OVERVIEW SUI MERCATI FINANZIARI DICEMBRE 2021

È DIFFICILE FARE PREVISIONI…… SOPRATTUTTO SUL FUTURO

NIELS BOHR – Scienziato Danese

Pietro Andrea Cioffi
pietro.cioffi@extrafid.ch

Extrafid SA - via Canova 9 - Lugano Tel. (091) 911 90 11

Membro Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni (ASG)

Extrafid SA
gestione patrimoniale

INTRODUZIONE

Non possiamo prevedere il futuro.

Se si potesse, gli indovini vincerebbero tutte le lotterie e gli analisti di banca, quelli che ci inondano di previsioni all'inizio di ogni anno, sarebbero tutti molto ricchi.

Ma loro non ci riescono, neanche noi possiamo, e quindi evitiamo di farlo.

Negli anni in cui ho insegnato strategia di impresa alla Università Cattolica di Milano, ho sempre detto ai miei allievi che definire una strategia, in base ad una previsione, è un esercizio alquanto rischioso; molto più utile invece disegnare dei possibili scenari alternativi e mettere a punto differenti strategie per ognuno degli scenari immaginati.

In questo modo, avendo n strategie definite a priori, è possibile essere molto veloci e adattivi, reagendo prontamente al verificarsi di diversi eventi.

In questo periodo siamo nella parte dell'anno in cui tutte le banche pubblicano le loro previsioni per i prossimi 12 mesi.

Vista la storia e vista la premessa direi che è essenzialmente un esercizio futile.

Dato che i mercati sono influenzati da un ampio spettro di input, dall'economia alla geopolitica, dalla politica monetaria delle Banche Centrali, dalle politiche fiscali dei Governi, dai tassi e da altri eventi finanziari, tutti fattori difficilmente definibili a priori, ogni previsione dovrebbe essere presa con un grado molto elevato di scetticismo.

A titolo di esempio vi porto due prospettive opposte tracciate da due rispettabili istituti.

La prima è la previsione di Goldman Sachs che prevede che lo S&P 500 raggiungerà a fine 2022 il valore di 5.100 (a fine 2021 circa 4.800).

In Goldman Sachs sono sempre molto coerenti, sono "rialzisti" per definizione. Essere rialzisti paga quasi sempre visto che i mercati sono positivi molto più spesso che negativi.

A volte può succedere di sbagliare, ad esempio Goldman Sachs ha sbagliato sia nel 2000 che nel 2008, ma chi se lo ricorda?

Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Extrafid SA
gestione patrimoniale

In ogni caso, oggi Goldman Sachs prevede che nel 2022 l'indice S&P salirà del 9% proiettando un rendimento globale, compresi i dividendi, di circa il 10%.

Il razionale che sta alla base di questa previsione è che secondo gli analisti di Goldman la crescita degli utili societari continuerà anche nel 2022.

Loro prevedono un EPS (utili per azione) in crescita del 8% nel 2022, del 4% nel 2023 il che porterebbe, sempre secondo loro, ad una crescita dell'indice del 9% nel 2022 e del 5% nel 2023.

La seconda previsione è di Morgan Stanley.

Morgan Stanley dice che lo S&P chiuderà il 2022 intorno ad un valore di 4400 con un calo rispetto ai valori di fine 2021 di circa l'8%.

Come potete vedere esattamente due facce della stessa medaglia. Goldman dice che il mercato salirà di circa l'8%, Morgan dice che scenderà di circa l'8%.

L'analista di Morgan, Mike Wilson, prevede una significativa riduzione degli utili societari a causa della pressione dei prezzi alla produzione, dei problemi legati alla supply chain internazionale, dei problemi di offerta e dell'incertezza fiscale/politica.

Lui ritiene che le valutazioni siano molto alte con un P/E vicino ai massimi degli ultimi 20 anni.

Immagina anche un aumento dei rendimenti obbligazionari che renderebbero meno attrattive le azioni.

Chi avrà ragione?

Lo scopriremo solo il 31.12.2022.

