

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

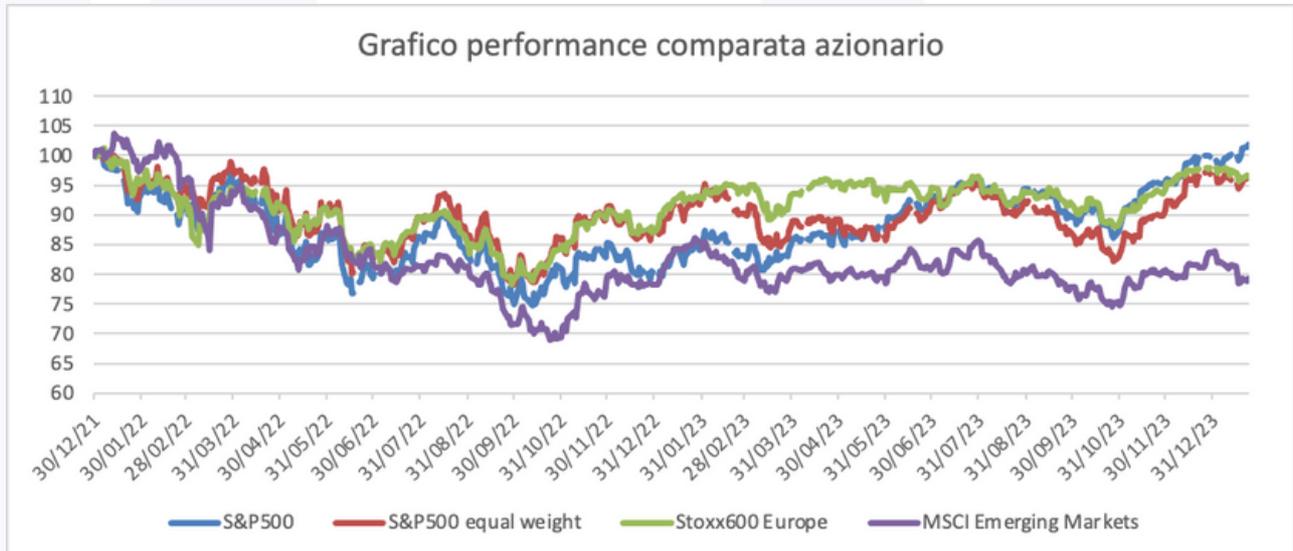
Chief Investment Officer BSM

TUTTO BENE PER ORA

Le tante incognite suggeriscono cautela

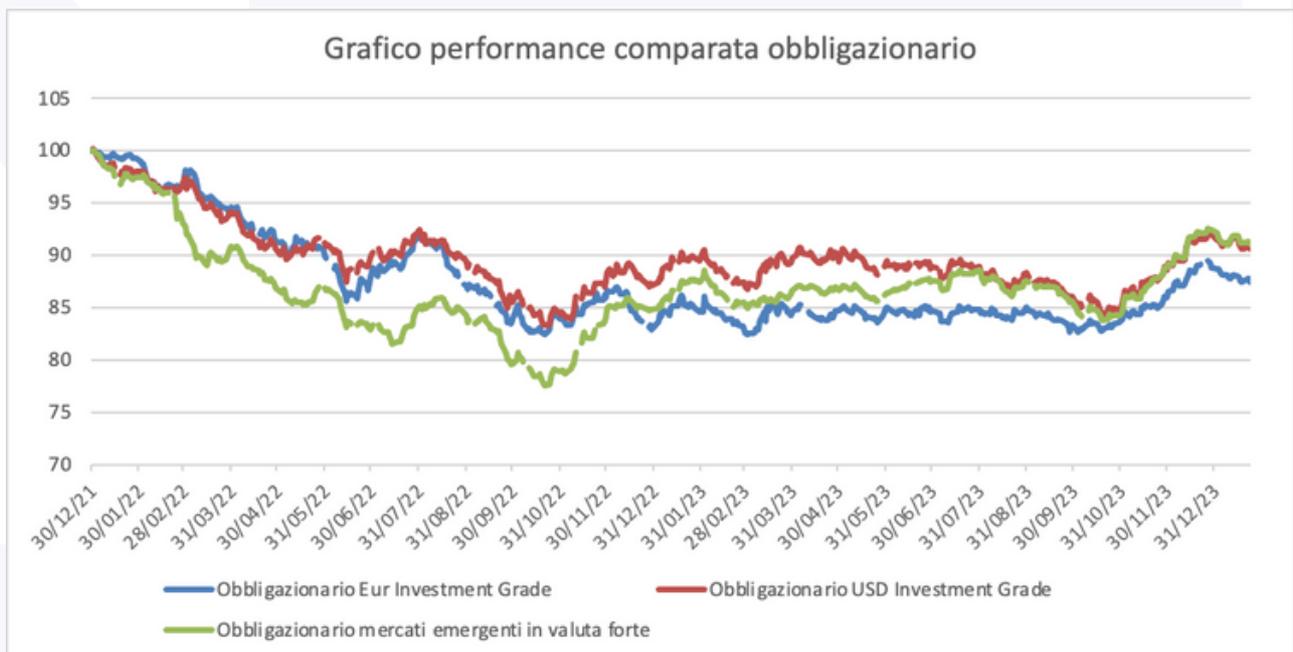
Nuovi massimi! L'euforia è palpabile e leggendo i titoli degli ultimi giorni sui principali mezzi di informazione finanziaria che titolano a tutta pagina che il mercato azionario, dopo ben due anni, ha fatto registrare i nuovi massimi, sembrerebbe tutto rosa e fiori, quando invece, scavando un po' più a fondo e non fermandosi in superficie, emergerebbero almeno due tematiche: la prima riguarda chi o cosa ha registrato i nuovi massimi e la seconda se è effettivamente così raro che i mercati registrino nuovi massimi. Partiamo dalla prima, chi o cosa ha registrato i nuovi massimi. I mercati finanziari sono molto America-centrici e solitamente, quando si parla di mercati azionari, il riferimento è l'indice S&P500, quello che racchiude le large cap americane. Ebbene sì, effettivamente questo indice, dopo ben due anni, ha superato i massimi che erano stati registrati ad inizio gennaio 2022 e questa è sicuramente una buona notizia per gli investitori ma, scendendo più in profondità, appare chiaro come la positività non sia stata equamente distribuita su tutto il mercato, con tantissime sacche ancora nettamente sotto ai massimi registrati ormai oltre due anni fa. In effetti, sia analizzando lo stesso mercato azionario americano sia mercati azionari di altre regioni del mondo, appare chiaro come gran parte della performance positiva di questo ultimo anno sia stata registrata da pochi settori e titoli, come ad esempio quelli legati al tema dell'intelligenza artificiale (grafico performance comparata azionario).

