

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

LE SCORCIATOIE MENTALI SUI MERCATI NON FUNZIONANO

Attesa una stagione calda sui mercati finanziari

La mente umana è decisamente complessa ma a volte anche molto pigra e pertanto, anche sui mercati finanziari, un po' come in tutti gli ambiti della vita, quando dobbiamo prendere delle decisioni, siamo guidati da alcuni meccanismi volti a velocizzare il processo, euristiche (scorciatoie mentali), bias e stereotipi in genere. Tale caratteristica della mente umana, specialmente nel mondo attuale dove ognuno di noi è immerso, o sommerso che dir si voglia da innumerevoli stimoli mentali che provengono da ogni dove, è decisamente utile in tantissimi contesti, in quanto l'altro sistema con cui la mente umana funziona, quello più lento e metodico, mal si adatta alle tantissime decisioni che, anche senza accorgerci, prendiamo continuamente nel quotidiano. Sui mercati finanziari, tuttavia, trattandosi di meccanismi decisamente complessi, la pigrizia mentale e l'utilizzo di euristiche, volte a prendere decisioni di investimento, raramente producono risultati apprezzabili ed anzi molto spesso ci portano a seguire dei percorsi che, se va bene, si rivelano accidentati. Qualche esempio pratico può sicuramente aiutarci a capire meglio che, quando parliamo di investimenti, e quindi non di operazioni speculative (dove invece l'istinto, le technicalità ed anche la fortuna giocano la loro parte) affidarsi a scorciatoie mentali abbia poco senso e che invece il metodo più lento e metodico, ma che richiede sforzi maggiori, sia quello che offre risultati migliori. Il 2024 è un anno elettorale per gli Stati Uniti d'America e risulta quindi abbastanza normale domandarsi come performeranno i mercati finanziari qualora il nuovo Presidente dovesse essere di stampo democratico o repubblicano ed a seconda di come la si veda politicamente, potremmo essere tentati di affermare,

facendoci influenzare da bias e stereotipi, che l'economia ed i mercati finanziari andranno più o meno bene a seconda di chi vincerà ma alla prova dei fatti, l'evidenza empirica ci dimostra come l'andamento dei mercati finanziari sia decisamente indipendente dal colore della presidenza e che ogni mandato presidenziale, indipendentemente dall'andamento complessivo, abbia dovuto affrontare momenti di ribasso anche importanti, non denotando quindi pattern particolari (grafico mercati e presidenti).

S&P 500 CAGR During Presidential Term vs Max Drawdown

Since Roosevelt. (1/2) = first term. (2/2) = second term.

