

# OVERVIEW SUI MERCATI FINANZIARI NOVEMBRE 2021

---



## INFLAZIONE O DEFLAZIONE

---

Pietro Andrea Cioffi 

[pietro.cioffi@extrafid.ch](mailto:pietro.cioffi@extrafid.ch)



Membro Associazione Svizzera  
di Gestori di Patrimoni (ASG)

## INTRODUZIONE

---

Come vi ho raccontato nel mio ultimo report, nei mesi scorsi abbiamo sempre visto un Powell molto accomodante, in quanto, a mio avviso, la sua principale preoccupazione era essere riconfermato da Biden.

Nei mesi precedenti la sua riconferma ha sempre ripetuto che l'inflazione sarebbe stata transitoria e, visto che la sua convinzione stava diventando difficile da sostenere, si è addirittura spinto fino alla ridefinizione del significato di transitorio.

Ora che è stato riconfermato Presidente della FED ha finalmente ammesso che forse si stava sbagliando e che l'inflazione sarà più duratura di quanto lui si aspettasse.

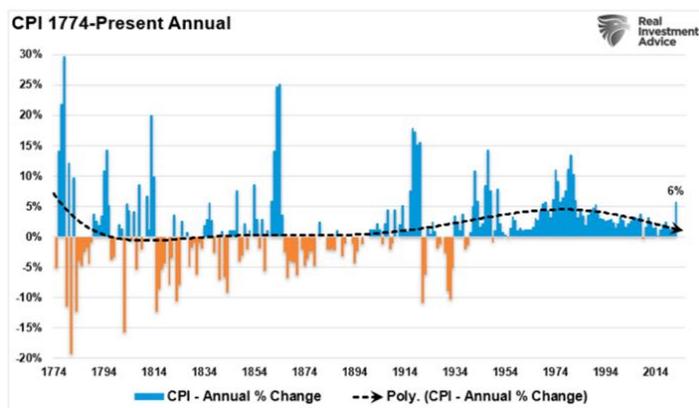
"È un buon momento per la Fed per ritirare la definizione 'transitoria' per l'inflazione", ha infatti affermato Powell il 30 novembre u.s.

Io invece sono sempre più convinto della bontà delle tesi di alcuni economisti che ritengono l'attuale inflazione un fuoco di paglia più dovuta alla speculazione che a problematiche di prezzo strutturali.

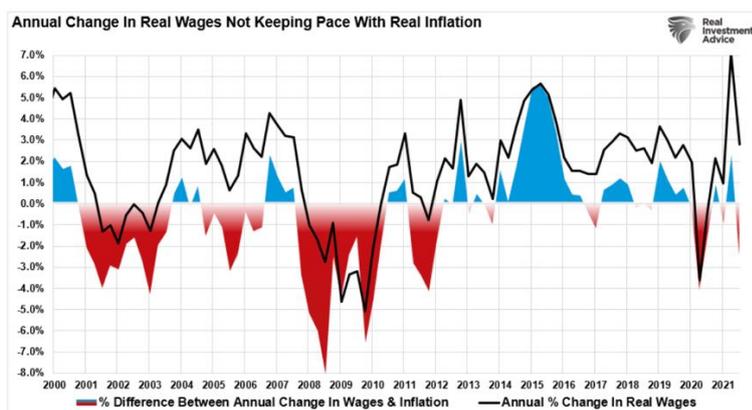
Powell nei prossimi mesi deve fare molta attenzione a non commettere un grave errore nella gestione dei tassi, un incremento dei quali potrebbe assestare un colpo mortale ad un'economia già in difficoltà.

Questo è il rischio più grande attualmente sui mercati: un errore di politica monetaria e/o fiscale commesso più per assecondare i desiderata dei politici piuttosto che decisioni prese sulla base di dati e analisi scientifiche.

