

Temo i mercati perché crescono?



La performance dei mercati nell'ultimo decennio resterà per lungo tempo senza eguali, ma quali sono state le cause alla radice di tale eccezionalismo? Le Banche Centrali ne sono state involontariamente i principali sponsor, destreggiandosi tra crisi di varia natura. Quanto è giustificabile e destinata a proseguire tale corsa, e dove si creeranno le maggiori opportunità?

Timeo Danaos et dona ferentis. Temo i greci anche se portano doni. Non è solo il verso più celebre del II libro dell'opera, ma dell'intera Eneide, il poema epico latino per antonomasia, frutto dell'indiscusso genio poetico del mantovano Publio Virgilio Marone. Un verso che Virgilio ha consegnato al tempo, segnando un'epoca irripetibile della Storia dell'uomo, e su cui ne sono stati edificati i successivi duemila anni; ma che contemporaneamente è l'essenza stessa dell'opera, l'Eneide, che è forse il culmine dello sforzo di Augusto di gettare le nuove basi anche culturali da cui la sua nuova Roma potesse ripartire, dopo quasi un secolo di guerre civili e scontri intestini. Sforzo che darà i suoi frutti: pace e prosperità.

A pronunciare il verso è Laocoonte, sacerdote del tempio di Poseidone a Troia,

salutando profeticamente il celebre cavallo di legno, dono di apparente rappacificazione dei greci ai troiani, e che poi in realtà condannerà la città alla caduta. Se saranno gli esuli di Troia, tra cui Enea, a fondare Roma, almeno secondo la tradizione, Laocoonte è il primo a legarsi a doppio filo a questo 'felice' epilogo, anticipandone almeno a parole i tempi.

Eppure, in questo caso per semplice ironia della sorte, è sempre lui ma insieme ai suoi due figli a trovarsi all'origine di un'altra epoca straordinaria, il Rinascimento italiano, una delle cui date chiave può essere infatti il gennaio 1506, i giorni in cui fuori Roma era stato ritrovato sepolto il gruppo marmoreo, oggi conservato ai Musei Vaticani, del Laocoonte, che ne continua a essere uno dei gioielli più ammirati. Estratto alla presenza dello stesso Michelangelo, fu proprio questo

marmo a influenzare in maniera determinante la cifra stilistica dell'epoca, suscitando un grande dibattito a livello europeo, e segnando l'arte dei suoi più grandi Maestri, Raffaello incluso.

Il senso di sorpresa e allarme del 'Timeo Danaos' rispetto a qualcosa oggetto del contendere è però divenuto proverbiale, sedimentandosi anche nella lingua parlata, e in questo caso può essere riferito ai mercati finanziari, di cui è legittimo domandarsi di quale forma di economia siano divenuti oggi espressione. In una delle fasi più contrastate della storia dell'ultimo secolo, nel pieno di una pandemia, i mercati godono apparentemente di un invidiabile stato di salute, viaggiando sui loro massimi storici. Com'è possibile? Dunque, Temo i mercati?

Le cause prime. Se nulla avviene per caso, evidentemente alla radice di queste

apparenti forti incongruenze dev'esservi qualcosa di altrettanto inconsueto, e soprattutto protrattosi nel tempo, giacché la situazione non è affatto inedita, e ormai in essere da ben prima dell'emergenza sanitaria, seppur di recente sia risultata particolarmente manifesta a tutti. «Nel corso dell'ultimo secolo anche le dinamiche dei mercati finanziari sono cambiate. Gli anni Trenta erano stati un periodo difficile, con mercati azionari rialzisti della durata di appena sei mesi, ma tali fasi nel Dopoguerra si sono allungate a una media di quattro anni, mentre dagli anni Novanta sono cresciute ulteriormente, toccando gli otto, e il 9 marzo 2009 si è concluso l'ultimo mercato azionario globale ribassista. Questa dinamica non è stata priva di conseguenze positive per gli investitori; considerando lo S&P500 il rendimento medio annuo dell'ultimo decennio è stato del 14,7%, ed è solo un esempio», esordisce così Elena Guglielmin, Cio di Ubs Wealth Management.

Quasi tredici anni sono un arco temporale più che significativo, sotto molti aspetti è una generazione, sotto altri è un terzo della vita attiva di un qualunque professionista, anche della finanza. Banalmente? Molti degli attuali operatori nel 2009 non erano ancora attivi. «Un ruolo fondamentale l'hanno avuto le Banche Centrali, deprimendo i rendimenti dell'obbligazionario hanno alzato l'asticella della tolleranza al rischio degli investitori, costringendoli sull'azionario. Dell'aumento dello S&P500 nell'ultimo decennio si stima che solo poco più della metà sia dovuto alla crescita dei profitti aziendali, l'altra metà è invece direttamente riconducibile all'espansione dei multipli di valutazione. Situazione comunque fortemente migliorata rispetto a fine 2020, quando erano responsabili di ben l'80% di questo aumento», sottolinea Chiara Casale, responsabile ricerca di Banca del Ceresio.

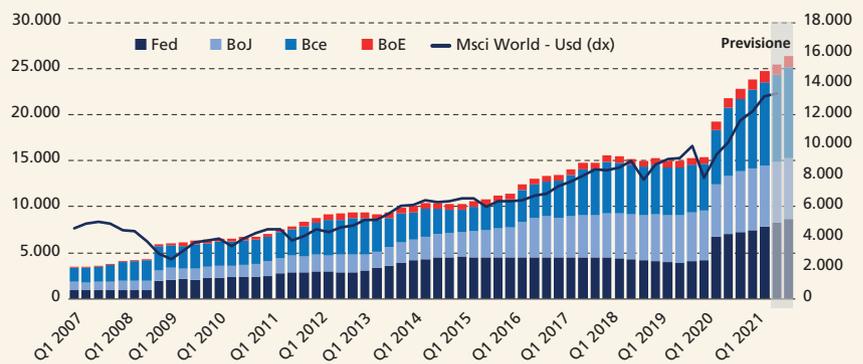
Ma se l'interventismo degli istituti centrali è proprio degli ultimi anni, cos'era successo di tanto significativo prima da poter già fare la differenza? «Se è vero che a partire dal 1987 i mercati abbiano fatto un crescente affidamento sulla politica monetaria, gergalmente il 'Fed put', qualora qualcosa fosse sfuggito al controllo, anche la natura più strutturale di altre possibili cause non dovrebbe sorprendere. A cambiare è stato il paradigma economico dei Paesi sviluppati, con l'ac-

«Al momento gli Stati Uniti si confermano uno dei mercati più cari in termini assoluti, almeno basandosi su un rapporto Pe corretto per il ciclo (Cape), mentre i settori che nel 2020 hanno visto il calo più brusco degli utili sono tuttora quelli maggiormente sottovalutati»

Carlos Mejia,
Cio di Rothschild&Co

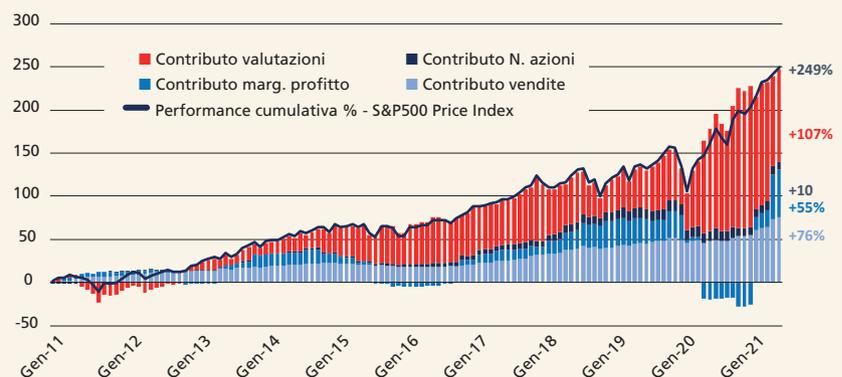


Indici e Banche Centrali Tot. di bilancio in mld usd



Fonte: Bloomberg, Banca del Ceresio

Scomposizione della crescita dello S&P500



Fonte: Bloomberg, Banca del Ceresio

celerazione del passaggio a un'economia incentrata sui servizi rispetto a una di beni, la gestione delle cui scorte ha comunque guadagnato significativamente in efficienza», prosegue il Cio di Ubs.