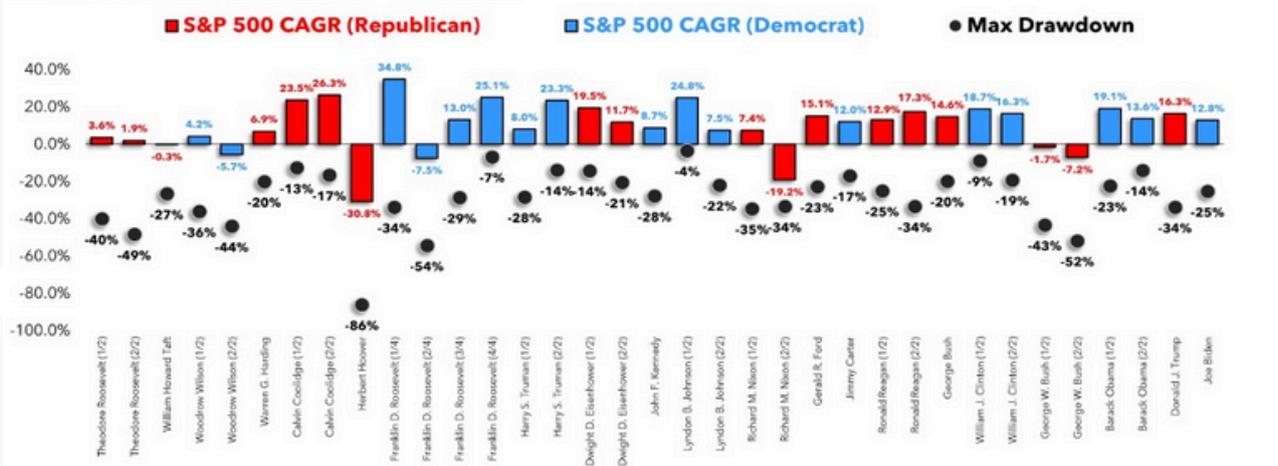


Grafico mercati e presidenti: andamento dell'indice azionario S&P500 durante le presidenze americane (in blu i democratici ed in rosso i repubblicani), comprensivo della massima perdita registrata dai massimi. Fonte: Ritholtz Wealth Management

Ebbene, potrebbe quindi venire naturale dire "eh se avessi investito tutto su NVIDIA... Tuttavia, sui mercati, vi è sempre stata e sempre vi sarà la storia affascinante, sexy, che poi però, il più delle volte, finisce per non risultare così sexy come poteva sembrare inizialmente. Un esempio lampante in tal senso ce lo ha regalato, di recente, il veicolo di investimento "ARK INNOVATION" che, come dice il nome, investe in società innovative e gestito da Cathie Wood. Nel 2021, dopo performance epiche, sembrava che la gestrice del fondo avesse le mani magiche e che chi non investisse nel suo veicolo fosse quasi uno scellerato. Sempre rimanendo in tema politico è nel DNA del fronte repubblicano, da un punto di vista di settore industriale, privilegiare

quelli più tradizionali, come ad esempio l'Oil&Gas, al contrario del fronte democratico che invece predilige quelli a vocazione più ecologista, come ad esempio quello delle energie rinnovabili. Ebbene, utilizzando questo stereotipo, potremmo essere stati invogliati ad investire sul settore dell'Oil&Gas durante la presidenza Trump e sul settore delle energie rinnovabili durante la presidenza Biden. I risultati non sarebbero stati purtroppo dei migliori (grafico settoriale 1 e grafico settoriale 2). Uscendo dalle tematiche politiche, un altro esempio di utilizzo improprio di euristiche per l'investimento sui mercati finanziari è quello di seguire "il momentum" o le tendenze di breve periodo pensando (anzi, sperando), che ciò che ha funzionato sino a ieri dovrà per forza funzionare anche oggi. In tal senso è esemplare il paragone portato dall'epistemologo (ed ex trader) Nassim Taleb nel saggio "Il cigno nero" quando raffronta l'andamento di un ipotetico investimento a quello del "benessere di un tacchino da allevamento" che viene nutrito costantemente dal suo macellaio per i primi 1.000 giorni, dando quindi la quasi certezza (nella mente del tacchino) di come anche il milleunesimo giorno arriverà la razione quotidiana di cibo, mentre invece tutti sappiamo come andrà a finire il giorno del ringraziamento... (grafico 1000 and 1 days in the life of a thanksgiving turkey).

Lo stesso fenomeno accade molto spesso anche sui mercati finanziari dove andamenti costanti e positivi, che rischiano sicuramente di ingolosirci, lasciano poi spazio in un battibaleno a violente discese dei corsi, senza che non vi sia neppure una ragione all'apparenza logica (ma forse la ragione logica non vi era stata nemmeno durante tutta la fase del movimento ascendente). Gli esempi riportati possono sembrare sicuramente estremi, ma è indubbio che quando parliamo di investimenti finanziari l'unica strategia che si presenta con un elevato grado di probabilità di successo sia quella di non affidarsi a scorciatoie mentali, ma bensì di utilizzare quella parte della mente che funziona in modo più lento e metodico e seguire quindi metodi empiricamente robusti, senza mai avere la presunzione di essere in grado di prevedere il futuro che come sempre non fa altro che sorprenderci!