BUON ANNO!

Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Extrafid SA
gestione patrimoniale

SCENARI

Attualmente stiamo assistendo a dinamiche che il mercato non vedeva da oltre 70 anni.

Come si sono comportati storicamente i mercati azionari in periodi di alta inflazione e bassi tassi di interesse, simile a quello che stiamo vedendo oggi?

Ci è stato costantemente insegnato che dovremmo sempre ascoltare ciò che ci dicono i rendimenti dei titoli del Tesoro Americani (Treasury).

Quando l'inflazione è alta come oggi, ci dovremmo aspettare una delle due cose dai rendimenti del Tesoro:

- I rendimenti dei titoli di stato a lungo termine (il rendimento a 10 anni) salgono insieme al tasso di inflazione, il che suggerirebbe che i mercati obbligazionari stanno scontando un'economia sana,

  oppure

- I rendimenti dei titoli di stato a lungo termine (il rendimento a 10 anni) rimangono gli stessi o addirittura scendono, il che suggerisce che i mercati obbligazionari stanno scontando l'ipotesi di una recessione economica insieme a un crollo dell'inflazione.

Oggi, il rendimento a 10 anni rimane ostinatamente basso intorno all'1,5%, per cui, molti investitori credono che il prossimo anno sia probabile una recessione (o deflazione) per cui potremmo assistere a una significativa correzione del mercato azionario.

Tuttavia, oggi assistiamo a un fenomeno molto interessante, mai visto nei tempi moderni. L'inflazione è ben al di sopra dei rendimenti dei titoli del Tesoro a 10 anni, con conseguenti significativi "rendimenti reali" negativi.

È utile dare un'occhiata a questo grafico dall'anno 1990.

Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Come potete vedere l'inflazione è molto alta (riga color arancione), la più alta dall'inizio del grafico, eppure il rendimento dei titoli del Tesoro a 10 anni è intorno all'1,5%.

Questo confonde molti investitori che si chiedono:

- Ci stiamo dirigendo verso un ambiente deflazionistico?
- Stiamo andando in recessione?

Questo è un fenomeno molto interessante, che si è verificato solo 3 volte negli ultimi 120 anni negli Stati Uniti:

1. Durante la guerra civile
2. Durante e dopo la Prima guerra mondiale
3. Durante e dopo la Seconda guerra mondiale

La quarta volta sta accadendo proprio in questi mesi.

Un tuffo nella storia:

È molto facile per noi cadere nella trappola di supporre che le cose che sono state vere per oltre 20 anni siano state vere "per sempre" e "saranno ancora vere".

Questo è chiamato "bias di recency", in cui la nostra prospettiva del mondo è maggiormente influenzata da cose che sono accadute di recente che da cose che sono accadute a lungo nel passato (bias di primacy).

Quando pensiamo all'inflazione elevata, quelli di noi che erano già nel mondo del lavoro negli anni '70, ricordano bene quando l'inflazione elevata portò a rendimenti

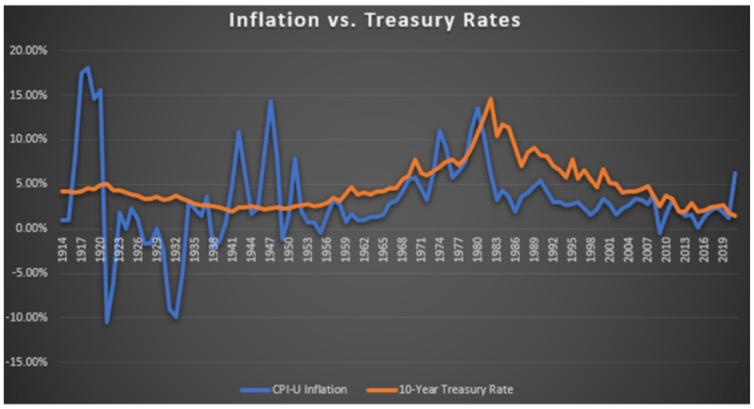
Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

elevati dei titoli del Tesoro; in effetti i titoli del Tesoro hanno quasi sempre avuto un rendimento più alto dell'inflazione.