Eppure è proprio l'ultimo decennio a costituire il vero punto di svolta negli equilibri dei mercati finanziari, con sì la cavalcata degli azionari, ma con anche il tramonto del ruolo storico degli obbligazionari. «Quello seguito alla Grande

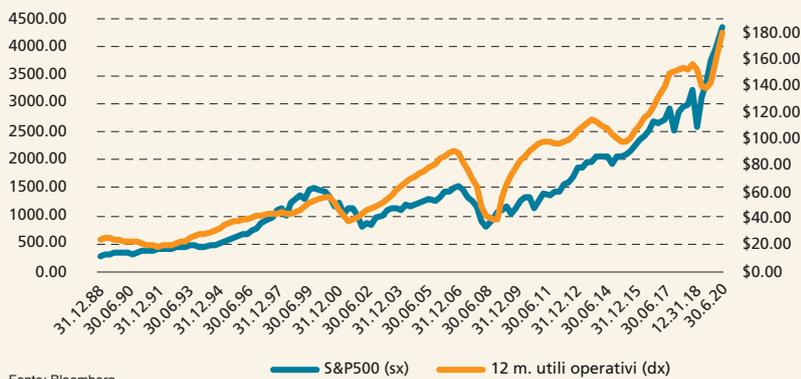
In apertura, il Laocoonte dei Musei Vaticani, gruppo marmoreo romano. Sopra, la violenta e inarrestabile crescita degli indici azionari degli ultimi anni è perfettamente correlata con le operazioni straordinarie di politica monetaria tentate dagli istituti centrali. L'economia reale ha invece beneficiato molto meno della straordinarietà di tali misure, divenute oggi del tutto ordinarie.



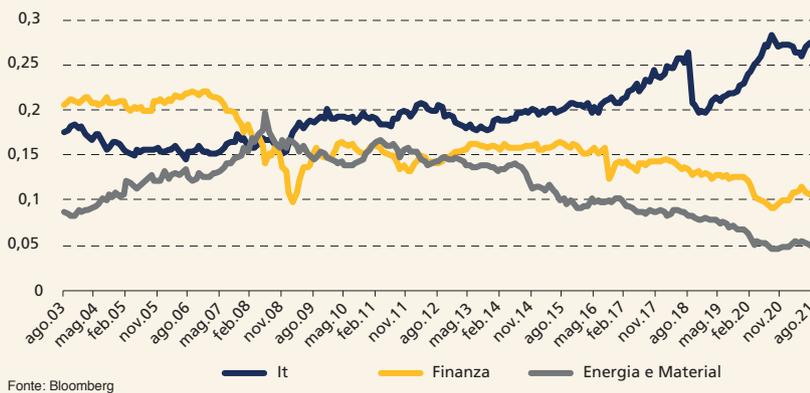
«Dietro alle performance degli indici stanno da tempo le autorità monetarie. Circa la loro stabilità nel medio periodo si potrebbe però eccepire che la finanziarizzazione abbia ulteriormente accresciuto la possibilità di retroazione negativa delle cadute delle borse sull'economia reale»

Elena Guglielmin,
Cio di Ubs Wealth Management

Crescono gli utili operativi



Azionario Usa Peso per settore



Nonostante buona parte della crescita dei mercati sia spiegata dalla politica monetaria, specie negli ultimi mesi sono cresciuti spavaldi anche gli utili delle imprese, sebbene spinti da elementi non ricorrenti, che hanno contribuito nel calmierare i multipli di valutazione. Intanto cresce il peso che i titoli tecnologici stanno acquisendo a scapito dei settori più tradizionali, energia e finanza.

Crisi del 2008 è passato alla storia come il “più lungo e migliore bull market di sempre”, con un rally imponente degli indici, riconducibile ad alcuni elementi ancora in essere. A spingere gli investitori sull'azionario hanno contribuito l'assenza di alternative (*There's no alternative*) e la paura di non partecipare al rialzo (*Fear of missing out*), in un contesto dominato da bassa inflazione e tassi d'interesse reali stabilmente negativi. Oltre il 30% dei

titoli governativi offre un rendimento inferiore al punto percentuale, e il fenomeno è arrivato a interessare anche l'High Yield europeo, non senza ripercussioni per l'americano: l'High Yield Ice Bofa Usa è minore di circa 150 bps rispetto al livello generale dei prezzi», evidenzia Alida Carcano, Cio di Bg Valeur.

Se dunque già prima la situazione aveva dello strutturalmente straordinario, l'emergenza sanitaria ha contribuito nel renderlo assolutamente ordinario, oltre che ancora più incerte le tempistiche di un'ormai irrealistica 'exit strategy'. «La Grande Crisi aveva dei responsabili comunemente accettati, almeno agli occhi dell'opinione pubblica; la pandemia è invece un evento esogeno, che ha colto impreparati quasi tutti. L'entità delle politiche fiscali è stata dunque eticamente giustificabile e accettata, pena il rischio per la Politica di essere accusata di non aver fatto abbastanza, con alcune misure, le garanzie sui crediti alle imprese, che potrebbero sopravvivere ancora diversi anni. Diversamente che in precedenza oggi c'è però un significativo rialzo dell'inflazione, la cui natura è al centro di un vivace dibattito tra Banche Centrali e mercati, se sia o meno temporanea», commenta Gabriele Gallotti, Partner e co-fondatore di Novum Capital Partners.

L'economia è reale? Se non si può esplicitamente parlare di dicotomia, il rapporto che lega economia e mercati finanziari è divenuto indiscutibilmente sempre più labile, e facile alle più disparate influenze del momento. Eppure non è una novità, almeno non dell'ultimo minuto. «È un decennio che si discute vivacemente di tale discrepanza, dalla fine degli anni Novanta, allora in chiave di maggior finanziamento globale, il cui risultato sarebbe stato un “modello di accumulazione in cui i profitti maturano principalmente attraverso canali finanziari piuttosto che attraverso il commercio e la produzione di beni”. Sta qui la principale e ovvia differenza, l'economia reale riguarda la produzione e lo scambio di beni e servizi, mentre quella finanziaria si occupa esclusivamente di transazioni di denaro e altre attività che rappresentano la proprietà o rivendicazioni della stessa di quanto prodotto. Differenza non significa però assenza di legami, sono ad esempio entrambi sensibili alla liquidità e al ciclo del credito: un crollo dei prezzi delle attività potrebbe dunque rallentare

la domanda, e quindi aumentare quella di liquidità, come successo durante la Crisi», sottolinea Fabrizio Quirighetti, Cio di Decalia Asset Management.

Anche in questo caso gli alchimisti del nuovo millennio, i banchieri centrali, non sono esenti da colpe, pur essendo stati mossi da più che nobili intenzioni. «L'obiettivo delle politiche monetarie ultra espansive era la reflazione, il risultato è stato però una semplice crescita 'inflativa' del prezzo dei titoli, e di cui l'economia reale ha beneficiato ben poco. Certo, l'ha tenuta in vita dopo lo shock del 2008, ma non ha avuto un impatto positivo paragonabile a quello vissuto dalla finanza. Contemporaneamente la globalizzazione ha spostato il baricentro della produzione verso gli Emergenti, se la classe media di tali Paesi ne è uscita rafforzata, al pari delle imprese che hanno delocalizzato, premiate dall'azionario, il ceto medio occidentale ne è risultato impoverito e più sensibile alle malie dei recenti populismi, vedasi ad esempio il caso 'Trump' negli Stati Uniti», chiarisce Mario Cribari, Partner e responsabile strategia e ricerca di BlueStar Investment Partners.

Ma se rimangono innegabili i danni riportati nell'ultimo decennio dalle società dei Paesi più sviluppati, ed è altrettanto vero che centinaia di milioni di persone sono usciti dalla povertà assoluta, i paradossi restano all'ordine del giorno, e non privi di conseguenze. «Dati alla mano il coefficiente di Gini, ossia l'indice della disuguaglianza nella distribuzione del reddito nazionale, di Cina e Stati Uniti è sostanzialmente identico. È un fatto certamente curioso considerando le divergenze di vedute delle due prime economie mondiali, ma che soprattutto a Pechino non devono aver apprezzato. La reazione è stata decisa, via alla 'Common prosperity': uscita dalla povertà, la Cina mira oggi a un benessere materiale e culturale diffuso, e per ottenerlo è disposta a implementare un'ancora più rigida vigilanza anti-monopolistica, una dura lotta ai guadagni illegali e molta beneficenza, se necessario 'coatta', come insegnano i 15 miliardi di dollari 'donati' da Alibaba. Ad avere sorpreso i mercati è stata però la violenza della svolta», nota Marco Pier-simoni, Senior Investment Manager di Pictet Asset Management.