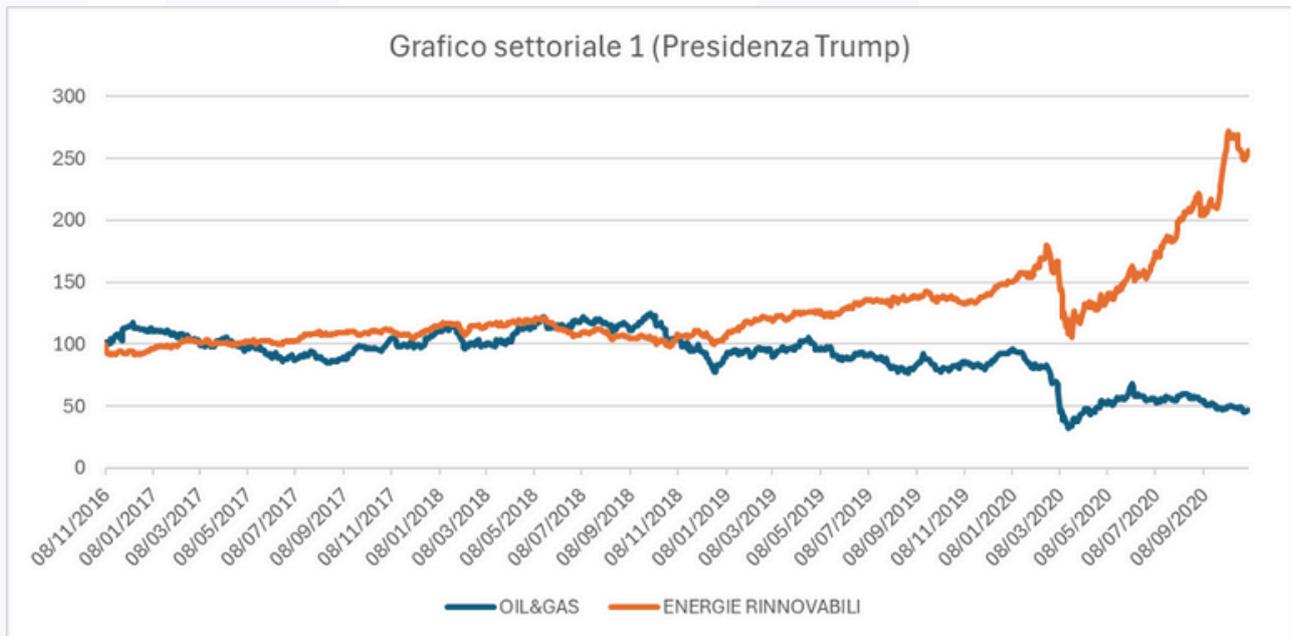


Grafico settoriale 1: andamento degli indici settoriali oil&gas e clean energy dal 8 novembre 2016 (elezione di Trump) al 3 novembre 2020 (elezione di Biden), su base 100. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg, utilizzando come gli indici S&P Commodity Producers Oil & Gas Exploration & Production e S&P Global Clean Energy.