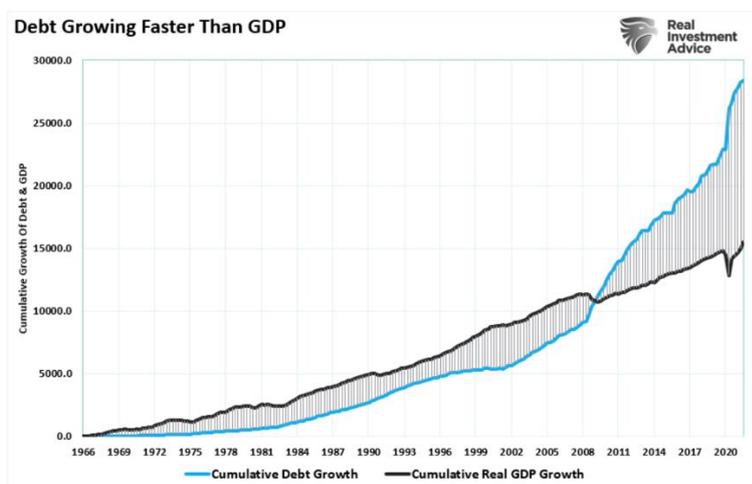
In effetti negli ultimi anni la traiettoria dell'inflazione è cambiata e il tasso di variazione annuo indica una rilevante tendenza deflazionistica a lungo termine (vedi figura).



In molti dei report degli ultimi mesi ho sempre riportato le tesi di molti studiosi che affermano che senza un adeguato riallineamento dei salari al tasso di inflazione (vedi figura) i consumi si contrarranno contribuendo alla tendenza deflazionistica.



Negli ultimi quattro decenni, quando la Fed ha agito per raggiungere il suo obiettivo di “piena occupazione e prezzi stabili”, ha portato a un rallentamento economico, o peggio. La rilevanza del debito rispetto alla crescita economica è fin troppo evidente, **poiché richiede una quantità sempre crescente di debito per generare \$ 1 di crescita economica.** (vedi figura)



Il vero problema che si sta sempre più evidenziando è che i governi stanno continuamente facendo crescere il debito come se questo non fosse un grave problema ed invece:

*“L'eccessivo indebitamento agisce come una tassa sulla crescita futura ed è anche coerente con il concetto di “finanza Ponzi” di Hyman Minsky, secondo cui l'entità e il*

*tipo di debito aggiunto non possono generare un flusso di cassa per rimborsare capitale e interessi. Mentre il debito non ha portato all'instabilità sostenuta nei mercati finanziari prevista da Minsky, la lenta riduzione della crescita economica e del tenore di vita è più insidiosa.” – Dott.ssa Lacy Hunt*

Inoltre, le Banche Centrali si trovano oggi in quella che viene comunemente definita **la trappola della liquidità**; in pratica sono in grave difficoltà perché:

- Tassi di interesse sempre più bassi non riescono comunque a stimolare la crescita economica mentre un aumento dei tassi sarebbe un colpo mortale per molte imprese ma anche per molti Paesi eccessivamente indebitati;
- La continua pressione negativa sulle persone dovuta principalmente al Covid sta creando una psicosi che spinge le persone ad accumulare denaro in attesa di un evento negativo;
- Il continuo immettere denaro nel sistema non si sta riversando nell'economia reale ma la riduzione degli stimoli monetari potrebbe scatenare una reazione estremamente negativa dei mercati.

In pratica le Banche Centrali si stanno trovando sempre più nella pessima situazione che le loro politiche monetarie corrono il rischio di non esercitare più nessuna influenza sulla domanda e dunque sull'economia.

Non bisogna sottovalutare l'allarme lanciato dalla Presidente del FMI Kristalina Georgieva che in un suo recente intervento (2 dicembre) ha dichiarato:

*Potremmo assistere al collasso economico in alcuni Paesi, a meno che i creditori del G20 non accettino di accelerare le ristrutturazioni del debito e di sospendere il servizio del debito mentre le ristrutturazioni sono in fase di negoziazione", ha affermato in una nota la direttrice generale dell'Fmi, Kristalina Georgieva, aggiungendo che è fondamentale che anche i creditori privati offrano un contributo.*

In pochissime parole la Signora Georgieva ha detto che il debito di molti paesi emergenti è a rischio e quindi molti Bond High Yields di questi paesi, ma anche di aziende Zombie, aggiungo io, potrebbero saltare in aria.