Grafico performance comparata azionario: performance, basata a 100 a fine 2021, degli indici azionari S&P500, S&P500 Equal Weight (ogni titolo pesa in modo uguale), Stoxx600 Europe e MSCI Emerging Markets



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, price return (dati al 24/01/2024)

Grafico performance comparata obbligazionario: performance, basata a 100 a fine 2021, degli indici obbligazionari Bloomberg Eur Aggregate, Bloomberg USD Aggregate e Bloomberg Emerging Markets USD Aggregate



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, price return (dati al 24/01/2024)

Ancora più evidente come nuovi massimi non siano stati affatto registrati dai principali mercati obbligazionari, che rimangono in una situazione di drawdown tra il 10% ed il 15%, sebbene in lento e graduale recupero rispetto ai minimi (grafico performance comparata obbligazionario). Pertanto, appare evidente come portafogli bilanciati, ben diversificati, e senza elevati dosi di rischio-specifico, si trovino molto probabilmente ancora in una situazione di ribasso rispetto a due anni fa, prevalentemente a causa della componente obbligazionaria. Non è tutto oro quello che luccica quindi. La seconda tematica a cui si faceva cenno era se fosse così raro che i mercati azionari registrino nuovi massimi e qua, sia dal punto di vista empirico che teorico, la risposta è un secco no. In effetti, i mercati azionari sono composti dalle società presenti in tutto il mondo ed investendovi si ha appunto accesso alla performance di dette società.