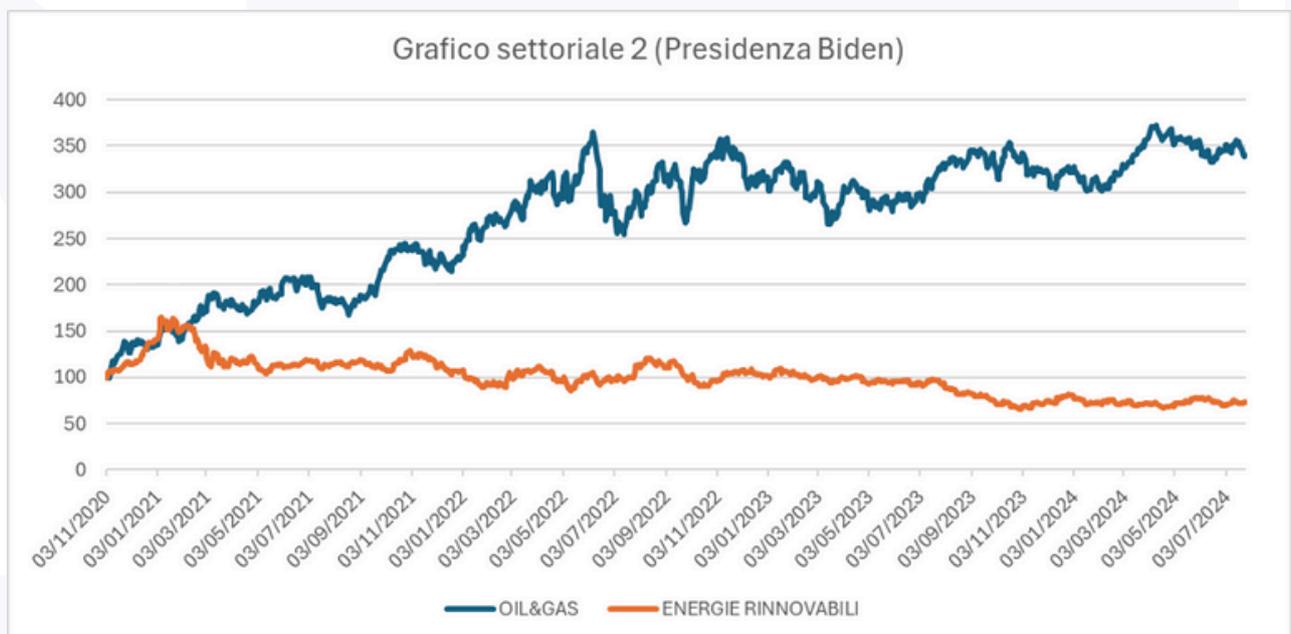


Grafico settoriale 2: andamento degli indici settoriali oil&gas e clean energy dal 3 novembre 2020 (elezione di Biden) al 28 luglio 2024, su base 100. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg, utilizzando come gli indici S&P Commodity Producers Oil & Gas Exploration & Production e S&P Global Clean Energy.

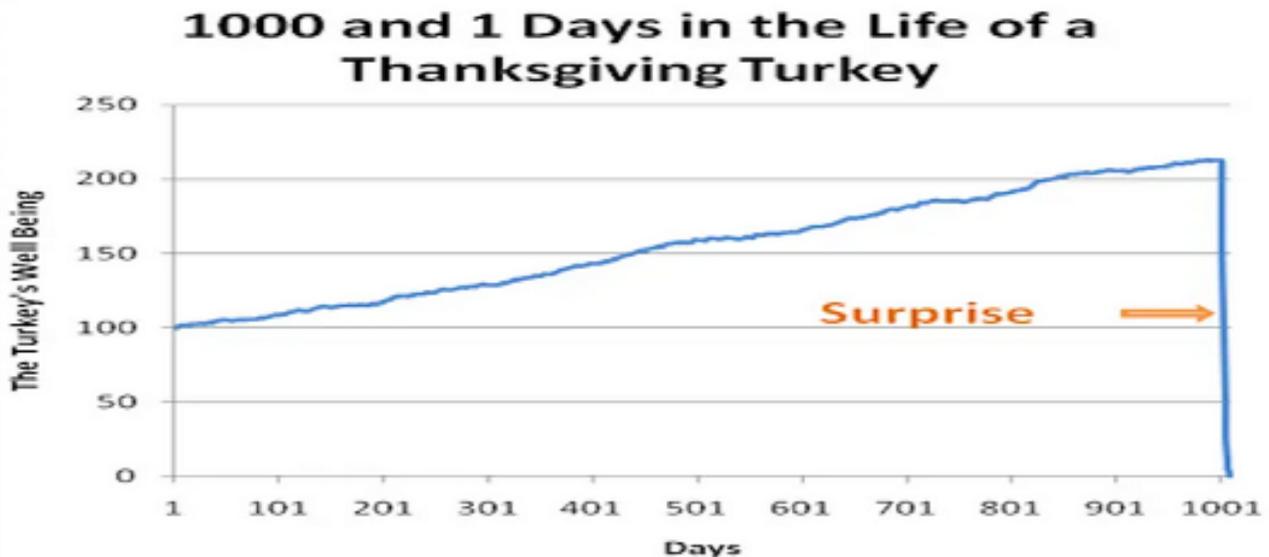


Grafico 1000 and 1 days in the life of a thanksgiving turkey.
Fonte: Il Cigno Nero di Nassim Taleb