## IL MERCATO

---

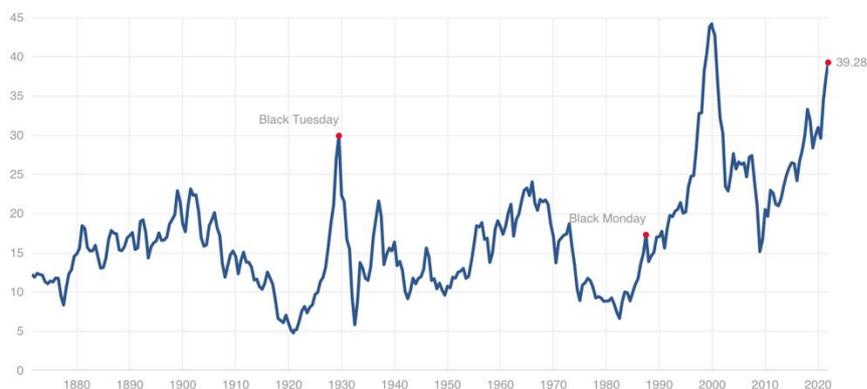
Se assumiamo che i mercati siano puri, corretti, neutri e non manipolati, possiamo fare affidamento su degli elementi la cui osservazione ci fa comprendere lo stato dei mercati stessi.

Queste osservazioni e le conseguenti valutazioni non sono sempre correlate nel breve periodo (sarebbe troppo facile), ma nel lungo periodo ritengo che siano molto affidabili.

Uno degli elementi da osservare è il P/E cioè il rapporto tra prezzi e utili di un'azione (o di un insieme di azioni – ad esempio un indice)

Ci sono dei momenti in cui questo indicatore ci dice che le azioni sono a buon mercato e quindi andrebbero comprate e altri momenti in cui questo indicatore ci dice che le azioni sono care e quindi andrebbero vendute o non comprate.

Nella figura che segue potete vedere questo indice, nello specifico l'indice "Shiller PE Ratio" aggiornato al 29.11.2021.



Il valore medio di questo indice, per tutti gli anni indicati in figura, è di 16,89; il massimo è stato raggiunto nel dicembre 1999 e valeva 44,19. Oggi questo indice vale 39,28, siamo quindi quasi ai massimi.

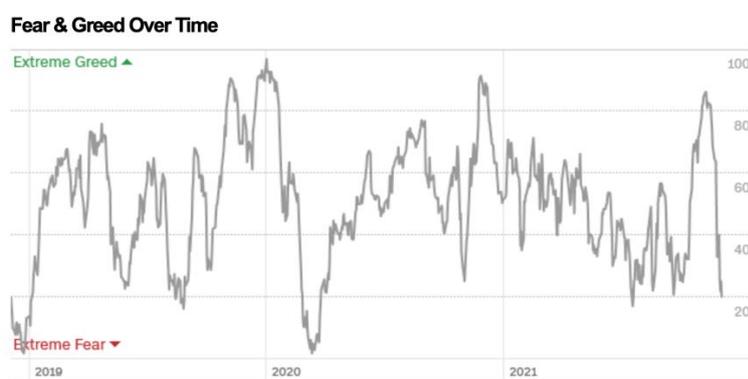
Semplificando molto, si può dire che quando questo indicatore raggiunge valori elevati possono succedere solo due cose:

- l'economia reale ha aspettative concrete di crescita futura, le aziende crescono di conseguenza, realizzano utili maggiori e quindi il rapporto si riequilibra avendo un denominatore maggiore.

- l'economia non cresce, le aziende non migliorano i loro utili e quindi il mercato corregge al ribasso per riequilibrare il rapporto con un numeratore inferiore.

Un altro indicatore molto significativo è l'indice che esprime la paura o l'euforia dei mercati; ne abbiamo già parlato in report precedenti ma vi ripresento il grafico per richiamare la vostra memoria (vedi figura successiva).

Nella figura trovate l'indice aggiornato al 03.12.2021.



Questo indice esprime il sentimento del mercato in un certo momento.

In pratica succede che, quando c'è molta euforia, i compratori si allontanano dal buon senso che dovrebbe guidarli e si comportano in maniera irrazionale. I compratori non sono solo quelli "professionali" ma spesso e soprattutto in America, nelle fasi di mercato irrazionale operano principalmente i "traders retail" cioè i piccoli investitori che poco sanno/capiscono dei mercati.