Un tema, quello delle disuguaglianze, in cui politica monetaria e indirettamente i mercati finanziari hanno certamente

«Quello seguito alla Grande Crisi è passato alla storia come il "più lungo e migliore bull market di sempre", con un rally imponente degli indici. A spingere gli investitori sull'azionario hanno contribuito l'assenza di alternative e la paura di non partecipare al rialzo»

Alida Carcano,
Cio di Bg Valeur



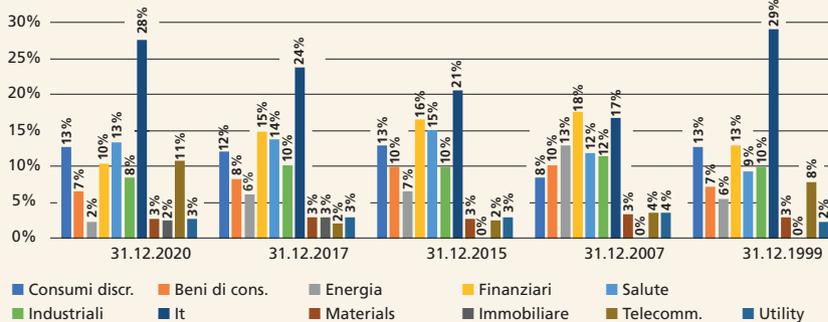
Il ruolo della tecnologia



Fonte: Bloomberg

Andamento storico dei settori all'interno dello S&P500

Capitalizzazione tot. in % dell'indice, per anno



Fonte: Bg Valeur

avuto un loro ruolo, esasperando distorsioni che comunque non sarebbero potute mancare, ma che soprattutto non sono state mitigate da politiche fiscali sufficientemente accorte. «La totale assenza di alternative ha contribuito nel gonfiare i prezzi dell'azionario, al pari di quelli di quasi qualunque altra attività, dagli immobili alle opere d'arte. Del resto la ricchezza globale accumulata negli ultimi decenni è cresciuta esponenzialmente, più

La spinta dei titoli tecnologici agli indici borsistici è più che significativa, in un contesto di rendimenti bassi l'attenzione generale non può che concentrarsi sulle azioni, e le più performanti sono proprio i Tech. Nel corso degli ultimi decenni è cambiata pesantemente la composizione degli indici, con un progressivo tramonto dell'Old Economy a vantaggio dei nuovi settori più agili e innovativi.



«Il coefficiente di Gini, ossia l'indice della disuguaglianza nella distribuzione del reddito nazionale, di Cina e Stati Uniti è sostanzialmente identico. È un fatto curioso, che a Pechino non devono aver apprezzato. La reazione è stata via alla 'Common prosperity'»

Marco Piersimoni,
Senior Investment Manager di
Pictet Asset Management

velocemente dell'attività economica, e un costo del denaro eccessivamente economico ha favorito il crearsi di distorsioni, bolle e disuguaglianze, alimentate da una maggiore leva finanziaria. I mercati si sono gonfiati, l'economia non ha tenuto il passo», prosegue il Cio di Decalia.

È a questo punto che si è inserita, al pari di un elefante nella cristalleria, l'emergenza pandemica, cogliendo tutti in contropiede in una fase di stallo e già significativo rallentamento, almeno nelle economie avanzate. «Dopo anni di austerità fiscale, più o meno dichiarata, la pandemia

è stata il 'Tana libera tutti', accelerando sì le dinamiche che erano in corso, ma anche fornendo un ottimo alibi per un ritrovato interventismo fiscale e monetario. Dunque, assistenzialismo economico ai settori in affanno, politiche fiscali a favore del ceto medio, e investimenti infrastrutturali per l'economia verde, che hanno contribuito in maniera sostanziale al forte rimbalzo della crescita e che le garantiranno un passo migliore anche nei prossimi anni. I mercati questo l'hanno almeno parzialmente già scontato, e si sta già assistendo a un ribilanciamento a favore dei settori

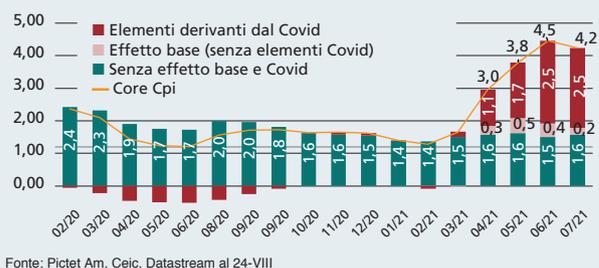
più ciclici oltre che della Old economy», nota il Partner di BlueStar.

Palla al centro. Se quella del 2008 è stata una delle crisi finanziarie più profonde almeno dell'ultimo secolo, e se politicamente sarebbe stato quanto meno controverso 'esagerare' negli interventi, era evidente che sarebbe dovuta essere la finanza stessa a uscirne, facendo quasi esclusivamente conto sulle sue forze. Protraendosi l'instabilità, e minacciando di sfuggire di mano, ecco però scendere in campo i reparti speciali, banchieri centrali armati di tutto punto, dando il via a una lunga stagione di vero sperimentalismo monetario. Se gli obiettivi fondamentali ne sono risultati soddisfatti, il resto? «È noto che correlazione non sia necessariamente sinonimo di causalità, ma sovrapponendo la crescita dei bilanci delle Banche Centrali all'andamento dell'indice azionario globale, dal 2008 a oggi, qualche dubbio è lecito porsi. Entrambi sono sincronizzati, e alternano fasi di accelerazione ad altre di rallentamento. Sono quasi 20 i trilioni di dollari 'stampati', iniettati nel sistema bancario e di recente anche nell'economia reale, ed è anche questo ad aver posto le premesse per il recente rimbalzo della crescita, sostenendo nella

E... l'inflazione?

Complici significativi strozzature a livello di supply chain, dettate dall'onda lunga del concatenarsi di eventi anche molto differenti, dal fallimento di alcuni fornitori ai blocchi più o meno generalizzati della produzione di alcuni distretti, a temporanee difficoltà logistiche, il prezzo di mercato di molti beni sembra star vivendo dinamiche che sembravano appartenere al secolo scorso. «Guardando agli Stati Uniti si sta registrando una buona crescita dell'occupazione, con più di un posto di lavoro vacante per ogni disoccupato, il che spinge una dinamica salariale positiva e superiore alla crescita dei prezzi. Il rischio è che l'attuale inflazione headline al 5% potrebbe continuare a crescere anche in seguito, ma va precisato che se depurata della componente più sensibile al Covid e dell'effetto base già ora la Core sarebbe inferiore al 2%, dunque accettabile anche per la Fed», nota l'analista di Pictet. La vera domanda è dunque se tali rialzi saranno temporanei, o se continueranno. La risposta potrebbe dar luogo a più di una conseguenza. «Qualora l'aumento non fosse temporaneo nel giro di poco tempo i tassi salirebbero, provocando una rotazione verso i titoli 'value' per la prima volta dalla Grande Crisi. Qualora invece non lo fosse proseguirebbe l'idillio per i tecnologici, con una loro ulteriore sovrapponderazione nei listini. La peggiore delle ipotesi vedrebbe invece il ritorno

Scomporre l'inflazione (dati Usa)



della stagflazione degli anni Settanta, dunque stagnazione economica e aumento generale del livello dei prezzi, alla cui base starebbero carenza di semiconduttori ed energia, rinforzata dall'inverno dell'emisfero settentrionale. Per tale ragione dovrebbero essere preferiti titoli delle Utility ad alto dividendo», mette in evidenza il Cio di Bg Valeur.

La vulgata delle Banche Centrali è particolarmente conciliante, spingendo sulla prima ipotesi, dunque 'temporaneo'. Ma il mercato? «Gli investitori ritengono in larga parte si stiano sbagliando, e che il mondo sarà più simile agli anni Settanta, che non agli ultimi venti. È difficile dare risposte, bisogna però essere pronti a reagire. In generale appare difficile pensare che un forte rialzo dei costi di produzione e dei prezzi possa essere assorbito da una sufficiente domanda», conclude Novum.

difficoltà famiglie e imprese», chiarisce l'analista di Banca del Ceresio.