È un periodo che molti di noi hanno vissuto in prima persona o che è stato vissuto dai nostri genitori. Quindi è un periodo abbastanza accessibile alla nostra memoria. Ma è sempre stato così?

No, non è sempre stato così, e se scaviamo nella storia scopriamo che:

- Dalla metà degli anni '50, abbiamo visto alcuni casi in cui l'inflazione è stata superiore al tasso del Tesoro a 10 anni, ma la differenza è stata risolta abbastanza rapidamente.
- Se andiamo più indietro nella storia, si possono vedere casi in cui l'inflazione è aumentata in modo significativo e il Treasury a dieci anni è rimasto basso per un lungo periodo di tempo. I "rendimenti reali" erano profondamente negativi come lo sono oggi. I due casi più evidenti riguardano la Prima e la Seconda guerra mondiale.



Quindi qual è il denominatore comune tra la Prima guerra mondiale, la Seconda guerra mondiale e oggi?

In tutti e tre i casi, per ovvie ragioni, il debito è salito a livelli insoliti.

Nei casi precedenti, i Governi, invece che frenare l'inflazione come ci ha detto recentemente Powell, hanno lasciato che l'inflazione facesse il suo corso per "sgonfiare" il debito nazionale.

Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Quindi non c'è da meravigliarsi se i rendimenti del Tesoro si rifiutano di salire più di quanto non siano oggi. In effetti, ciò che ci dicono i tesorieri è esattamente quello che è successo nel passato:

1. La Fed non può e non alzerà i tassi a breve. E se lo faranno, sarà un rialzo dei tassi irrilevante che avrà un impatto insignificante sull'inflazione.
2. Il governo continuerà a garantire un'elevata quantità di liquidità nel sistema finanziario. La bolla di liquidità rimarrà grande.

Come si sono comportati i mercati in periodi simili e cioè durante la prima e la Seconda guerra mondiale?

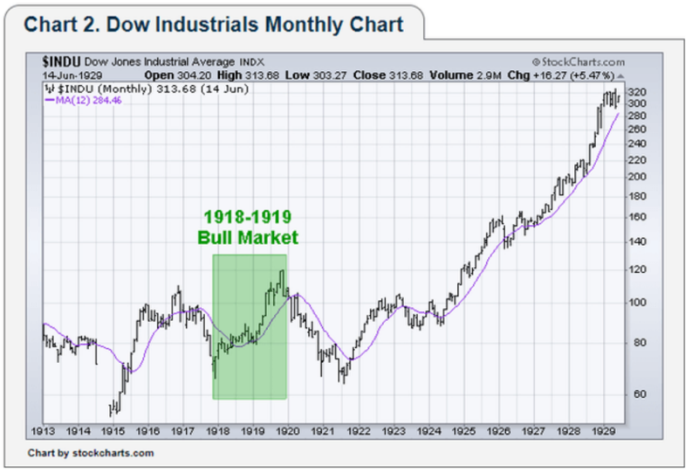
Per noi investitori è importante non solo essere consapevoli di ciò che sta accadendo nella situazione macroeconomica odierna, ma anche comprendere quale sarà il probabile esito per i mercati.

In questo caso, dobbiamo tornare ai periodi della Prima e della Seconda guerra mondiale e vedere come se la sono cavata le azioni durante i periodi di inflazione molto alta e rendimenti del Tesoro molto bassi:

Caso n. 1: Prima guerra mondiale (mercato dei tori del 1918-1919)

L'inflazione iniziò a crescere in modo significativo nel 1917, quando gli Stati Uniti furono formalmente coinvolti nella Prima guerra mondiale. L'inflazione è salita fino al 18% mentre il tasso del Tesoro a 10 anni è rimasto al 4,5%. L'inflazione rimase elevata fino al 1919.