Tabella nuovi massimi: per ogni periodo in cui si è registrata una perdita di oltre il 20% sull'indice azionario S&P500, si mostra il numero di giorni intercorsi tra i massimi ed i minimi di periodo e tra i minimi ed i massimi di periodo

S&P 500 Bear Markets Since 1950

Peak	Trough	% Decline	Peak to Trough Number of Days	Next All-Time High	Number of Days to New Highs
7/15/1957	10/22/1957	-20.7%	99	9/24/1958	436
12/12/1961	6/26/1962	-28.0%	196	9/3/1963	630
2/9/1966	10/7/1966	-22.2%	240	5/4/1967	449
11/29/1968	5/26/1970	-36.1%	543	3/6/1972	1,193
1/11/1973	10/3/1974	-48.2%	630	7/17/1980	2,744
11/28/1980	8/12/1982	-27.1%	622	11/3/1982	705
8/25/1987	12/4/1987	-33.5%	101	7/26/1989	701
3/24/2000	10/9/2002	-49.1%	929	5/30/2007	2,623
10/9/2007	3/9/2009	-56.8%	517	3/28/2013	1,997
2/19/2020	3/23/2020	-33.9%	33	8/18/2020	181
1/3/2022	10/12/2022	-25.4%	282	1/19/2024	746

Data: YCharts (my calculations)

Fonte: awealthofcommonsense.com

In sostanza, cosa apprendiamo da queste analisi? Che nei prossimi anni è altamente probabile che si realizzeranno tanti nuovi massimi, intervallati però anche da dolorosi ribassi. No pain no gain!

Tabella futuro: cosa succede 1, 3, 5 e 10 anni dopo il raggiungimento di nuovi massimi sull'indice azionario S&P500

Returns From New All-Time Highs After a Bear Market

Peak	Trough	% Decline	New Highs	+1 Year	+3 Years	+5 Years	+10 Years
7/15/1957	10/22/1957	-20.7%	9/24/1958	17.3%	47.0%	68.5%	183.3%
12/12/1961	6/26/1962	-28.0%	9/3/1963	21.1%	17.5%	17.5%	108.5%
2/9/1966	10/7/1966	-22.2%	5/4/1967	14.4%	-5.2%	44.8%	54.3%
11/29/1968	5/26/1970	-36.1%	3/6/1972	7.8%	-14.6%	13.2%	66.4%
1/11/1973	10/3/1974	-48.2%	7/17/1980	20.5%	71.8%	115.0%	377.3%
11/28/1980	8/12/1982	-27.1%	11/3/1982	27.9%	62.9%	131.1%	354.8%
8/25/1987	12/4/1987	-33.5%	7/26/1989	6.5%	35.4%	54.8%	396.5%
3/24/2000	10/9/2002	-49.1%	5/30/2007	-6.7%	-23.9%	-4.5%	95.5%
10/9/2007	3/9/2009	-56.8%	3/28/2013	21.9%	39.8%	86.8%	217.4%
2/19/2020	3/23/2020	-33.9%	8/18/2020	31.2%	35.0%	???	???
1/3/2022	10/12/2022	-25.4%	1/19/2024	???	???	???	???

Fonte: Elaborazione BSM su dati IMF

Data: Ycharts (my calculations)

COME SI SONO COMPORATI I MERCATI FINANZIARI NELL'ULTIMO PERIODO?

Dopo l'ultima parte dell'anno da poco conclusosi che si era rivelata estremamente brillante, con tassi di interesse in forte discesa, spread di credito in contrazione e mercati azionari al rialzo, il nuovo anno è iniziato ad un ritmo più moderato e meno euforico, con una certa dose di negatività sui mercati obbligazionari (tuttavia stemperata da un atteggiamento abbastanza accomodante delle principali banche centrali e dall'annuncio di minori emissioni obbligazionarie governative negli USA per il primo trimestre) che stavano – e probabilmente ancora stanno – scontando un allentamento della politica monetaria più veloce di quello che appare invece più probabile razionalmente (grafico aspettative tassi). Performance invece variegata (buone per gli USA e per l'Europa mentre malissimo per la Cina, che deve fare ancora i conti con la crisi del settore immobiliare ed una situazione demografica non idilliaca) sui mercati azionari.