Venerdì, ad esempio, quando i mercati sono scesi in modo brusco, le operazioni erano in larga parte eseguite da "non professionali".

Quando il mercato diventa euforico e irrazionale è abbastanza ovvio che in tempi più o meno vicini debba correggere (in figura lo si vede molto bene).

Ecco perché nel mio report di fine ottobre avevo previsto che entro qualche settimana si sarebbe verificata una correzione che poi effettivamente si è verificata in questi giorni.

Dopo venerdì 26 novembre tutti si sono precipitati a raccontare che la correzione del mercato era dovuta alla variante Omicron del Covid.

La variante Omicron, se si vanno a leggere i dati di fonti ufficiali ma soprattutto scientificamente qualificate, ha finora manifestato conseguenze piuttosto blande e soprattutto è molto lontana dalla gravità del Covid iniziale e della variante delta. Per cui perché tanto allarmismo?

Quest'anno, nel mondo sono successe cose molto più gravi della variante Omicron, eppure i mercati non hanno mai reagito negativamente, anzi quasi sempre ogni cattiva notizia si trasformava in una buona notizia per i mercati.

Penso quindi che la variante Omicron sia stata solo una scusa per far correggere i mercati, forse per mandare qualche segnale alle Banche Centrali che continuano ad annunciare aumenti di tassi sempre più vicini, aumenti che il mercato non vuole.

Tenete presente che quando noi parliamo di mercati pensiamo sempre a qualcosa di effettivamente corretto, guidato dalle leggi di mercato, fondamentalmente dalla domanda e dall'offerta; dobbiamo invece tenere presente che nel mercato operano dei colossi che dovrebbero seguire le regole ma che invece preferiscono dettarle.

Spesso il mercato è distorto da questi comportamenti.

Ho sempre sostenuto che gli analisti che fanno previsioni si sono spesso dimostrati poco indovini.

Vi ricordate cosa diceva a proposito Galbraith? Il premio Nobel diceva che: "l'unica funzione delle previsioni economiche è quella di far apparire rispettabile perfino l'astrologia".

Sostengo anche che coloro che a posteriori cercano di accoppiare "causa con effetto" fanno un esercizio alquanto banale e per lo più intellettualmente scadente.

Ad esempio, se andate a rileggervi le previsioni di inizio 2021 delle principali firme nel mondo della finanza, troverete che molti prevedevano un dollaro sempre più debole, ad esempio la Goldman Sachs prevedeva il dollaro a 1,25 per il 2021.

Ho sempre scritto nei miei report che non capivo per quale ragione il dollaro si sarebbe dovuto indebolire vista l'elevata domanda di dollari nel mondo, ed infatti il dollaro non si è affatto indebolito, anzi si è notevolmente rafforzato scendendo da 1,22 di inizio anno fino a circa 1,12 alcuni giorni fa. Stiamo parlando di circa l'8% di guadagno!

Un altro esempio molto importante, vista l'estrema rilevanza del suo autore, è la previsione fatta da Jamie Dimon (Presidente e CEO di JP Morgan, la più grande Banca Americana) in cui nel 2018 prevedeva tassi americani a lungo termine sopra il 4%. Non

solo questo valore è sempre stato molto lontano dai valori che abbiamo visto in questi anni ma addirittura la curva dei tassi a 30 anni si sta appiattendendo proprio in questi giorni. Altro che tassi in salita .....

Sapete quanto ha guadagnato Dimon nel 2020? Ben 31,5 milioni di USD! Nel 2019 ha affermato: “sono molto preoccupato per le diseguaglianze”! Io credo che sia più preoccupato per gli 1,8 miliardi di dollari del suo patrimonio personale che per le diseguaglianze.

A cosa servono le previsioni? Molto umilmente penso a nulla.

Nonostante io non creda nelle previsioni nel mio report di ottobre avevo comunque affermato, sulla base di analisi di dati concreti, che una correzione dei mercati era imminente. Mi basavo principalmente sullo studio dei dati delle otto componenti dell'indice Fear and Greed.

