sostenibili; spesso i tassi di crescita registrano un calo, oppure le normative o il fisco compromettono le prospettive di profitto. Questo assunto vale soprattutto per un settore destabilizzante come quello tecnologico. Nell'ultima grande bolla borsistica avvenuta all'inizio del nuovo millennio, se da un lato il mercato aveva indovinato nell'identificare in internet il fattore egemone del futuro, le sue previsioni erano risultate meno precise nell'individuare quali società avrebbero tratto il maggior vantaggio. Nel 2000 Facebook non esisteva mentre Google era agli esordi, Amazon si limitava a vendere libri e Netflix era una società di noleggio video. Molte società leader di quell'epoca non esistono più. Non è escluso che Tesla, analogamente a quanto accadde per i pionieri dei pc come Atari, dia origine al mercato salvo poi esser sopravanzata. Se assisteremo a una ripresa della crescita globale accompagnata da livelli più elevati dei tassi di interesse, muteranno anche le condizioni sul lato delle società tecnologiche, con un indebolimento degli utili e persino delle vendite. Gli investitori saranno attratti da società con attività floride che trarranno beneficio dalla ripresa economica; sin dai primi annunci sull'efficacia dei vaccini dello scorso novembre, questa asserzione si è rivelata sempre più evidente.

Occorre esercitare una certa cautela nella riallocazione degli investimenti, dai titoli growth a quelli value, basandosi sulla premessa delle riaperture delle attività. Molti titoli value hanno accumulato debiti ingenti e potrebbero trovarsi nelle condizioni di reperire capitali. Più persistenti saranno le ondate pandemiche e le varianti del Covid, maggiori saranno le conseguenze negative sul versante delle imprese e il venir meno del sostegno monetario sarebbe deleterio. La maggior parte delle suddette imprese deve dimostrarsi in grado di sfruttare le tecnologie digitali. Tuttavia, gli investitori sono stati condizionati dall'assunto della debole crescita duratura; se questo mantra si rivelerà errato, avremo di fronte a noi delle opportunità. Se le attuali gigantesche misure di stimolo dovessero alimentare una crescita e un'inflazione più sostenuta, la sicurezza delle obbligazioni e dei titoli "bond-proxy" avrà un appeal minore e gli investitori saranno attratti da settori più ciclici caratterizzati da valutazioni molto più a buon mercato. Le società appartenenti a tali settori hanno introdotto rilevanti tagli ai costi per uscire indenni dalla crisi pandemica, di conseguenza sono pronte a trarre beneficio da un'eventuale ripresa sul fronte dei ricavi. In quest'ultimo anno il lockdown ha limitato il raggio d'azione dei consumatori, motivo per cui, in vista delle riaperture, la quantità di domanda rimasta ingabbiata potrebbe trovare uno sfogo quasi incontrollato. I mercati al di fuori degli Stati Uniti trarrebbero vantaggio in maniera sproporzionata da una ripresa ciclica. Le opportunità offerte dall'Asia sul versante delle valutazioni appaiono solide come mai negli ultimi dieci anni. Il Giappone è forse il mercato maggiormente orientato verso la ripresa globale. Al suo interno vi sono società leader a livello mondiale collegate alla crescita dinamica della regione Asia-Pacifico. Il suo comparto aziendale è diventato molto più disciplinato e le imprese stanno evidenziando una redditività molto più marcata. L'indice del Sol Levante ha infranto livelli mai raggiunti negli ultimi tre decenni; nonostante ciò, rimane il mercato azionario più conveniente su scala mondiale.

Le materie prime stanno ottenendo solide performance e diversi trend offrono un robusto sostegno. Le stesse sono palesemente dei beneficiari di una maggiore crescita. Fino a poco tempo fa le commodities avevano registrato risultati deludenti, nell'arco temporale degli ultimi dieci anni. In seguito alla crisi del 2008, la crescita è stata debole e l'offerta si era andata accumulando in epoca anteriore alla crisi grazie al boom della Cina. Più recentemente, il movimento ambientalista ha posto alcuni limiti alla produzione. La spesa in conto capitale è ai minimi da vent'anni mentre la domanda è in ascesa. Una parte sostanziale del nuovo piano promosso da Biden è destinato al riammodernamento delle infrastrutture statunitensi. La Cina ha annunciato progetti riguardanti il raddoppio del suo sistema ferroviario entro il 2035 e la costruzione di 162 aeroporti. Tutto ciò necessiterà un apporto di materie prime, e lo stesso vale per l'impulso verso le energie rinnovabili. La nuova economia green non può prescindere dalle materie prime, in quanto per poter operare ha bisogno di significative quantità di rame, litio, cobalto e terre rare. I titoli azionari legati alle energie rinnovabili sono scambiati a multipli elevati delle loro vendite, tuttavia le società di ricerca responsabili per il loro sviluppo presentano valutazioni molto basse. A un certo punto la capitalizzazione di mercato di Tesla ha superato quella di tutti i gruppi minerari quotati, un dato che appare paradossale. Questo comparto industriale è a buon mercato, ma nel contempo offre un percorso verso la decarbonizzazione. Anche la tecnologia sta svolgendo un ruolo. Si registra una crescente richiesta proveniente dalle giovani generazioni in termini di società che "dimostrino" di attenersi alle buone prassi etiche. I prodotti finiti dovranno mostrare mediante supply chain digitalizzate la provenienza dei loro beni fino ad individuare la miniera da cui ha avuto origine la produzione delle materie prime. I gruppi minerari colpevoli di corruzione, pratiche nocive o inquinamento saranno boicottati. Questo approccio ESG aumenterà radicalmente il costo della nuova capacità produttiva, e il tempo necessario per portarla sul mercato, in una fase in cui è sempre più arduo trovare nuovi giacimenti. I produttori di materie prime dovranno impegnare delle risorse finanziarie per mantenere un contesto non inquinante tanto quanto per espandere i volumi. Queste restrizioni sul lato del mercato hanno implicazioni inflazionistiche.

Quest'anno l'incertezza è passata dalla preoccupazione legata al contenimento del Covid verso i timori connessi all'inflazione, nella misura in cui le riaperture liberano uno stock di liquidità ingente all'interno di un sistema economico vivace. Se le riaperture non dovessero rafforzare il virus, potrebbero porre in discussione l'attuale politica improntata a un colossale stimolo eccedente. Gli investitori andranno alla ricerca di società che traggono vantaggio da questo scatto sul versante della crescita economica; potenzialmente, potremmo assistere anche a un ridimensionamento dei segmenti più difensivi, come nel caso dei titoli obbligazionari. Allo stesso modo, in caso di recrudescenza del Covid, gli investitori si riposizioneranno in direzione dei suddetti strumenti difensivi, con ripercussioni in senso negativo per le azioni cicliche. Lo stock-picking attuato in maniera selettiva è più che mai indispensabile e gli investitori sono sottoposti a prolungati livelli elevati di incertezza.

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