Chi più chi meno, e con tempistiche differenti, la risposta alla Crisi del 2008 è stata univoca e comune a tutti i principali istituti centrali, andata poi articolandosi in piani e modalità diverse. È sufficiente pensare a tutti i piani varati da Francoforte, nel post 2011. «Tra il 2008 e il 2009 il bilancio della Fed lievitò da 922 miliardi a 2 trilioni di dollari, una cifra per l'epoca impressionante. Al fine di perseguire il suo duplice mandato, stabilità dei prezzi e piena occupazione, ha continuato a stampare nel corso degli anni, in linea con le altre Banche Centrali. Tale operazione è proseguita sino al 2019, per poi riprendere vigore in occasione della pandemia, sortendo qualche effetto. Secondo Bloomberg Economics, infatti, il rapporto debito/Pil dei Paesi del G7 è passato dall'85% del 2005 al 140 di oggi, ma il suo servizio è sceso dal 2 all'1,5% del Pil. Se oggi si profila lo spauracchio di un Tapering Tantrum, è anche vero che sia altrettanto possibile che rientrare in futuro da questo eccesso di debito potrà drenare risorse dall'attività d'investimento, rallentando dunque la crescita e l'uscita dalla crisi», chiosa il Cio di Bg Valeur.

Ma se l'ortodossia della Bundesbank risulta ormai da tempo archiviata, al netto di mosse politiche abbastanza inconcludenti, è altrettanto vero che va profilandosi un'insospettabile erede. «Nel solo 2020 la Fed ha immesso liquidità pari al 17% del Pil americano, un record assoluto per quanto sia comunque in buona compagnia. Diametralmente opposta la PBoC, che seppur in un contesto macroeconomico differente non ha mai ceduto a operazioni di politica monetaria straordinaria, e anzi, sta perveracemente tentando di ridurre la leva finanziaria del suo mercato, pur avendo di recente tagliato di 50 bps il coefficiente di riserva obbligatoria per le banche, per fronteggiare il rallentamento della crescita. Un problema, probabilmente temporaneo, che condivide con Washington», mette in evidenza l'analista di Pictet.

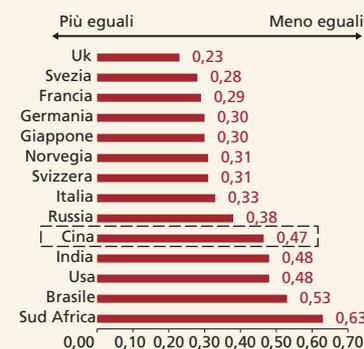
Questo ovviamente non giustifica di per sé l'aprirsi della forbice tra economia e mercati finanziari, ma ne getta quanto meno le fondamenta. «L'economia reale guarda a produzione e vendite 'attuali', la finanza al 'flusso di profitti futuri' tradotti nel presente, per 'scontare' questo deve però passare dal tasso di interesse,

«Se Wall Street offre le società più innovative, e sono le small-mid cap a poter meglio intercettare la ripresa, anche lo Smi non è da sottovalutare. È composto per due terzi da difensivi e per un terzo da ciclici, con il franco nel ruolo di possibile paracadute»

Stefano Ambrogio,
Responsabile Investment Advisory
di Julius Baer

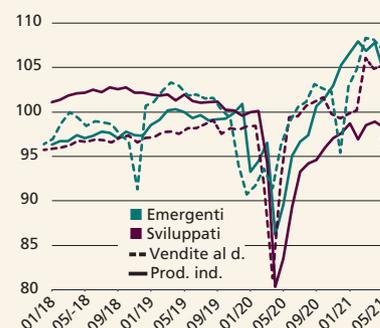


La Common prosperity di Xi Indice di Gini 2019



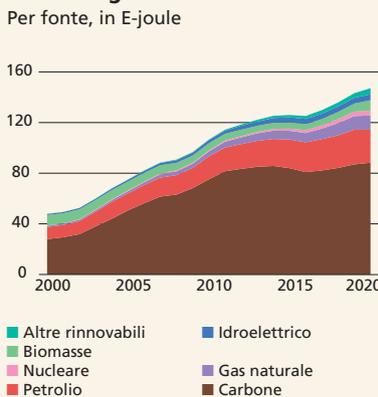
Fonte: Pictet Wm

Produzione industriale negli Emergenti e Sviluppati (100 = 2019 Q4)



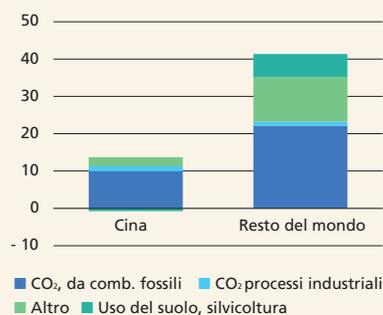
Fonte: Pictet Am, Ceic, Refinitiv

Mix energetico cinese Per fonte, in E-joule



Fonte: Iea, 2021

Emissioni di gas serra in Cina e nel resto del mondo Dati 2020, in Gt Co2 eq.



Fonte: Iea, 2021

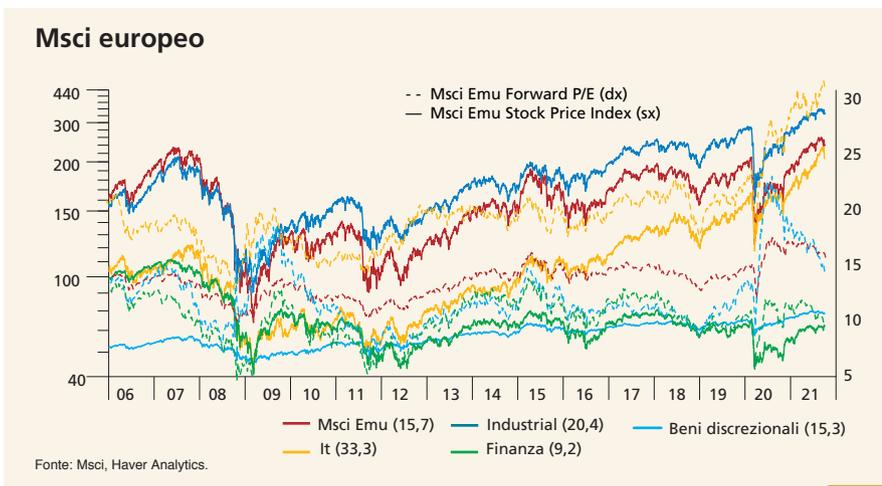
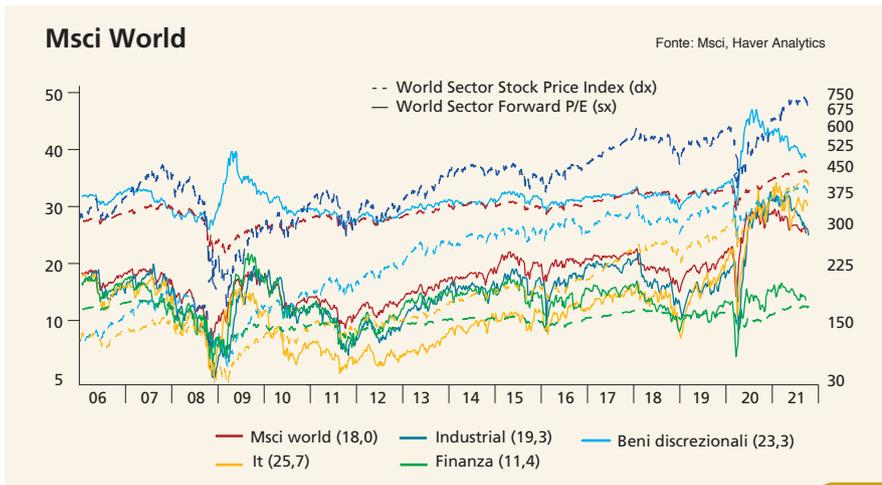
pesantemente depresso dalle politiche monetarie, che alimenta dunque artificialmente il prezzo di qualunque tipo di attività, determinando al contempo un forte calo sia dei premi al rischio, sia dei tassi di sconto privi di rischio. La conseguenza è evidente, gli investitori sono più preoccupati dal tapering che non da una recessione, anzi: cattive notizie per l'economia, sono ottime per i mercati, che vedono allontanarsi la stretta monetaria. A

Il caso della Cina è emblematico, pur essendo un capitalismo diverso da quello occidentale e pur avendo portato fuori dalla povertà un miliardo di persone, rimane un Paese profondamente diseguale, tanto da aver spinto Xi a una svolta. Resta in sospenso il problema energetico, un fabbisogno esplosivo dipendente in larga parte dall'estero, e in grado di condizionare gli equilibri mondiali.