La correzione che avevo immaginato è iniziata il 26 novembre u.s. (passerà alla storia come la correzione del Black Friday) e non è ancora finita. I mercati sono ancora piuttosto turbolenti. Guardate nella figura sotto il grafico dell'ultimo mese dell'indice S&P 500.



Negli ultimi 5 giorni il mercato ha perso oltre il 4%.

Io credo che avremo ancora una settimana di turbolenza e poi potrebbe succedere che parta il rally di fine anno portando lo S&P a nuovi massimi.

È una situazione che conviene a tutti. A partire dai politici, passando per le banche centrali e finendo ai grandi colossi finanziari i cui manager hanno i bonus legati alle performance di fine anno.

Riprendendo il tema delle previsioni e dell'inflazione galoppante è divertente notare come le previsioni di un mese fa sul prezzo del petrolio:



si sono schiantate contro la realtà di un mercato molto pragmatico che in previsione di nuovi lockdown e di un'economia che torna a chiudersi capisce che la domanda di petrolio potrebbe tornare a stagnare. Infatti, il petrolio è crollato di circa il 20% in poco tempo (vedi grafico sotto).

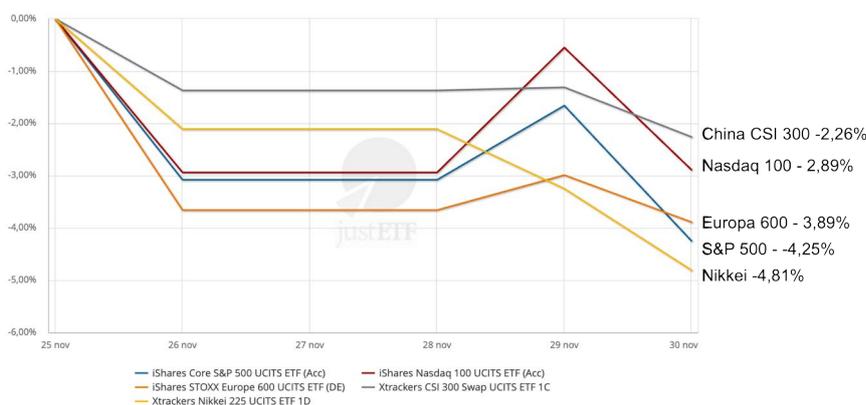


## ANALISI DELLE PRINCIPALI COMPONENTI DEL MERCATO

### Componente azionaria:

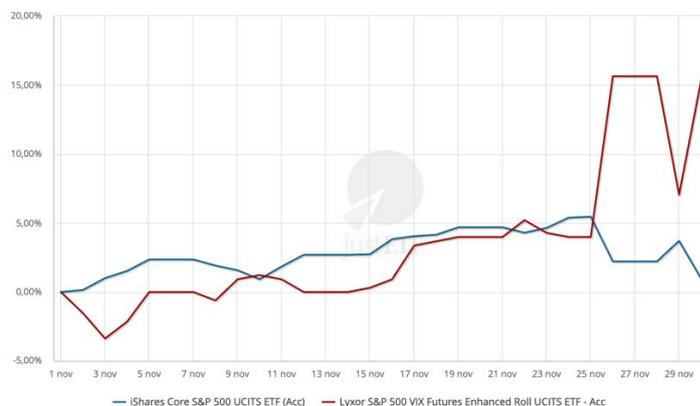
Nell'ultima settimana di novembre i principali indici azionari mondiali hanno messo a segno performance negative (vedi grafico dei relativi ETF nella fig. successiva).

Particolarmente negativi il Giappone e lo S&P 500.



Era circa ormai da più di un anno che l'indice principale di riferimento (S&P 500) non sperimentava una discesa così importante in pochi giorni, discesa che ha raggiunto quasi il -5% il 1° dicembre. Possiamo quindi dire, secondo le definizioni del report di settembre, che lo S&P ha messo a segno un classico Pullback. Vi ricordo che dal 1945 a settembre ci sono stati 84 pullback per l'indice S&P; questo, quindi, è stato l'85°.

Nello stesso periodo la volatilità (VIX) è cresciuta significativamente; di seguito trovate in figura il confronto nel mese di novembre tra lo S&P 500 e il VIX:



## Componente obbligazionaria:

Per capire bene il comportamento della componente obbligazionaria di un portafoglio bisogna osservare attentamente l'andamento dei tassi dei treasury americani.