Grafico aspettative tassi BCE

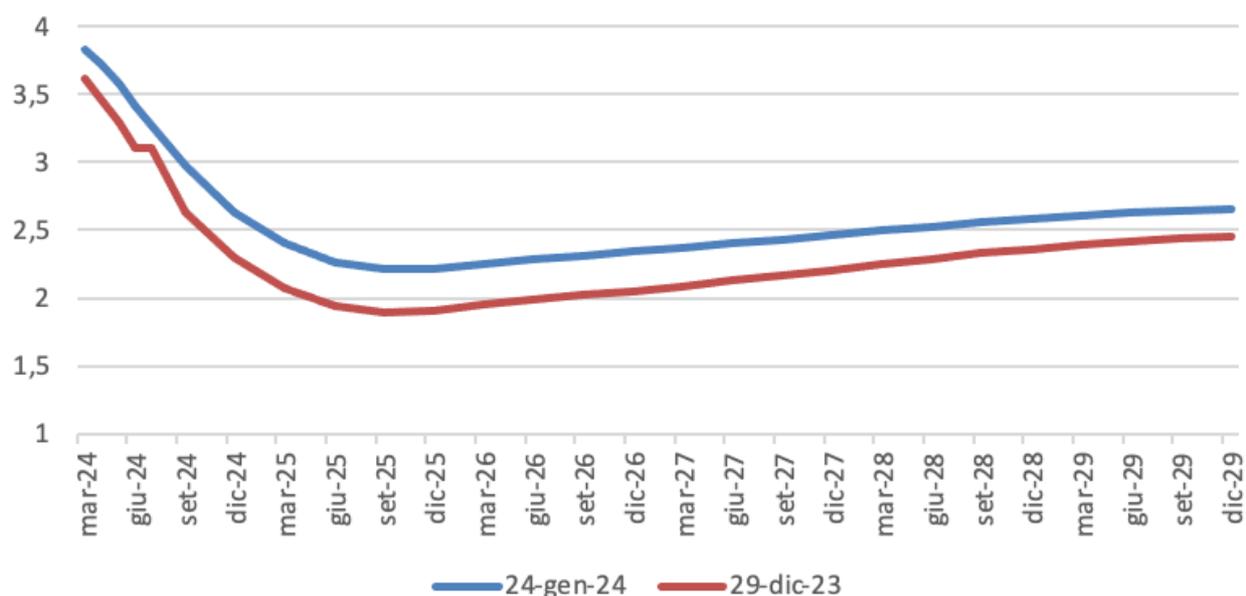


Tabella performance

Asset Class	Perform. % genn. in valuta locale	Perform. % 2024 val. locale	Perform. % 2023 val. locale
Azionario Americano	1,59%	1,59%	24,23%
Azionario Europeo	2,81%	2,81%	19,19%
Azionario Mercati Emergenti	-4,68%	-4,68%	7,04%
Obbligazionario Investment Grade USA	-0,27%	-0,27%	5,53%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	-0,33%	-0,33%	7,19%
Obbligazionario globale High Yield	-0,19%	-0,19%	14,04%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	-0,56%	-0,56%	9,09%

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg. Price return per indici azionari, total return per indici obbligazionari

QUALI SONO STATI GLI EVENTI PIÙ SIGNIFICATIVI DELL'ULTIMO PERIODO?

Si è appena concluso un mese davvero ricco di eventi. Partendo dalla politica, in America le primarie del partito repubblicano tenutesi in diversi stati, hanno visto il nettissimo trionfo di Donald Trump che quindi, salvo problematiche legali, sarà il contendente repubblicano alle elezioni presidenziali di novembre. In Asia, le elezioni a Taiwan hanno consegnato un risultato molto bilanciato: presidenza al candidato anti-Cina e parlamento al partito più pro-Cina. Sul fronte banche centrali, la BCE ha lasciato invariati i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi rispettivamente al 4,50%, al 4,75% e al 4,00%, mentre la FED li ha lasciati invariati nel range 5,25%-5,50%, lasciando intendere come non è atteso un ribasso nemmeno durante la riunione di marzo. Da segnalare, infine, l'approvazione da parte della Securities Exchange Commission degli ETF sul bitcoin fisico, che in teoria potrebbe portare maggiori flussi sullo strumento, ma che si è rivelato un vero caso di scuola del "buy the rumour, sell the news", in sostanza "compra prima che l'evento si avveri (grafico bitcoin).