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

Mese a due facce quello di luglio, con la prima parte che ha mostrato un proseguimento delle tendenze positive che erano in corso ed una seconda parte che, anche complici i risultati trimestrali per il secondo quarto riportati da alcune aziende, ha registrato un andamento decisamente più volatile con qualche accenno di negatività anche importante. Da segnalare in tal senso il violento movimento di rotazione settoriale sui mercati azionari, con le "big cap" (specialmente le cosiddette magnifiche sette) che hanno perso terreno a scapito delle "small cap", che però venivano da un prolungato periodo di sottoperformance (grafico big vs. small) e che potrebbero beneficiare maggiormente sia di un'ipotetica vittoria di Trump alle elezioni presidenziali americane sia dell'inizio del processo di riduzione dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve Americana. Sempre in tema tassi di interesse, risulta interessante il momento positivo per i mercati obbligazionari, con spread di credito che continuano a rimanere piuttosto contenuti e curve che, grazie al movimento di bull steepening (tassi in calo con la parte a breve che scende più di quella a lungo) dell'ultimo periodo stanno lentamente ridimensionando la

situazione di inversione presente ormai da diversi trimestri. Da segnalare infine anche il movimento di rafforzamento della moneta nipponica rispetto al dollaro americano, complice anche in questo caso l'aspettativa di una diminuzione del differenziale tassi, con il Giappone che come noto, prima del rialzo dei tassi effettuato il 31 luglio, rimaneva l'unica delle principali banche centrali ad avere ancora i tassi ancorati a zero.

Tabella performance

Asset Class	Performance % mese di luglio in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	+1,13%	+15,78%	24,23%
Azionario Europeo	-0,43%	+7,77%	19,19%
Azionario Mercati Emergenti	-0,14%	+5,96%	7,04%
Obbligazionario Investment Grade Americano	+2,34%	+1,61%	5,53%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	+2,04%	+0,80%	7,19%
Obbligazionario globale High Yield	+1,96%	+5,20%	14,04%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	+1,85%	+4,11%	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?

Molteplici gli avvenimenti del mese appena conclusosi sul fronte economico, di politica monetaria ma soprattutto politico. Iniziando proprio da quest'ultimo, da segnalare:

- 1) la vittoria dei laburisti nel Regno Unito;
- 2) il secondo turno delle elezioni francesi che, complici le alleanze fatte dopo il primo turno che aveva visto prevalere il Rassemblement National di Marine Le Pen, non ha visto nessuna coalizione ottenere la maggioranza assoluta dei seggi;
- 3) la riconferma di Ursula Von Der Leyen come Presidente della Commissione Europea;
- 4) il ritiro di Joe Biden dalla corsa alle presidenziali americane.

Sul lato economico, non brillante il dato di crescita del PIL cinese per il secondo trimestre, visto a +4,7% rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente e rispetto ad attese per un +5,1%, mentre buoni dati sono arrivati sia dal PIL cinese

per il secondo trimestre, visto a +4,7% rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente e rispetto ad attese per un +5,1%, mentre buoni dati sono arrivati sia dal PIL americano, cresciuto del 2,8% rispetto al trimestre precedente sia dal PIL Europeo, in crescita dello 0,3% rispetto al trimestre precedente e dello 0,6% rispetto al secondo trimestre 2023 (sebbene il PIL tedesco abbia registrato una crescita negativa, tuttavia compensata da altri paesi dell'eurozona, come Francia, Italia e Spagna). Per quanto riguarda infine la politica monetaria, BCE e FED come previsto non hanno toccato le leve dei tassi di interesse, al contrario di quella cinese che li ha tagliati al fine di stimolare un'economia che stenta a prendere velocità e di quella giapponese che ha alzato i tassi portandoli dal range 0%-0,1% allo 0,25%.

QUAL'È LA CONDIZIONE DI SALUTE DELL'ECONOMIA GLOBALE?