I tassi a breve vengono controllati dalla FED attraverso la determinazione dei tassi ufficiali mentre i tassi a lungo vengono fissati dal mercato secondo la legge della domanda e dell'offerta.

Occorre ricordare che, mentre per i mercati azionari qualche dubbio sulla sua purezza può anche venirci, il mercato dei treasury americani è un mercato praticamente perfetto, visto che non è manipolabile in quanto effettua oltre 4 trilioni di transazioni al giorno.

Il mercato dei Treasury oggi ci sta dicendo qualcosa di estremamente importante: a fronte di una inflazione dei prezzi al consumo maggiore del 6% negli USA, il rendimento dei Treasury Bond a 10 anni ha chiuso la scorsa settimana a 1,35%.

Sembrirebbe che gli investitori siano di colpo impazziti; sarebbero apparentemente contenti di vedere il loro capitale eroso dall'inflazione per ben il 5% all'anno.

Poiché il mercato dei treasury è uno dei più efficienti al mondo, probabilmente non è così e, visto che questo mercato ha sempre dimostrato nel tempo una certa capacità di prevedere e quasi sempre anticipa il futuro molto meglio delle previsioni degli analisti, questo vuol dire che questo mercato crede che effettivamente l'inflazione è transitoria e che i tassi sono destinati a scendere.

In pratica il mercato sta prezzando una ipotesi deflattiva nel medio-lungo periodo.

Nel mese di novembre, la componente obbligazionaria di un portafoglio bilanciato che detiene circa il 48% di etf obbligazionari ha contribuito alla performance globale per circa lo 0,6% vedi figura successiva.



Buona parte di questa performance è dovuta al rafforzamento della parte obbligazionaria denominata in USD visto che la valuta americana in un mese ha guadagnato circa il 2%.

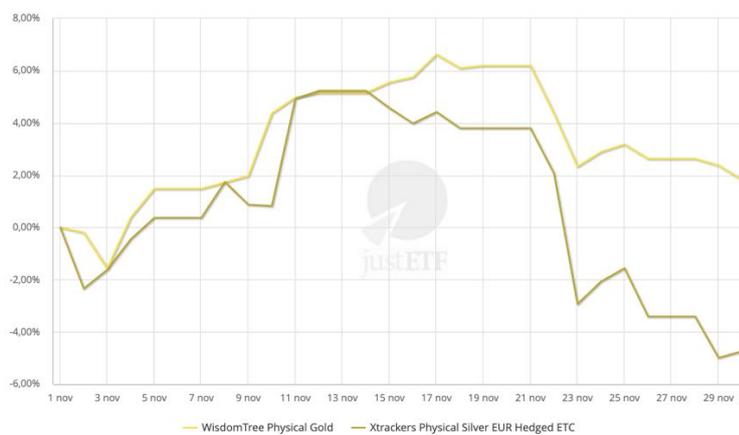
Grafico della performance del Xtrackers Fed Funds Effective Rate Swap UCITS ETF 1C



### Metalli Preziosi:

Continua il periodo altalenante dei metalli preziosi che nel mese di novembre hanno messo a segno performance contrastanti, l'oro ha messo a segno una performance positiva del 1,83% mentre l'argento ha avuto una performance negativa di -4,74%.

L'oro sotto i 1.800 dollari l'oncia può rappresentare una buona opportunità di diversificazione del portafoglio.



### Materie Prime:

Le materie prime che, nei primi mesi dell'anno, hanno avuto una notevole crescita (credo più per speculazione che per effettivo aumento dei prezzi dovuta ad una domanda sostenuta), nel mese di novembre hanno messo a segno una significativa correzione perdendo ben il 5,88%.

Grafico della performance del iShares Diversified Commodity Swap UCITS ETF



### Componente Real Estate:

Esiste sempre un rischio di bolla nella componente real estate che infatti non porta significativi cambiamenti nel mese di novembre.