Grafico Bitcoin: andamento del prezzo del bitcoin negli ultimi 6 mesi



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg al 25 gennaio 2024

QUAL È LA CONDIZIONE DI SALUTE DELL'ECONOMIA GLOBALE?

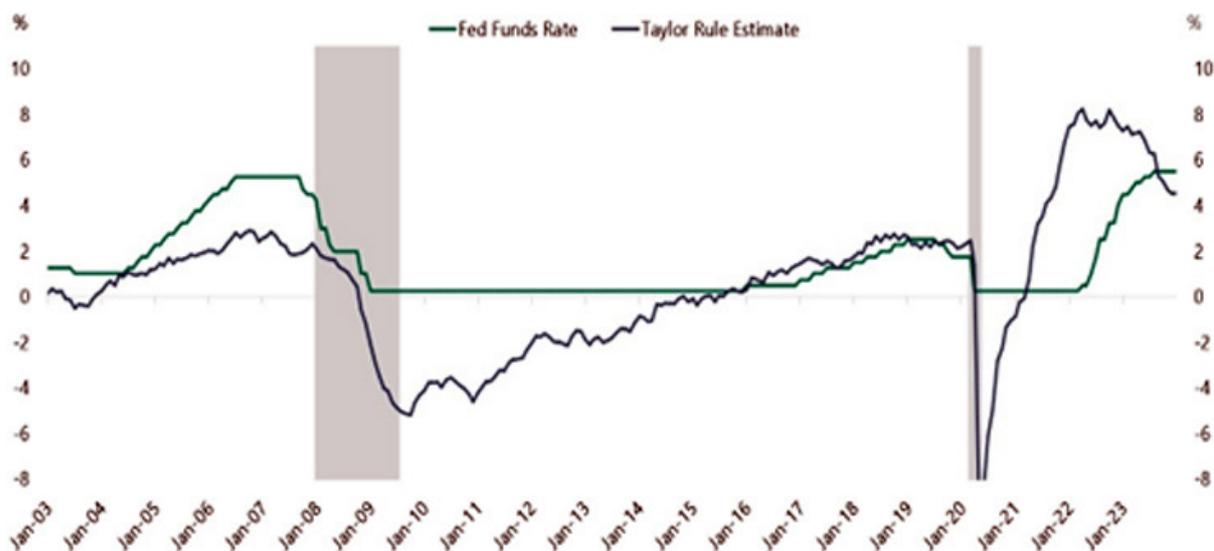
Se guardiamo ai dati macroeconomici più classici, come crescita del PIL (che in America è cresciuto del 3,3% annualizzato nel quarto trimestre), inflazione e disoccupazione (tutti dati ritardati) la condizione di salute appare sicuramente non malvagia ma anzi parecchio buona! Tuttavia, il ritardo temporale con cui la politica monetaria agisce sull'economia (i rialzi dei tassi effettuati nell'ultimo anno e mezzo si faranno sentire) ma soprattutto il possibile risveglio dell'inflazione, principalmente a causa delle tensioni geopolitiche nel Mar Rosso che hanno già fatto registrare un sensibile aumento del prezzo dei noli (grafico prezzo noli), dopo che i prezzi erano scesi ai livelli precedenti alla pandemia. Tale dinamica, se non rientrerà in breve tempo, porterà a catena un aumento dei prezzi, partendodal settore dei beni per poi espandersi anche a quello dei servizi. Questa situazione, inoltre, potrebbe sicuramente impedire alle banche centrali di procedere in maniera spedita ai tagli dei tassi di interesse, che invece attualmente potrebbero essere giustificati (grafico taylor rule).