Il contesto macroeconomico, sul fronte della crescita, sta continuando a mostrare segnali di una certa stabilità, sebbene il contesto, sotto certi aspetti, appaia leggermente in peggioramento (si veda ad esempio il grafico disoccupazione che, sebbene permanga a livelli molto bassi, mostra un aumento negli ultimi mesi) ed il settore dei servizi permanga più forte di quello manifatturiero (si veda in tal senso, con riferimento all'eurozona, il grafico PMI, che mostra l'indicatore per il settore manifatturiero e quello per il settore dei servizi). Anche dalla pubblicazione dei dati aziendali del secondo trimestre, sebbene alcune aziende abbiano riportato dati in chiaro-scuro, non si notano al momento particolari crepe tali da fare presagire un contesto recessivo importante; situazione altresì confermata da un proseguimento graduale di discesa dei livelli di crescita dell'inflazione, sia in America che in eurozona. Tuttavia, a parere di chi scrive appare indubbio come le probabilità di un rallentamento economico nei prossimi trimestri non siano basse, come anche dimostrato dal processo di disinversione delle curve dei tassi di interesse, che storicamente presagisce un rallentamento economico (grafico inversione/disinversione).

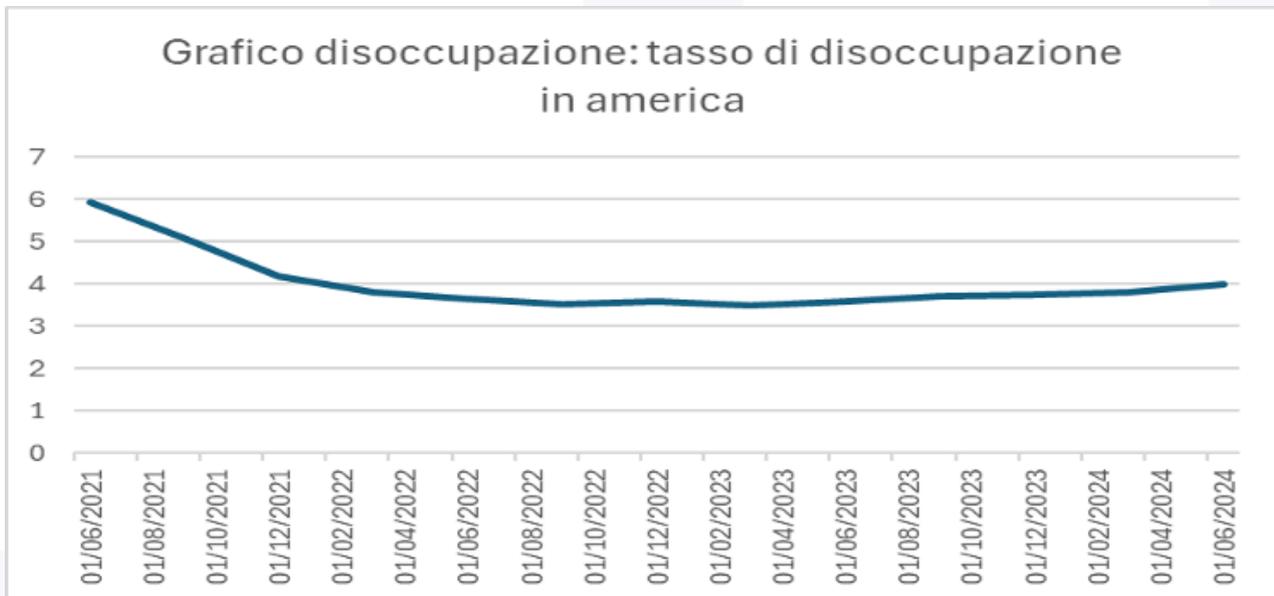


Grafico disoccupazione: tasso di disoccupazione in America

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

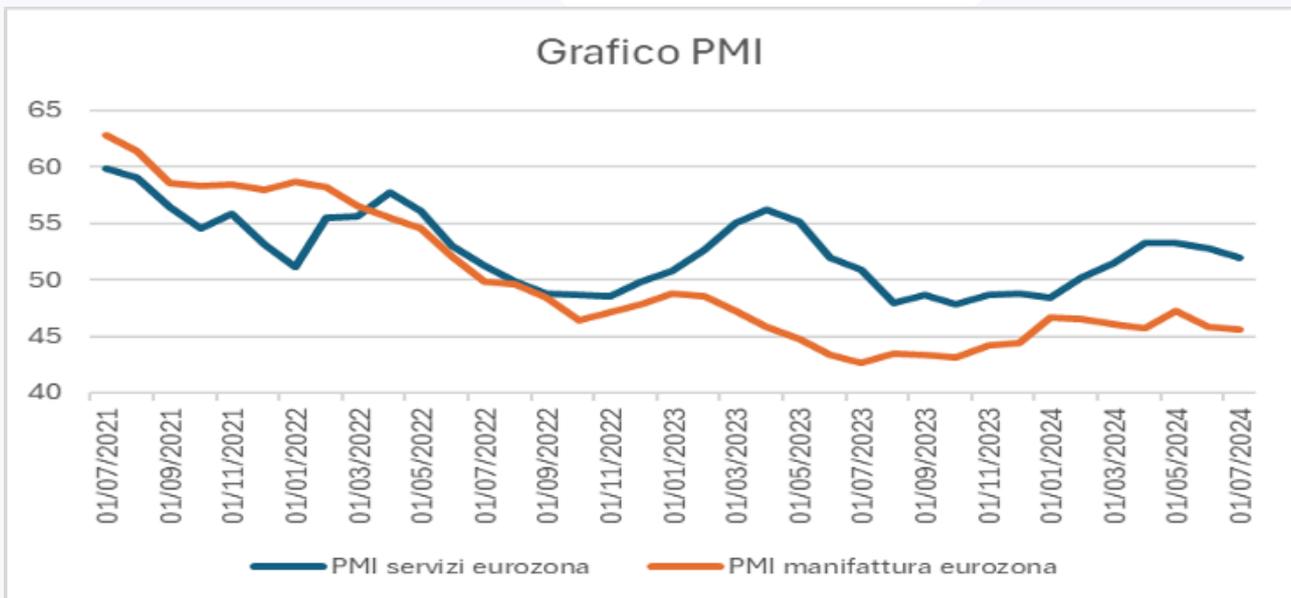


Grafico PMI: indice dei direttori degli acquisti in eurozona, per il settore manifatturiero e per il settore dei servizi. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg (valori superiori ai 50 punti indicano espansione, e viceversa).

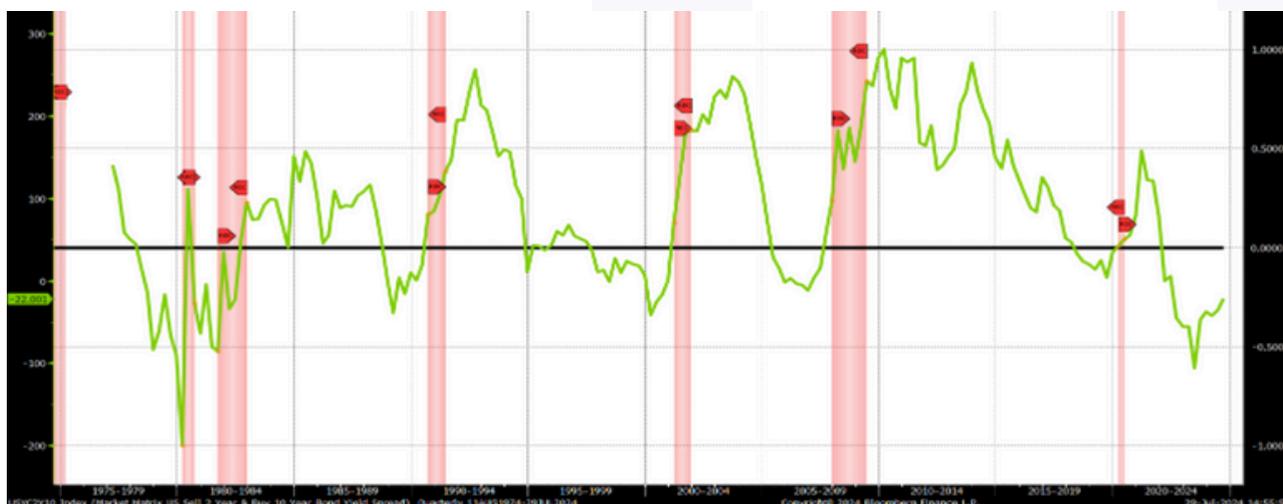


Grafico inversione/disinversione: differenziale tra il tratto a 2 anni e quello a 10 anni della curva sovrana americana in verde, con le bande rosse che segnalano i periodi di recessione economica.