Nonostante iniziali vendite significative alla fine del 1917, si è assistito a un grande mercato rialzista che ha attraversato il 1918 e il 1919 e il Dow Jones Industrial



Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

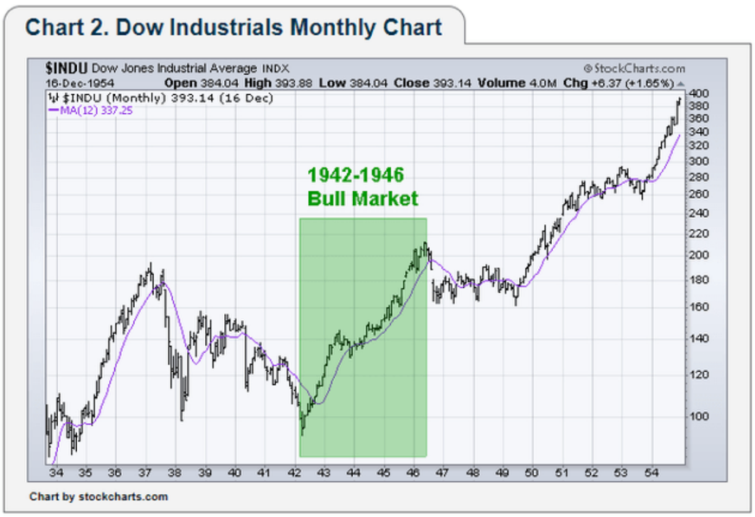
Average che raggiunse i massimi storici. Il mercato azionario crebbe dell'80% nel corso di due anni.

La festa terminò bruscamente nel 1920 quando l'inflazione divenne improvvisamente deflazione. Alcuni dei fattori più rilevanti che hanno avuto un impatto sulla recessione del 1920 sono stati:

- Il ritorno delle truppe dalla Prima guerra mondiale: il 1920 è stato caratterizzato da alti tassi di disoccupazione poiché le truppe che tornavano a casa dalla guerra facevano fatica a trovare lavoro.
- Recrudescenza dell'influenza spagnola: l'influenza spagnola è stata particolarmente brutale nella stagione 1919-1920, con il tasso di mortalità che è approssimativamente raddoppiato.
- Tassi di interesse in aumento: la Fed ha aumentato i tassi nel tentativo di combattere l'inflazione da dicembre 1919 a giugno 1920, dal 4,75% al 7%.

Caso n. 2: WW2 (Bull Market 1942-1956)

Dal 1942 al 1956, possiamo vedere diversi periodi in cui l'inflazione ha superato significativamente il tasso del Tesoro a 10 anni. In questo periodo di 14 anni, l'inflazione è stata in media superiore al 4%, mentre il tasso del Tesoro a 10 anni è stato in media del 2,5%. Nel frattempo, il DJIA (l'indice Dow Jones Industrial Average) registrò una media del +11% all'anno. Credo che questo sia il periodo più paragonabile alla nostra situazione odierna.



Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Extrafid SA
gestione patrimoniale

Il DJIA ha guadagnato il 120% dal 1942 al 1946, anche se l'inflazione ha superato il tasso del Tesoro a 10 anni per tre di quegli anni.

Il mercato "ribassista" dal 1947 al 1948 è forse meglio definibile un "consolidamento" in quanto si trattava di un pullback del 25% prima che il mercato continuasse a raggiungere nuove vette. Il mercato è salito di un altro 230% dal 1949 al 1956, anche se l'inflazione è salita al 7,9% nel 1951 e il Tesoro a 10 anni è rimasto intorno al 2,5%.

Nel 1953, l'inflazione aveva rallentato.

La combinazione di alta inflazione e bassi tassi del Tesoro si è rivelata molto vantaggiosa per gli azionisti. Il periodo è stato caratterizzato da bassa disoccupazione (inferiore al 5% dal 1942 in poi) e crescita economica poiché l'economia degli Stati Uniti si è surriscaldata sulla scia della Seconda guerra mondiale.

Torniamo ai giorni nostri.