Grafico prezzo noli: prezzo medio composito in USD per il trasporto di container su nave



Fonte: elaborazione BSM su dati Drewry World Container Index AL 24/01/2024

Grafico Taylor Rule: la Taylor rule è una regola meccanica che, in base al tasso di riferimento considerato neutrale, al livello corrente dell'inflazione e della disoccupazione, fornisce il livello dei tassi di interesse che le banche centrali dovrebbero adottare. Il grafico riporta i tassi attuali della banca centrale americana e quelli stimati dalla Taylor rule



Fonte: Torsten Slok di Apolloacademy al 24 gennaio 2024

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

L'attenzione principale anche in febbraio sarà rivolta all'evoluzione del contesto geopolitico, soprattutto in Medio Oriente, in quanto un peggioramento della situazione impatterebbe prepotentemente sull'inflazione, che poi a catena avrebbe implicazioni non solo sulla crescita ma soprattutto sulla politica monetaria, che come ben sappiamo ha una grande incidenza sull'andamento degli attivi finanziari! Un occhio sempre attento inoltre sarà rivolto agli eventuali stimoli all'economia che potrebbero arrivare in Cina e che gioverebbero alla ripresa dei mercati emergenti nel loro complesso ed alla prosecuzione della pubblicazione dei risultati aziendali del quarto trimestre 2023, finora in chiaroscuro. Infine, inizierà ad essere sempre più importante monitorare attentamente la condizione delle riserve bancarie negli USA, dinamica questa che permetterà di capire come e se continuerà il processo di riduzione del bilancio della FED, la banca centrale americana. Infatti, sotto a determinati livelli di riserve

gli ingranaggi del sistema finanziario iniziano a scricchiolare. In tal senso, appare utile guardare il calo degli attivi parcheggiati nella "reverse repo facility" (grafico reverse repo) della FED (un ritorno verso allo zero potrebbe essere sintomo di una imminente fine del processo di riduzione del bilancio)

Grafico reverse repo: ammontare parcheggiato nella reverse repo facility della FED in miliardi di dollari



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg al 24/01/2024

COSA CI DICONO LE VALUTAZIONI ATTUALI DEI MERCATI FINANZIARI E COSA È LECITO ATTENDERSI NEL MEDIO PERIODO?

Come sempre risulta importante dare uno sguardo alle valutazioni delle principali categorie di investimento, in quanto nel medio-lungo periodo la performance dei mercati è fortemente correlata alle valutazioni presenti al momento dell'investimento (più basse sono le valutazioni più elevato è il rendimento prospettico e viceversa). La tabella valutazioni ci mostra livelli in peggioramento su tutte le classi di investimento, soprattutto sul mercato azionario e sull'obbligazionario con maggiore rischio di credito. Per quanto riguarda più nello specifico i mercati obbligazionari, nonostante valutazioni più care rispetto al mese scorso, il segmento Investment Grade mostra ancora valori interessanti che

quindi, in considerazione dei livelli di partenza, ha buone probabilità di offrire discrete performance prospettiche.

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	80 (75 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	35 (28 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	62 (38 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	67 (51 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 24 gennaio 2024. Il percentile, con valori che vanno da 0 a 100 (più il valore è elevato e più il mercato è caro) è calcolato su una serie storica di 10 anni e rilevazioni mensili.

La tabella valutazioni ci mostra livelli in peggioramento su tutte le classi di investimento, soprattutto sul mercato azionario e sull'obbligazionario con maggiore rischio di credito. Per quanto riguarda più nello specifico i mercati obbligazionari, nonostante valutazioni più care rispetto al mese scorso, il segmento Investment Grade mostra ancora valori interessanti che quindi, in considerazione dei livelli di partenza, ha buone probabilità di offrire discrete performance prospettiche.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