«Considerando l'aumento dello S&P500 nell'ultimo decennio si stima ad oggi che solo poco più della metà sia dovuto alla crescita dei profitti aziendali, l'altra metà è invece direttamente riconducibile all'espansione dei multipli di valutazione»

Chiara Casale,
Responsabile ricerca di
Banca del Ceresio



A eccezione dell'azionario americano, le cui valutazioni lo segnalano tra i più cari al mondo, l'indice globale e quello europeo sono singolarmente allineati e coincidenti anche in termini di multipli. L'eccezione, ancora una volta, è costituita dai tecnologici, con alcune società del settore che anche nel Vecchio Continente si segnalano per forza finanziaria.

contare oggi è il ciclo del credito, non più l'economico», precisa Quirighetti.

L'Olimpo dei mercati. Se è vero che gli attori che animano l'agone finanziario siano le imprese, lo è altrettanto che lo facciano con 'tassi di partecipazione' diversi per regione e Paese. In questo la differenza tra Europa e Stati Uniti non potrebbe essere più ampia, per ragioni storiche, oltre che culturali. «Per quanto la performance registrata dalle borse

sia stata decisamente superiore a quella economica, è bene intendersi su quali elementi vi abbiano contribuito. Tassi di sconto, margini e multipli hanno avuto un ruolo, al pari della forte crescita degli utili societari, ma non va dimenticato che le società quotate non siano necessariamente specchio del tessuto economico, ma spesso leader di alcuni settori specifici. Se molti di questi equilibri è difficile possano cambiare a breve, è legittimo interrogarsi invece sulla tenuta di margini e multipli, specie in presenza di inflazione», notano gli esperti di Novum.

Se dunque listini azionari ed economia non sono coincidenti, al pari del ristretto numero di imprese quotate rispetto a tutte le altre, le dinamiche vissute da questi due mondi sono altrettanto differenti, spesso divergenti. Come è emerso nel corso della Crisi del 2008, e soprattutto in Europa successivamente, la 'raggiungibilità' del mondo non quotato da parte delle istituzioni è problematico, come ha dimostrato l'emergenza pandemica. «Le Pmi sono il vero traino di crescita e occupazione, ma non sono realmente rappresentate nei mercati, al contempo sono anche quelle più fragili, specie in caso di uno shock economico. Le politiche pubbliche, fiscali e soprattutto monetarie, possono incidere significativamente sugli equilibri dei mercati, allentando le condizioni di finanziamento e dunque favorendo le quotate, senza sortire particolari effetti sulla piccola e media impresa, strettamente dipendente dal canale bancario», prosegue il Cio di Decalia.

Lancia in resta. Nel corso della prima metà dello scorso anno difficilmente qualcuno avrebbe scommesso che almeno all'apparenza tutto si sarebbe 'risolto' in tempi celeri, o che comunque il rimbalzo ci sarebbe stato. A distanza di due estati la situazione è migliorata, per quanto non manchino gli strascichi del 2020, ciò nonostante la ripresa c'è ed è in atto, salutata da mercati tonici. «L'evoluzione che stiamo registrando quest'anno ha probabilmente sorpreso molti, le politiche monetarie e fiscali stanno stimolando l'attività economica, e questa si riflette sui mercati, in primis azionari. Questo non implica che il quarto trimestre sarà semplice. L'accelerazione violenta è ormai alle spalle, c'è dunque solo da augurarsi che le principali economie conservino tale velocità, a dipendenza sia di queste politiche, sia dell'evolversi del quadro pandemico.

Appaiono invece eccessivi i timori legati agli effetti dei possibili tapering, che a detta di Fed e Bce saranno comunque molto gradualisti e annunciati, e che in ogni caso non porteranno a un innalzamento dei tassi d'interesse», sottolinea Stefano Ambrogi, responsabile Investment Advisory di Julius Baer a Lugano.

Una dinamica che, al netto di una brusca ma temporanea cesura nel 2020, prosegue da diversi anni, e che ha avuto un impatto significativo anche sugli equilibri interni agli stessi indici, a vantaggio dei settori più innovativi, con la Old economy all'inseguimento, replicando il rapporto tra mercati ed economia. «L'ultimo decennio è stato caratterizzato da quella che viene definita 'Goldilocks', ossia: crescita bassa ma positiva, politiche monetarie accomodanti e inflazione contenuta. L'idillio di qualunque listino. La digitalizzazione ha avuto un impatto significativo sulla composizione degli indici, con il ridimensionamento dei settori tradizionali, come industria estrattiva e finanziari. Lo S&P500 è emblematico, le cosiddette FANGs hanno oggi un peso assolutamente sproporzionato rispetto al contributo che danno alla crescita nazionale, ma tale trend è destinato a non proseguire, salvo il crearsi di una vera bolla. Se è improbabile un crollo, è altrettanto probabile un loro rallentamento, a vantaggio di altri settori rimasti indietro in termini di valutazioni», chiarisce Cribari.

Se a cambiare sono gli equilibri e su questi è piuttosto difficile agire esogenamente, qualcosa può invece essere fatto a livello di singoli listini, per cercare di riportare almeno artificialmente un po' d'ordine. «Storicamente il Dax30 è sempre stato uno specchio dell'andamento dell'economia tedesca, saldamente ancorato alla Old economy e a titoli tipicamente industriali. Dopo aver introdotto nuovi criteri patrimoniali e finanziari Deutsche Börse ha però comunicato l'ammissione di dieci nuove società 'growth' e della New economy, come Hello Fresh e Zalando, per meglio rappresentare l'economia nazionale. Nel caso dello S&P500 il problema è opposto, non consente più agli investitori di diversificare i propri investimenti a fronte del peso che hanno guadagnato le Big Tech. Le cosiddette Faang valgono oggi il 20% della sua capitalizzazione, e nell'arco di un decennio hanno contribuito da sole a una crescita del 150% dell'indice», nota Carcano.

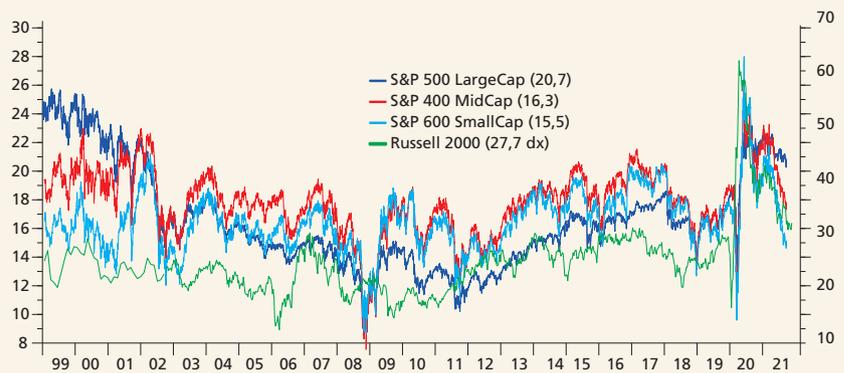
«Tassi di sconto, margini e multipli hanno avuto un ruolo nello spingere le borse, al pari della crescita degli utili societari, ma non va dimenticato che le quotate non sono necessariamente specchio del tessuto economico, ma spesso leader di alcuni settori»

Gabriele Gallotti,
Partner e co-fondatore
di Novum Capital Partners



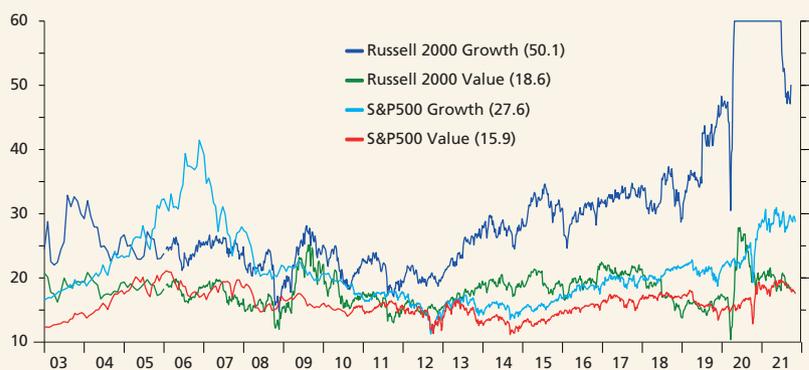
© Maud Guye-Vuilleme

Forward P/E per indice (dati IX 2021)



Fonte: Refinitiv e Standard & Poor's.