La grande bugia sull'inflazione: la Fed non fermerà l'inflazione

Di recente, a giugno, la Federal Reserve prevedeva un tasso di inflazione PCE del 3,4% per il 2021. Tre mesi dopo ha aumentato tale proiezione fino al 4,2% per il 2021. Un mese dopo il loro incontro, l'inflazione PCE era del 5%.

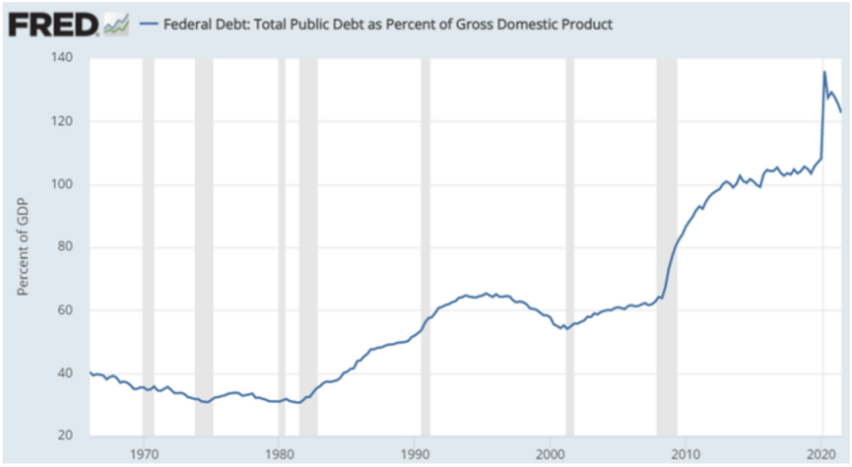
O la Federal Reserve è incompetente, con proiezioni che non sono nemmeno nel campo della realtà, o è intenzionalmente fuorviante.

Non credo che la Federal Reserve sia così incompetente da non essere riuscita a vedere ciò che potevano vedere tutti gli altri nel mondo.

Allora perché sia il governo che la Fed vogliono che l'inflazione sia molto alta?

Il governo degli Stati Uniti ha accumulato un sacco di debiti. In percentuale del PIL, il debito federale è ora superiore al 120%. Il costo del solo COVID è stato molte volte superiore al costo della Seconda guerra mondiale in termini di dollari di oggi.

Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)



- Fonte: St. Louis Fed

- Politicamente il problema del debito elevato è un problema molto impopolare perché porterebbe come conseguenze tagli al budget e tasse più elevate, cambiamenti che non sono molto apprezzati da nessuno.
- A peggiorare le cose, il governo degli Stati Uniti ha enormi obblighi finanziari in arrivo poiché Medicare e Social Security diventeranno entrambi molto più dipendenti dalle entrate fiscali.
- Quindi, senza significativi tagli di bilancio e/o significativi aumenti delle tasse come fa il governo a ripagare tutto quel debito?

L'ultima volta che gli Stati Uniti hanno avuto un debito/PIL superiore al 100% è stato nel 1946. Il governo degli Stati Uniti aveva un enorme debito (per allora) di 269 miliardi di dollari.

Quel numero all'epoca era enorme, oggi quel numero ci appare ridicolo.

Quanto costa oggi 269 miliardi di dollari di debito al governo degli Stati Uniti?
Molto poco.

269 miliardi di dollari sono circa la metà di ciò che il governo spende oggi solo per il pagamento degli interessi!

$ 269 miliardi non sono più quelli di una volta, e questo è il lato positivo di ciò che produce l'inflazione.

Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Extrafid SA
gestione patrimoniale

Gli Stati Uniti non hanno mai "pagato" il debito della Seconda guerra mondiale: hanno rifinanziato il debito e, a causa dell'inflazione, l'importanza del debito si è ridotta rapidamente.

Una quantità significativa di inflazione è l'unica soluzione che il governo degli Stati Uniti – e non solo - ha per gestire i propri debiti e obbligazioni.

Con livelli di debito ben oltre i livelli di produttività (cioè, imbarazzanti rapporti debito/PIL), gli Stati Uniti e le altre economie sviluppate sono matematicamente e di fatto incapaci di uscire dal buco del debito in cui ci hanno portato negli ultimi decenni.

