



## L'anno che verrà

*"L'anno vecchio è finito, ormai  
Ma qualcosa ancora qui non va.  
Si esce poco la sera, compreso quando è festa [...]  
Ma la televisione ha detto che il nuovo anno  
Porterà una trasformazione  
E tutti quanti stiamo già aspettando  
Sarà tre volte Natale e festa tutto il giorno."*

Per la consueta lettera di fine anno abbiamo preso ispirazione dal celebre brano "L'anno che verrà" di Lucio Dalla, che quest'anno appare miglior profeta non solo degli economisti, ma soprattutto dei tanti virologi che si sono distinti in questa gara a chi ci azzecca meno. Infatti, fino a pochi mesi fa, la maggior parte degli esperti non concordava su nulla, a eccezione del fatto che ci sarebbero voluti diversi anni per avere un vaccino contro il Covid-19. Eppure, dopo solo dieci mesi, l'annunciata disponibilità di vaccini efficaci consente di confidare in un probabile ritorno alla normalità nel corso del 2021.

La normalità verso cui ci apprestiamo a tornare sarà caratterizzata però da importanti differenze, rappresentate in molti casi da un'accelerazione dei cambiamenti già in atto prima della pandemia: più lavoro da casa, meno trasferte, più commercio elettronico, più telemedicina, più attenzione alla salute e alle tematiche ambientali. Cambiamenti che rappresentano un'opportunità di investimento. Più che le nostre previsioni, vogliamo condividere il modo in cui posizioneremo i nostri portafogli per proteggerli e cogliere al contempo le occasioni che si presenteranno nel futuro prossimo, investendo nelle aziende e nei settori che potranno maggiormente approfittare dei cambiamenti in atto. Quindi più energie rinnovabili, più telemedicina, più diagnostica, più commercio elettronico, più intelligenza artificiale e più aziende che beneficeranno dall'introduzione del 5G.

Partendo da un portafoglio solido, diversificato e protetto, crediamo vi sia l'opportunità di incrementare le posizioni azionarie, confidando nel fatto che i mercati potranno salire nel corso del prossimo anno. Dal punto di vista geografico, una delle aree più interessanti è quella degli *emerging markets* che, Cina in testa, ha avuto le migliori performance nell'anno appena passato. Proprio la Cina, avendo contenuto in modo efficace gli effetti negativi del Covid, è stata in grado di riprendere la propria crescita e si avvia a conquistare nei prossimi decenni, insieme a India e Indonesia, un ruolo di primo piano nell'economia mondiale.