Grafico della performance del SPDR Dow Jones Global Real Estate UCITS ETF



### Cambio EURO/USD:

Come detto in precedenza, da circa un anno molti analisti continuano a fare previsioni pessimistiche sul dollaro. Più volte la mia opinione è stata che il USD difficilmente si sarebbe indebolito oltre 1,2 perché la domanda di USD nei paesi emergenti è molto forte, anche perché il debito da restituire di questi paesi è prevalentemente in USD. Infatti, nel mese di novembre il dollaro si è rinforzato sensibilmente +2,27%.



## ANDAMENTO DEL PORTAFOGLIO MODELLO

Il mese di novembre, nonostante il pullback dell'ultima settimana, è stato archiviato con il nostro portafoglio modello che ha performato positivamente per 0,63%.



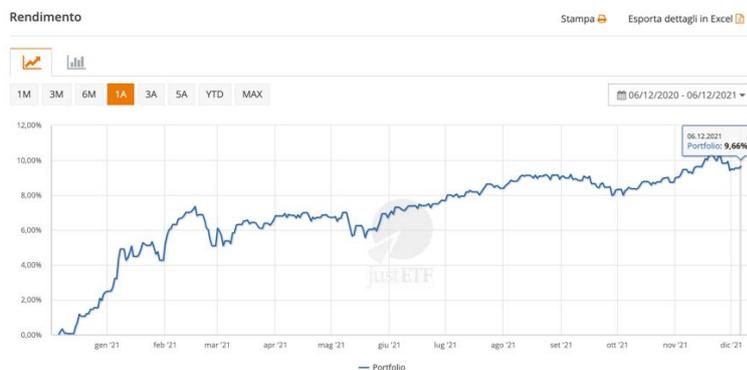
Come ho avuto modo di dire più volte nei mesi precedenti, la mia convinzione era di un mercato ipervalutato, e quindi, la mia impostazione è stata negli ultimi mesi alquanto prudente.

Prudenza che nei mesi precedenti ci ha penalizzato ma che ci ha permesso nel mese di novembre di battere il nostro benchmark, seppur di poco (+0,12%).

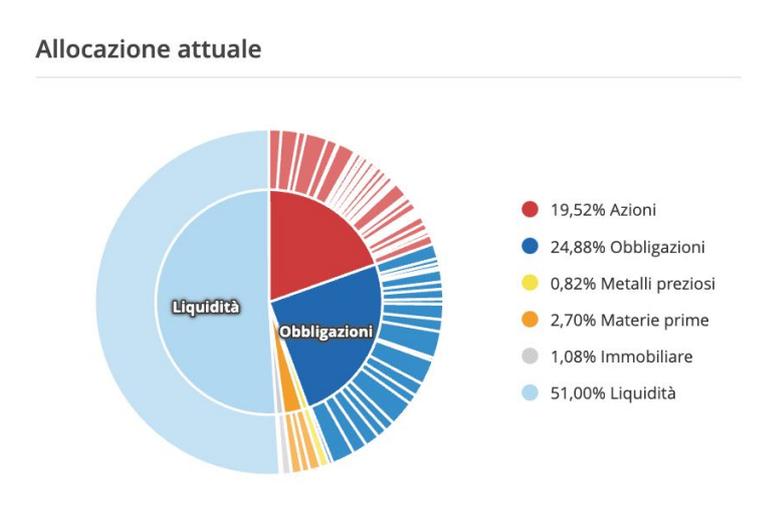
Ricordo che uno dei nostri obiettivi è di contenere la volatilità dei portafogli nel breve per raggiungere nel medio lungo gli stessi risultati del benchmark.



La performance di 12 mesi (1 dic 2020 – 30 novembre 2021) è stata molto soddisfacente (+9,66%) come si può dedurre dalla figura sottostante:



La composizione del portafoglio a fine novembre era la seguente:



Si può notare l'elevata quota di liquidità motivata da un atteggiamento conservativo nei confronti di un mercato che in effetti ha corretto abbastanza pesantemente negli ultimi giorni.

Attualmente, questa composizione si è modificata in quanto nei giorni scorsi abbiamo cominciato ad aumentare la nostra quota azionaria.

Come potete notare dalla figura successiva le varie asset class del nostro portafoglio modello hanno contribuito quasi tutte positivamente alla performance del mese tranne le materie prime che hanno perso quasi il 5%:



### Performance delle classi di attività