Oggi non è più possibile rimediare a tutta la cattiva gestione passata.

È anche impossibile costringere le nuove generazioni a pagare il debito accumulato dalle più anziane tassandole a morte e costringendole a rimanere produttive come forza lavoro ben al di sopra dei 75 anni.

Non solo ciò provocherebbe disordini sociali, ma più realisticamente non ci sono abbastanza giovani da tassare a causa dell'invecchiamento della popolazione.

L'unico modo per affrontare questo buco nero è attraverso l'inflazione.

Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Extrafid SA
gestione patrimoniale

CONCLUSIONE

Prevedere cosa può succedere nel 2022 non è possibile.

I mercati possono essere influenzati da tensioni geopolitiche soprattutto per le situazioni che si stanno generando in Ucraina e a Taiwan. Situazioni gravi e difficili in cui lo stress tra USA, Cina e Russia potrebbe essere un cigno nero da tenere attentamente monitorato.

Bisogna anche fare molta attenzione alle tensioni sociali che la pandemia ha rispolverato dopo oltre 10 anni. Lo scontento di larga parte della popolazione non è mai un buon segno per l'evoluzione delle democrazie e negli anni 20 si sono vissuti esempi che ne hanno dimostrato l'importanza. Quanto successo alla fine del mandato di Donald Trump è stato un caso evidente e Trump è fortemente deciso a rientrare sulla scena. Qualunque turbolenza sociale non farà certamente bene ai mercati.

Recentemente in Israele si sono tenute delle esercitazioni internazionali per la prevenzione di attacchi informatici alle istituzioni. Se ne parla molto poco ma se si sono tenute queste esercitazioni, in un paese sempre molto attento e all'avanguardia su questi temi, ci sarà una sicura e fondata ragione. Certamente i mercati non reagirebbero bene ad un cyber attacco che metterebbe in crisi qualche importante istituzione.

Da ultimo, ma non meno importante, per tutti gli effetti negativi che potrebbe avere anche sui punti precedenti, una eventuale crisi energetica non farebbe certamente bene ai mercati.

Come vedete questi punti sono poco approfonditi dai media, nazionali ed internazionali, che sono molto occupati a parlare prevalentemente di Covid e di Inflazione.

Ma non lasciamoci ingannare dai discorsi da falco del presidente della Fed.

Non dimentichiamoci che è rimasto colomba fino alla sua rielezione e poi di colpo ha dichiarato l'inflazione non transitoria. A onore del vero bisogna dire che negli ultimi anni non ne hanno indovinato molte.

È invece importante ricordare che i rendimenti dei Treasury parlano e sono una delle fonti più attendibili sul mercato.

Ad oggi ci stanno dicendo che la liquidità rimarrà elevata e che il mercato dei titoli di stato non sta comprando la storia che Powell sta cercando di vendere.

Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Extrafid SA
gestione patrimoniale

Stiamo assistendo a dinamiche a cui il mercato azionario non assisteva da oltre 70 anni.

È altamente probabile che il tasso di inflazione rimarrà al di sopra del tasso del Tesoro a 10 anni per un periodo di tempo anche prolungato, creando un ambiente di inflazione elevata e tassi di interesse relativamente bassi.

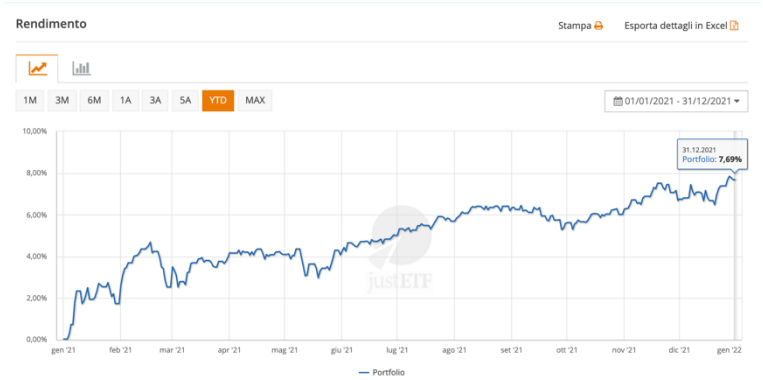
Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Extrafid SA
gestione patrimoniale

ANDAMENTO DEL PORTAFOGLIO MODELLO

Il 2021 alla fine è stato un anno che si è chiuso molto positivamente.