## Classifica per GDP delle economie mondiali

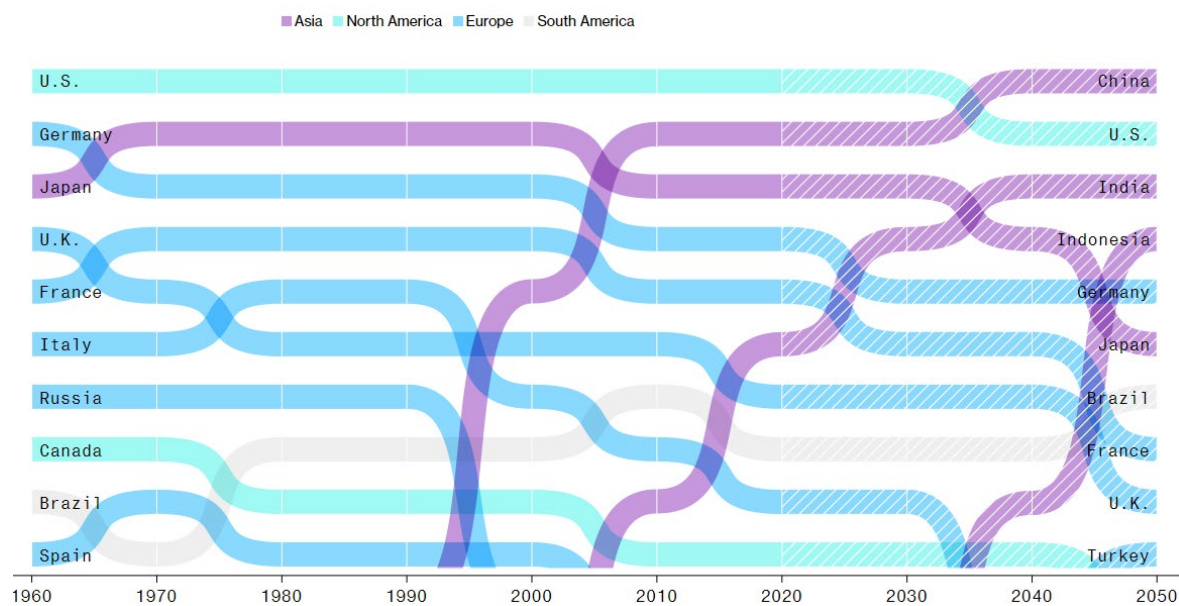
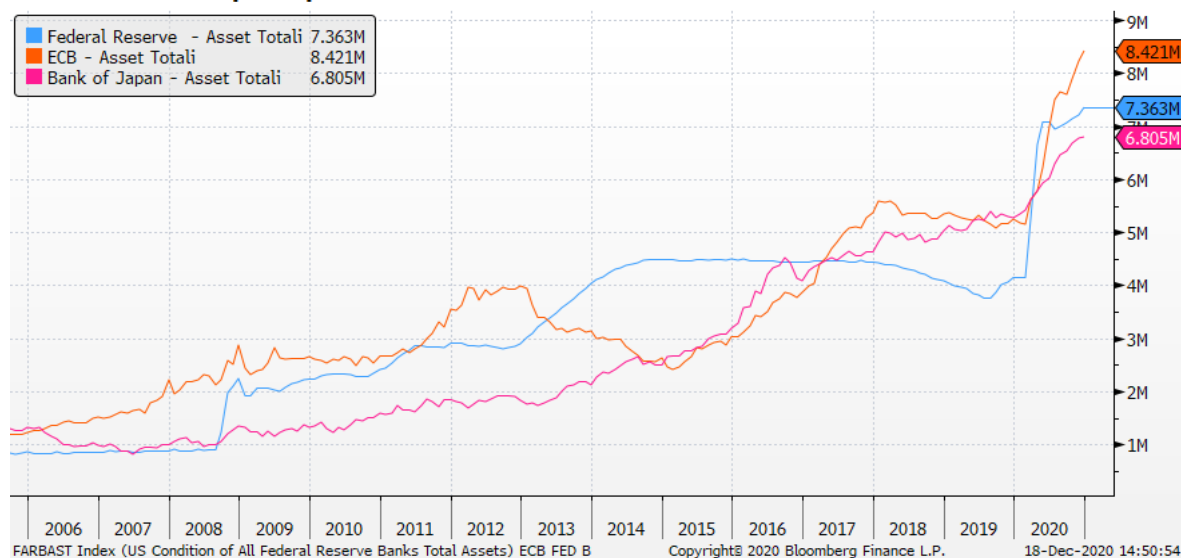


Figura 1: fonte [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

Inoltre, riteniamo che molte *azioni growth* siano già pienamente valutate dal mercato, mentre vi sono ancora buone opportunità nell'ambito dei cosiddetti *titoli value*: società che pur avendo minori capacità di crescita hanno delle valutazioni ancora interessanti.

In generale, l'elemento principale che ci fa ritenere che il prossimo anno potrà essere un anno positivo per i mercati è la liquidità che le banche centrali continueranno a mantenere e a immettere nel sistema. Dopo la crisi del 2008, le banche centrali hanno mantenuto un'abbondanza di moneta per un decennio, questo ci porta a pensare che anche in questa occasione Fed ed ECB non si faranno tentare da interventi restrittivi nonostante eventuali tentativi di rialzo dell'inflazione.