Forward P/E dei titoli growth e value (max 60)



Fonte: Refinitiv

Come comportarsi dunque? Che fare con listini ben al di sopra di tutti i massimi storici mai toccati? «Il più celebre dei contrarian, e forse il più grande degli investitori del Novecento, Sir John Templeton, aveva adottato questo motto: "Comprate azioni per meno di quanto valgono, e tenetele per tutto il tempo necessario a che il mercato capisca quanto siano sottovalutate". Un approccio di indiscutibile successo, che solleva però un quesito: i

Un decennio di azionario in costante crescita ha segnato il trionfo dei titoli growth, attualmente molto cari. Considerati i costi attuali, nei prossimi mesi le maggiori aspettative sono rispetto alle aziende a minore capitalizzazione, la cui agilità dovrebbe consentirgli di meglio cavalcare le opportunità della ripresa. Il Russell 2000 è l'indice che meglio rappresenta queste small-cap.



«Sui mercati sviluppati grava un enorme problema di moral hazard che non si riesce a eliminare, paradossalmente è la Cina comunista che continua invece a dimostrarsi meno disponibile nel salvare aziende traballanti, e per questo si attira le critiche dei (già) capitalisti»

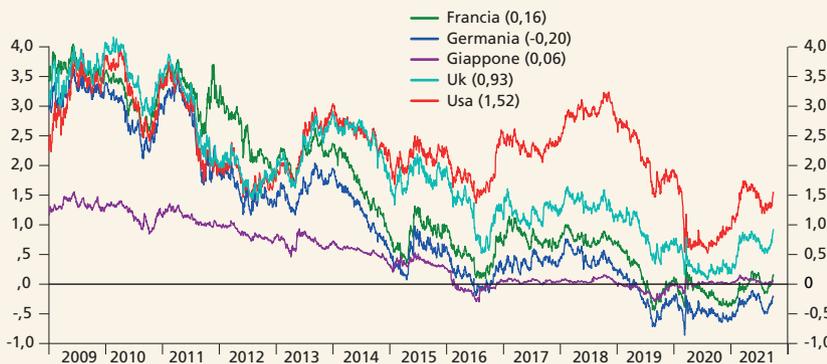
Mario Cribari,
Partner e responsabile strategia di
BlueStar Investment Partners

attività finanziarie diffusamente gonfiati pongono una serie di quesiti di difficile risoluzione. Quali settori dovrebbero esserne premiati, e risultare ulteriormente rafforzati nei prossimi mesi? Quali dovrebbero invece iniziare a planare? «In questo caso generalizzare non dovrebbe condurre a nulla di buono. Stiamo assistendo a un aumento superiore alla media storica della dispersione di rendimento tra i titoli azionari, e questo dovrebbe favorire una selezione bottom up delle singole aziende, valutando caso per caso, piuttosto che ragionando su base settoriale. A fare la differenza sono i fondamentali del singolo titolo; dunque è vero che in generale i tecnologici siano molto cari mentre i metalli di base a forte sconto, ma questo non esclude importanti eccezioni. Nel Tech non mancano le esagerazioni, giustificabili solo in presenza di attese fantascientifiche di crescita, ma molti altri settori più ciclici non scontano ancora gli effetti di una duratura ripresa», prosegue il Partner di BlueStar.

Del resto indipendentemente dall'esercizio tecnico-aritmetico determinare la valutazione corretta di un titolo rimane una disciplina con buoni margini di incertezza, e frutto di previsioni. «Il termine 'valutazione accettabile' è di per sé molto ambiguo. Per loro definizione le valutazioni sono per la maggior parte una chiamata relativa e soggettiva guidata da molti fattori, macro e micro. Ciò detto il settore energetico rimane tuttora penalizzato, e questo è dovuto sia a fattori tecnici come i criteri Esg, sia a fattori più squisitamente politici come l'Opec+ e l'Iran. Questo sta spingendo i principali attori del mercato a ripensare le loro strategie, puntando sulle rinnovabili e limitando le fossili. In caso di cambiamenti del quadro macroeconomico tutto potrebbe essere però rimesso in discussione, a partire dai tecnologici», mette in evidenza Gallotti.

A dipendenza infatti di come si definisca il quadro congiunturale per i prossimi mesi e anni, determinando dunque la nuova asticella di inflazione e tassi d'interesse, molte valutazioni potrebbero essere riviste. «Le opportunità migliori continueranno a offrirle le borse, in particolare i titoli di crescita e difensivi, dunque Tech e farmaceutico. Nel caso del secondo prezza attualmente a sconto rispetto agli ultimi anni, ma soprattutto sono da sovrappesare i comparti BioTech, Life Science e diagnostica, sottopesando

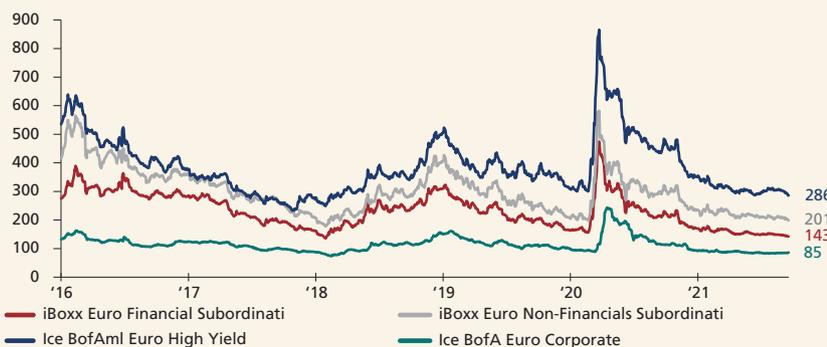
I decennali governativi Rendimenti in %



Fonte: Haver Analytics

Gli spread si chiudono, i rendimenti calano

Dati I-2016 al VI-2021 in bps



Fonte: Pictet Wm

L'azione delle Banche Centrali ha come effetto immediato la pressione sul rendimento dei titoli governativi, sempre più bassi, e solo di riflesso la spinta agli azionari. Ma a soffrirne è l'intero reddito fisso, i cui spread sono ai minimi, oltre che inferiori in molti casi allo stesso tasso di inflazione attesa. Non sono però prevedibili particolari miglioramenti.

mercati hanno già prezzato la nuova normalità post pandemia, o ci sono ulteriori margini di crescita per alcuni settori? Indipendentemente da questo, rimane però fondamentale mantenere un equilibrio di portafoglio tra titoli 'growth' ciclici e strutturali, per rimanere esposti a tutti i possibili movimenti del mercato», precisa Carlos Mejia, Cio di Rothschild&Co.

Chi sale, chi scende. Listini ai massimi storici, e più in generale prezzi delle

invece i titoli più tradizionali. Interessanti stanno tornando i finanziari, specie le banche, in grado di intercettare il buon clima economico, e che oltre ad avere valutazioni basse (il Pe a 12 mesi è a sconto del 25% rispetto alla loro media), sono tornate a pagare dividendi e fare buyback», nota il responsabile di Julius Baer.

Se dunque a livello settoriale la situazione appare abbastanza chiara, cosa si può dire invece rispetto a quello regionale? «Al momento gli Stati Uniti si confermano uno dei mercati più cari in termini assoluti, e relativi rispetto al resto del mondo, almeno basandosi su un rapporto Pe corretto per il ciclo (Cape), mentre i settori che nel 2020 hanno visto il calo più brusco degli utili sono tuttora quelli maggiormente sottovalutati, dunque dal maggiore potenziale, e dove nel breve dovrebbe concentrarsi la maggiore crescita; è il caso di industriali, materiali e finanziari. Più difficile dire quanto dureranno questi squilibri in termini di valutazioni, ma potrebbe essere utile guardare nuovamente agli Stati Uniti. Per gran parte degli ultimi 8 anni i titoli sono risultati mediamente sopravvalutati, ossia i prezzi erano superiori ai loro fondamentali», evidenzia il Cio di Rothschild&Co.