Il portafoglio modello di riferimento ha chiuso l'anno con una performance lorda del 7.69%.

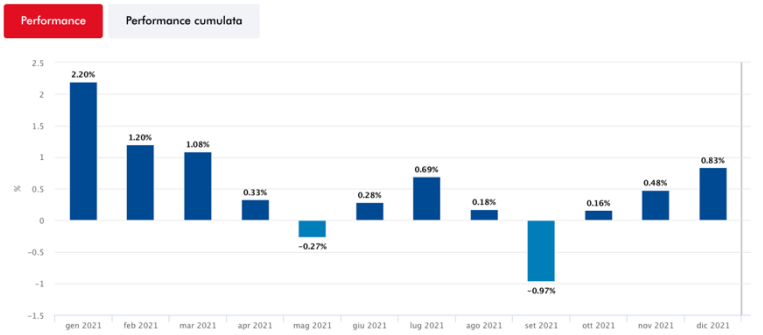


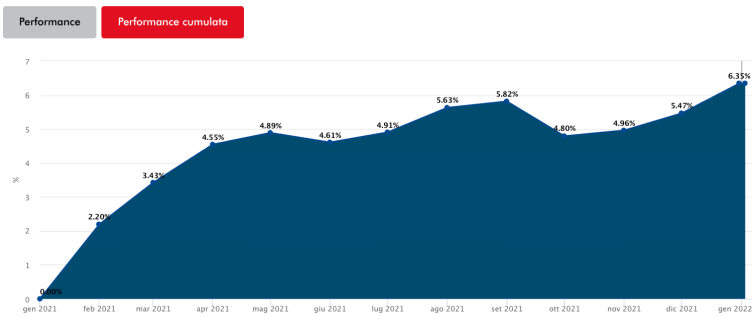
Rispetto al Benchmark abbiamo leggermente sottoperformato, vedi figura sotto.

Ma dobbiamo ricordarci che uno dei nostri obiettivi rimane la bassa volatilità e anche che il nostro benchmark è costantemente totalmente investito.

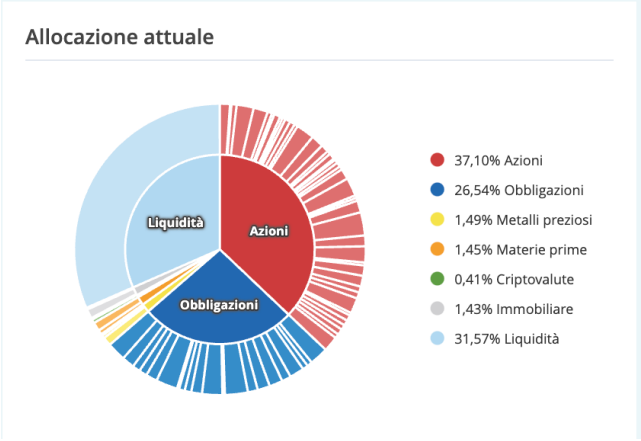
Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

Nel mese di dicembre abbiamo messo a segno una performance di quasi 0.8% concludendo l'anno con 10 mesi con il segno positivo. Di seguito il grafico di un cliente reale con le performance nette.





La composizione del portafoglio a fine anno era la seguente:



Membro Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni (ASG)

Extrafid SA
gestione patrimoniale

Il portafoglio è investito in 73 strumenti differenti di cui il più importante pesa per il 2,57% sul totale. Abbiamo quindi un'elevata differenziazione che ci permette di ridurre il rischio controparte.

Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)