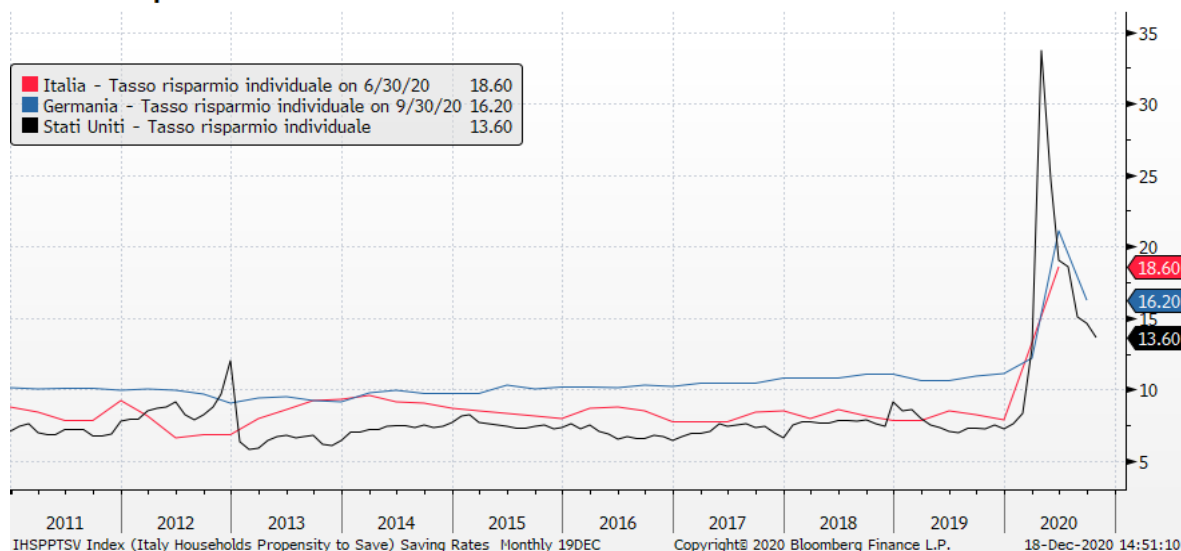
### Asset totali delle principali banche centrali





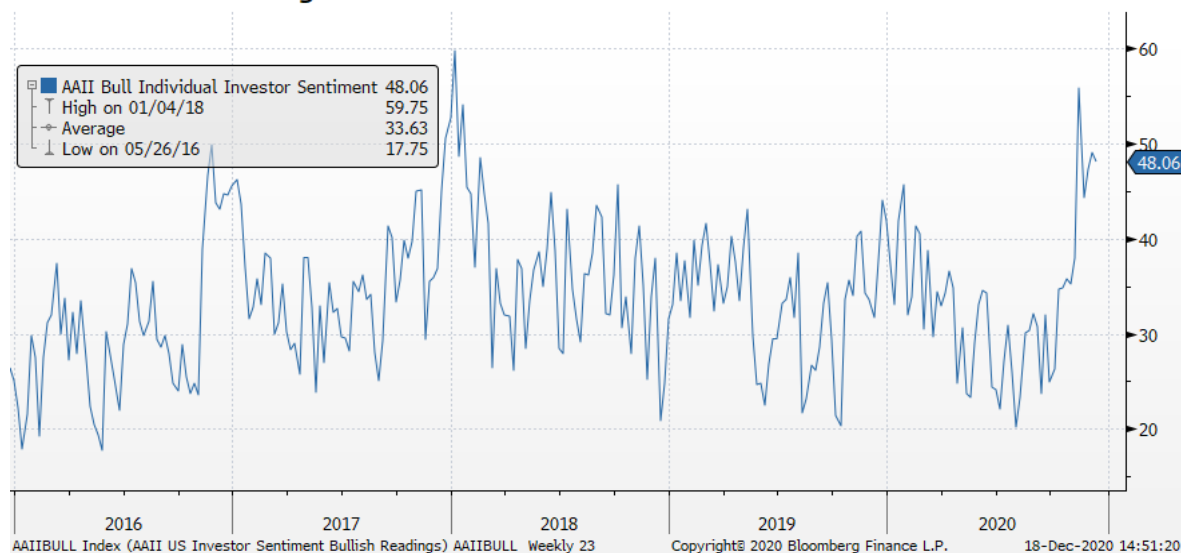
Un altro elemento positivo per il mercato azionario è il forte incremento del tasso di risparmio nei principali paesi, Italia compresa. Se una parte di questi risparmi, come è probabile in un ritorno alla normalità, venissero spesi o comunque investiti, i mercati azionari riceverebbero un ulteriore impulso al rialzo.