Dunque Stati Uniti, ma anche Asia, da dove potrebbero giungere diverse soddisfazioni, oltre ovviamente a qualche rischio. «Le mid-cap americane presentano al momento le opportunità migliori, ma è molto probabilmente il Giappone a dover interessare; in agosto ha registrato la performance azionaria migliore al mondo, e nelle prossime settimane è possibile verranno varati nuovi stimoli per decine di miliardi di dollari, in seguito alla vittoria di Kishida, nuovo leader del Lpd. L'ulteriore compressione degli spread non rende più interessante l'Hy, a eccezione dell'Asia, è dunque consigliabile puntare su fonti alternative: private credit, prestiti senior, un approccio attivo nel reddito fisso o anche investimenti immobiliari diretti», chiosa il Cio di Ubs.

Ma anche il Vecchio Continente potrebbe giocare un ruolo. «Se gli indici americani offrono le società più agili e innovative, e trasversalmente è la piccola e media capitalizzazione a poter meglio intercettare la ripresa, anche la Svizzera non è da sottovalutare. Lo Smi è composto per due terzi da titoli difensivi, e per il terzo restante da ciclici, e come ulteriore aggiunta il franco continua a essere un

«Tra mercati ed economia reale un legame c'è, ma è probabile che ad acquisire importanza in futuro saranno i mercati. È improbabile un riequilibrio tra le due forze, ma se del caso l'unico modo sarebbe passando per un 'Grande reset' alla John Mauldin»

Fabrizio Quirighetti,
Cio di Decalia Asset Management

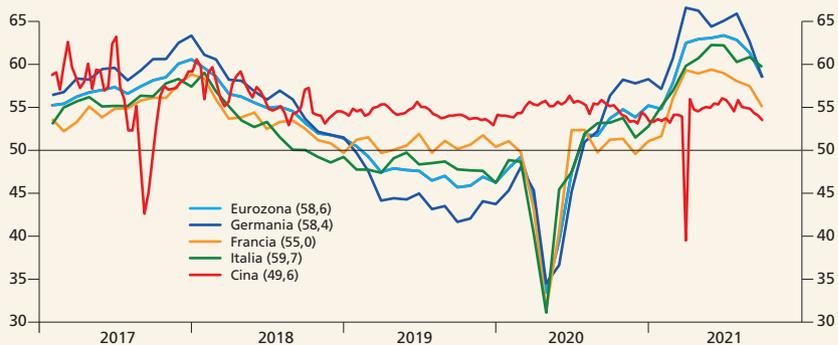


Tra inflazione e materie prime



Fonte: Fed Board, Tesoro Usa, eBureau of Economic Analysis

Indice Pmi manifatturiero Dati a IX-2021



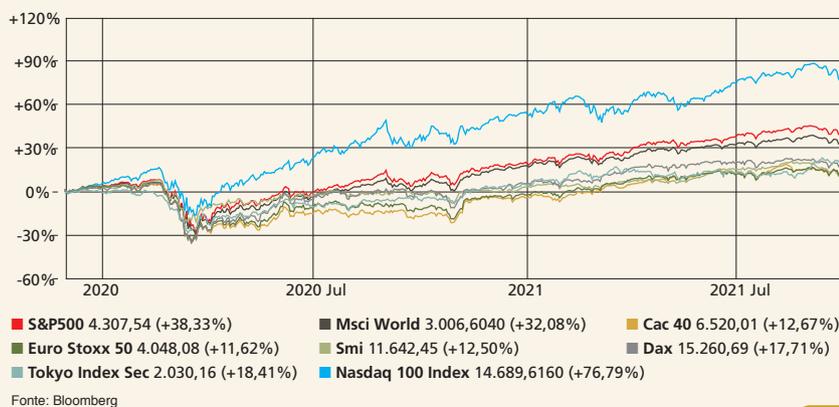
Fonte: Cips, Reuters, Haver Analytics

ottimo paracadute in caso di imprevisti, oltre che un forte vincolo per le imprese a restare competitive. Nel reddito fisso sarà invece fondamentale saper gestire correttamente la duration», prosegue Ambrogio.

Diversamente dalla Cina, dove la bolla immobiliare ha contribuito nel far emergere 'dettagli' da tempo orlati. «Le ultime mosse di Pechino mostrano l'incapacità e lo scarso interesse di essere troppo concilianti con i mercati, e met-

Se è l'inflazione l'osservata speciale delle ultime settimane, e soprattutto della possibile risposta conseguente da parte delle Banche Centrali, a volare sono le materie prime, dunque i metalli industriali oltre all'energia, per un'improbabile serie di coincidenze sul mercato cinese e a cascata sul resto del mondo. Con l'inverno alle porte potrebbero non mancare nuove tensioni.

I principali indici dati dal 1-2020



Il brivido del rischio

La ripresa sembra ormai avviata e ben diffusa, e i Pil di tutte le principali economie dovrebbero toccare livelli record dopo la slavina dello scorso anno, se non recuperando interamente il terreno perduto, in ogni caso andandoci vicino. La crescita acquisita nel primo semestre dell'anno è più che soddisfacente, specie nei Paesi più colpiti, come potrebbe esserlo l'Italia, e anche le previsioni per il secondo vanno delineando ottimi scenari. Ma non mancano i rischi. «Un primo grande interrogativo verrà dall'evolversi del quadro pandemico. Il sorgere di nuove varianti che rendano inefficaci le campagne vaccinali portate avanti sino a oggi potrebbero obbligare le autorità a nuove restrizioni laddove non parziali lockdown. Un secondo rischio è la domanda finale del consumatore americano che dovrà mantenersi a livelli elevati, per garantire alle aziende una crescita dei profitti, che nel 2022 non potrà comunque tenere il passo di quest'anno», precisa Stefano Ambrogi. Del resto il 2021 sta sorprendendo molti analisti per lo slancio registrato proprio dalla crescita degli utili delle imprese, in scia alla volata del Pil. «Per fare solo un esempio, il 90% delle aziende statunitensi ha battuto le stime degli utili con uno scarto medio di quasi il 20%. Secondo le nostre stime i profitti delle quotate allo S&P500 chiuderanno il 2021 con un incremento dei profitti del 45%, con un rialzo per il 2022 di un ulteriore 10% rispetto alle attese. Entro la fine del prossimo anno l'indice potrebbe poi sfondare quota 5000», conclude Elena Guglielmin.

tono in conto interventi ampi nei prossimi anni su molti settori. È stato però anche specificato che le nuove misure non vogliono colpire il capitale privato, ma solo correggere alcuni disequilibri. Un dato questo fondamentale se intrecciato a un fare accomodante della PBoC, in un momento in cui le valutazioni dell'azionario cinese sono fortemente a sconto rispetto agli indici globali», nota Piersimoni.

Tutto questo non è però privo di paradossi, che vanno trascinandosi ormai dal 2008. «Il costante intervento degli istituti centrali sui mercati ne ha di fatto manomesso i tradizionali equilibri, e pur definendosi capitalisti hanno da tempo smesso di esserlo davvero. C'è un enorme problema di moral hazard che

non si riesce a eliminare, è ormai diffusa la consapevolezza che in momenti di forte stress arriverà comunque la 'cavalleria'. Paradossalmente è la Cina, comunista, che continua invece a dimostrarsi meno disponibile nel salvare aziende traballanti, e pronta a intervenire nel settore Tech per correggerne i rischi monopolistici, e per questo si attira le critiche dei (già) capitalisti», chiarisce Cribari.