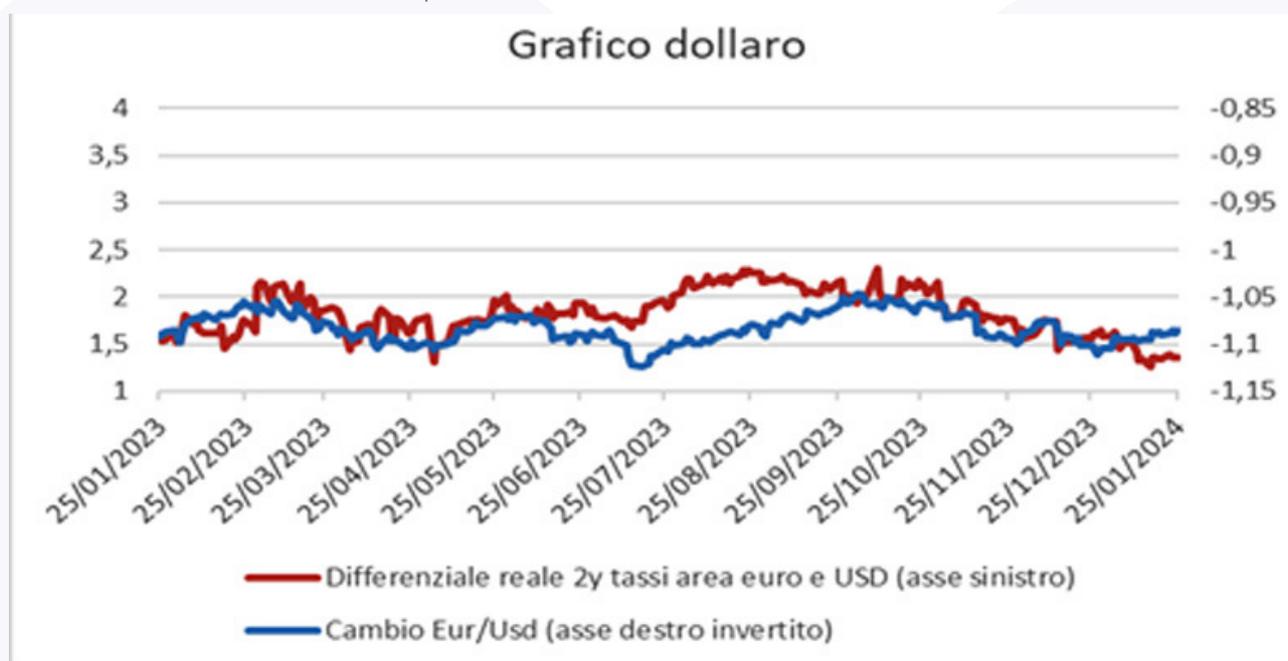
I mercati finanziari appaiono decisamente forti nel momento in cui si scrive ma sappiamo molto bene come gli stessi, nel breve periodo, si muovano un po' come un elastico, che può essere "tirato" solamente fino ad un certo punto oltre al quale ci scappa di mano e si contrae. In sostanza, quando i mercati iniziano ad essere troppo tirati, occorre un periodo di pausa e ritracciamento, molto spesso scatenato da un qualche fattore. In questo momento, vediamo una situazione di elastico abbastanza allungato e pertanto soprattutto sui mercati azionari dei paesi sviluppati (maggior valore è presente sugli emergenti, con la Cina che potrebbe essere una scommessa da potersi giocare, sempre con le dovute proporzioni), mentre la situazione su quelli obbligazionari appare più bilanciata, con la parte a breve della curva che, se sposiamo la tesi che le banche centrali saranno più lente nel processo di riduzione dei tassi rispetto a quanto scontato dai mercati offre tanto valore.

In dettaglio, per il prossimo periodo, si consiglia di:

- Mantenere l'esposizione azionaria a livelli leggermente inferiori rispetto al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Mantenere l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito a livelli leggermente inferiori rispetto al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Mantenere l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito in linea al peso stabilito in sede di asset allocation strategica.

Relativamente al mercato valutario, ribadiamo quanto scritto a partire da ottobre sul cambio Eur-Yen Giapponese, confermando la nostra idea che posizioni lunghe sulla moneta nipponica appaiono sensate, in considerazione sia della sottovalutazione in termini fondamentali sia del probabile restringimento del differenziale dei tassi di interesse tra le due aree economiche. Il Dollaro Americano, infine, dopo il rally contro l'euro delle ultime settimane, appare ora in disallineamento rispetto al differenziale reale dei tassi di interesse (grafico dollaro) e pertanto, sempre rimanendo sull'esempio dell'elastico, appare plausibile un movimento a favore della moneta unica.

Grafico dollaro: linea rossa asse destro: cambio eur/usd; linea blu asse sinistro: differenziale reale dei tassi di interesse in area USD e EUR sul punto a 2 anni della curva



Fonte: elaborazione BSM al 25 gennaio 2024



Banca di San Marino®
Futuro da una vita