### Tassi di risparmio individuale



Un aspetto che invece ci preoccupa e ci induce a mantenere la protezione è l'eccesso di ottimismo che si è manifestato in questi ultimi mesi, come si evidenzia nel grafico qui sotto riportato.

### Indice di ottimismo degli investitori individuali statunitensi



### La patrimoniale: una pessima idea

Nelle ultime settimane, purtroppo, si è aperta nuovamente una discussione sull'introduzione di una tassa patrimoniale. Da parte nostra, anche sentendoci responsabili per il patrimonio dei nostri clienti, non possiamo che essere fortemente



contrari. Innanzitutto, il solo fatto di parlare di patrimoniale ha un effetto depressivo su consumi e investimenti e fa aumentare in molti imprenditori la tentazione di trasferirsi in paesi fiscalmente più ospitali. In secondo luogo, esiste già una tassa dello 0.2% sui patrimoni finanziari oltre alla fiscalità su dividendi e *capital gain*.

Ma c'è un aspetto, che non ci sembra sia stato ancora colto da esperti e opinionisti professionali, che ci interessa sottolineare.

La grandissima espansione della liquidità da parte delle banche centrali, iniziata nel 2008 e che nel 2020 ha ricevuto un ulteriore incremento, ha spinto al ribasso i tassi di interesse che, ormai depurati dall'inflazione, sono diventati negativi in tutti i paesi sviluppati. Questo ha facilitato la ripresa delle economie rendendo più conveniente l'accesso al credito e inoltre ha ridotto in modo significativo il costo del debito pubblico. Ma chi ha pagato in misura maggiore le conseguenze di questa necessaria espansione di liquidità?

Sono stati proprio i risparmiatori investiti in liquidità e obbligazioni, i quali hanno visto il rendimento del loro patrimonio non solo azzerarsi ma diventare negativo. I risparmiatori scontano così una "patrimoniale implicita" del 2.5-3% rispetto a una situazione "normale" in cui i propri depositi genererebbero rendimenti positivi. A questo aspetto si aggiunge quello diluitivo: più moneta circola, a parità di beni offerti, minore è il suo valore. Ci sembra quindi che i risparmiatori abbiano già dato un notevole contributo alle finanze dello stato.

Si dirà poi che chi investe in azioni ha avuto modo di attutire questi effetti. Ma anche in questo caso, si deve considerare il contributo essenziale che le stesse aziende danno alla società creando lavoro, generando utili e sviluppando nuovi prodotti. Il patrimonio aziendale di un paese è un bene prezioso, va protetto e custodito, e coloro che investono i propri risparmi in queste aziende vanno incentivati e tutelati, certamente non puniti con una fiscalità oppressiva. Inoltre, una patrimoniale sarebbe in netto contrasto con provvedimenti di segno opposto, quali i Piani Individuali di Risparmio, recentemente introdotti proprio per stimolare i risparmiatori a investire nelle imprese attraverso rilevanti benefici fiscali.

Insomma: da qualsiasi lato la si osservi, la patrimoniale appare un'idea pessima.

Ringraziando ancora una volta tutti i nostri clienti per la fiducia, auguriamo a tutti un felice Natale e un magnifico 2021.

Alessandro di Carpegna Brivio  
*Amministratore delegato Camperio Sim*

Milano, 18 dicembre 2020