L'era digitale. Lo sviluppo tecnologico e la rapida digitalizzazione dell'economia, seppur di gran lunga inferiore a quanto non sembri prima facie, hanno trainato la crescita dei listini per anni, ma creato mostri. «L'emergenza pandemica ha giocato a favore delle BigTech, emerse vincitrici, sostenute da trend secolari:

Dai grandi cali del marzo 2020, la performance dei mercati azionari è stata delle più notevoli della storia, diametralmente opposto, invece, l'andamento del Pil, in profondo rosso e ancora lontani dai livelli del 2019.

smart working, e-commerce e cloud computing. Restano però in agguato i rischi di un quadro normativo più stringente, problemi intorno a dati e privacy, e alle norme antitrust. Per quanto non siano nodi semplicissimi da sciogliere nel breve, nel medio periodo potrebbero pesare anche in Occidente, sbloccando però nuove opportunità per aziende e investitori, ad esempio in caso di un pur improbabile smembramento», nota Mejia.

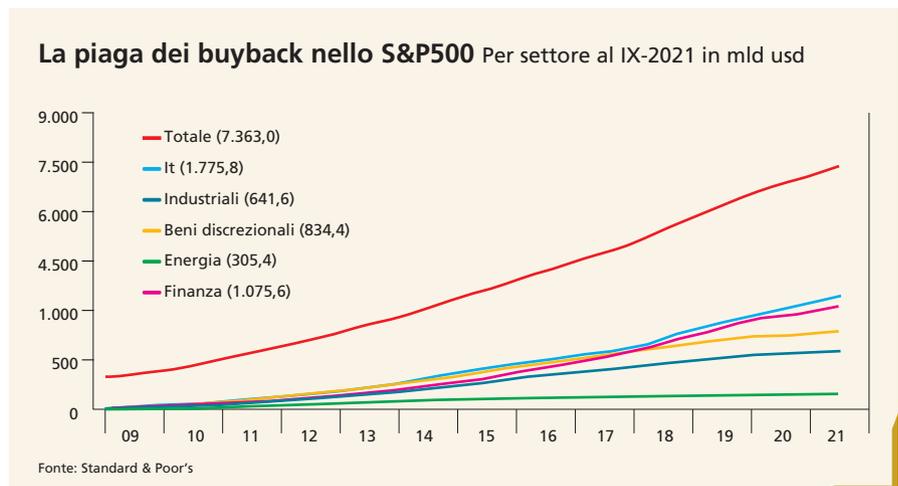
Tali società vantano oggi una capitalizzazione pari o superiore a molti Paesi del G7, che oltre a creare significativi rischi sistemici in caso di tremori, distorcono anche le dinamiche concorrenziali in settori sempre più ampi. «La risonanza mediatica di cui stanno godendo oggi le BigTech rievoca le 'dot-com', seppur con importanti differenze. La principale? Se all'epoca si trattava di aziende in crescita esplosiva ma incapaci di generare profitti o flussi di cassa, nel solo 2020 i Faang hanno generato ricavi per oltre 1 trilione di dollari, sono dunque società straordinariamente redditizie, in quanto monopoliste. Sebbene sia particolarmente complesso pensare di smembrarle, stando al Mit Technology Review non sarebbe impossibile. Da un lato si potrebbe costringerle a condividere i dati con il resto del mercato, oltre a renderli liberamente 'trasferibili' dall'utente (ad esempio tra un social network e l'altro), dall'altro garantire parità di trattamento ai prodotti di soggetti terzi all'interno delle loro piattaforme», evidenzia il Cio di Bg Valeur.

Eppure, anche in questo caso, un problema di valutazioni esiste, oltre ad essere ben evidente. In quali circostanze potrebbe farsi sentire? «Si tratta di titoli 'growth', ossia gli investitori sono disposti ad attendere diverso tempo prima di vedere degli utili, ma alla base del modello di valutazione dei cashflow sta il tasso d'interesse, ed è su questo che potrebbe incidere l'inflazione. Qualora cambiasse il quadro anche il mercato potrebbe non essere più disposto a pagare il prezzo attuale, dando il la a un riequilibrio tra settori», sottolinea il Partner di Novum.

Del domani non v'è certezza. Guardando ai prossimi mesi cos'è dunque lecito attendersi, dai mercati e dunque dall'economia, al netto di una comunque significativa volatilità? «La crescita proseguirà per almeno i prossimi quattro trimestri, sostenuta da consumi privati tonici che trovano a loro volta sostegno nell'erosione di parte dei risparmi accumulati nel 2020, e dalla facilità dell'accesso al credito al consumo. I redditi da lavoro stanno crescendo, come l'occupazione, per quanto ad esempio in Nord America manchino ancora 5,7 milioni di posti di lavoro per tornare ai livelli 2019. A beneficiarne saranno gli azionari, le aziende infatti stanno ricostituendo le scorte dei dettaglianti, e gli utili globali sono attesi in crescita del 42% quest'anno, e del 9% il prossimo», chiosa il Cio di Ubs.

Resterà chiave il ruolo delle Banche Centrali nel garantire serenità ai mercati, e soprattutto ai 'numeri' alla base delle attuali improbabili valutazioni. «Scontando gli utili futuri a un tasso di interesse molto basso è normale che i multipli e il valore di un'azienda aumentino esponenzialmente. Qualora si riesca a mantenere il delicato equilibrio tra tassi in leggero rialzo e utili in crescita a fronte di un ciclo economico favorevole, le prospettive per l'azionario restano rosee. Un aiuto in questa direzione viene dalle Banche Centrali; consapevoli della sensibilità dei mercati a ogni loro cenno solo un'inflazione veramente esplosiva potrà incrinare il quadro», commenta l'analista del Ceresio.

Ovviamente potrebbero però non mancare anche i potenziali rischi, che se nell'immediato appaiono non eccessivi, successivamente potrebbero tornare ad assumere un diverso peso specifico. Sino a quando le Banche Centrali reggeranno il gioco? «Dietro alle buone performance degli indici stanno da tempo le autorità monetarie. Circa la loro stabilità nel medio periodo, però, si potrebbe eccepire che la finanziarizzazione abbia ulteriormente accresciuto la possibilità di retroazione negativa delle cadute delle borse sull'economia. Sino allo scoppio della pandemia il mondo era connaturato da crescita economica stabile, e un'inflazione sotto controllo, dunque gioco facile per la speculazione con molta leva. In questi casi tutto sembra funzionare sino a quando l'aumento delle valutazioni non riesce più ad autoalimentarsi traducendosi in una forte correzione. All'epoca una dei



principali timori», sottolinea Guglielmin.

Che ne sarà dunque del rapporto tra economia e mercati finanziari? Chi dei due infine prevarrà? «Un legame c'è, e continuerà ad esserci, ma è probabile che ad acquisire importanza in futuro saranno i mercati, influenzando l'economia più al ribasso che non al rialzo. È improbabile che ci sarà un riequilibrio tra le due forze, ma se del caso l'unico modo sarebbe passando per un 'Grande reset' alla John Mauldin, dunque la gravità dei tassi d'interesse tornerebbe ad attrarre verso il suolo prezzi e valutazioni degli asset finanziari», conclude Fabrizio Quirighetti.

Definite le ragioni alla base della performance finanziaria dell'ultimo decennio, sorge spontaneo domandarsi se tali valori, almeno da un punto di vista macroeconomico, siano giustificabili, e se dunque in prospettiva l'idillio possa proseguire ancora. Più i multipli si ampliano, più le valutazioni degli asset si gonfiano, più potrebbe rivelarsi disastrosa la caduta, nella consapevolezza che inevitabilmente presto o tardi una correzione avverrà.

Mercati e investitori ci credono, Go-

Al netto di transitorie correzioni, in alcuni casi non irrilevanti, quello iniziato nel 2009 è il bull market più lungo della storia, sostenuto da molti fattori, ma anche dalle forti politiche di riacquisto di azioni in molti settori.

verni e istituzioni ci sperano, le variabili dell'equazione sono dunque le migliori, ed è quindi molto probabile il ciclo possa continuare, seppur in presenza di una crescente volatilità, dipendente dall'evolversi dei prossimi mesi, tra tensioni geopolitiche crescenti e nuove possibili crisi.

Eppure, al concludersi dell'emergenza sanitaria verrà anche il tempo di un *redde rationem* sistemico, in cui mercati ed economia reale si troveranno a doversi confrontare per gettare le fondamenta di un nuovo, e forse finalmente meno artificioso, inizio; ancora da definirsi è però il dove siederanno i due commensali. Per intanto, *Temo i mercati perché crescono, anche se portano dei doni; del resto nel Toro v'è davvero certezza?* □