Fonte: Bloomberg

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Durante il mese dedicato per eccellenza alle vacanze, non ci si potrà comunque distrarre troppo. Infatti, sebbene non siano previste riunioni delle principali banche centrali, tra il 22 ed il 24 agosto si terrà il simposio di Jackson Hole, la conferenza annuale organizzata dalla Federal Reserve di Kansas City che spesso viene utilizzata dai banchieri centrali per annunciare in via preventiva sviluppi sulle politiche monetarie e, anche in considerazione del possibile primo taglio dei tassi di interesse da parte della banca centrale americana già in settembre, non è affatto escluso che potrebbe essere annunciato qualcosa di interessante proprio durante tale consesso. Il mese di agosto, inoltre, con la fine della pubblicazione degli utili del secondo trimestre, permetterà di avere ancora maggiore contezza circa la solidità del contesto micro. Con un occhio sempre attento alle evoluzioni del contesto geopolitico, entrerà infine sempre più nel vivo la campagna per le presidenziali americane di novembre dove, salvo stravolgimenti dell'ultima ora, si affronteranno Donald Trump e Kamala Harris, con quest'ultima che, secondo gli ultimi sondaggi, sta recuperando terreno (grafico sondaggi).

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

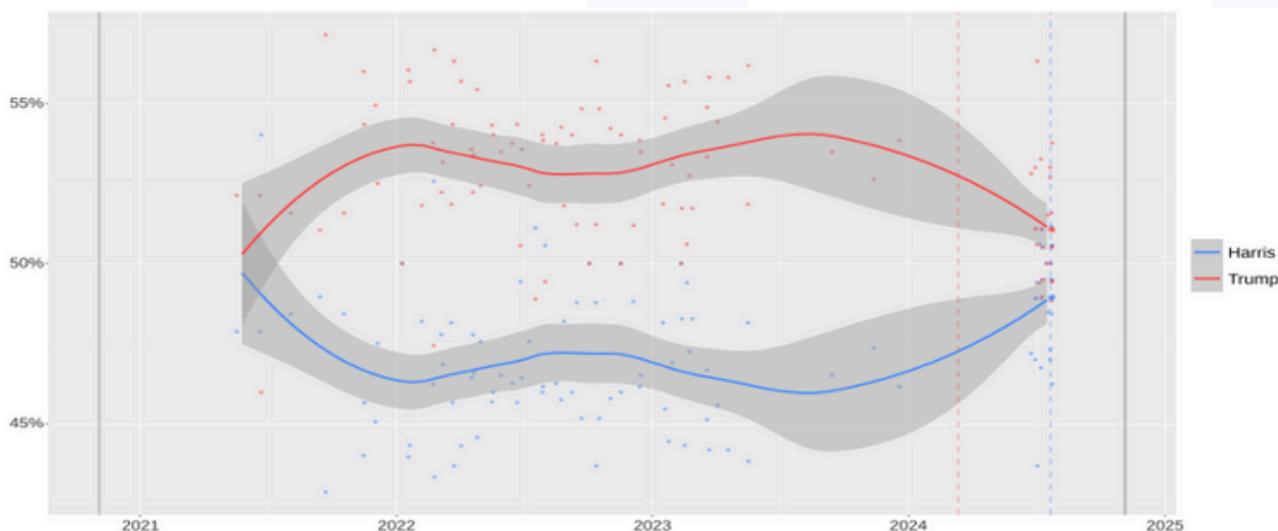


Grafico sondaggi: percentuale media dei consensi derivati dai principali sondaggi condotti in America relativamente alle elezioni presidenziali americane. Fonte: Wikipedia (https://en.wikipedia.org/wiki/Nationwide_opinion_polling_for_the_2024_United_States_presidential_election), dati al 29 luglio 2024

COSA CI DICONO LE VALUTAZIONI ATTUALI E COSA È LECITO ATTENDERSI?

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).

Tabella valutazioni

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	84 (83 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	47 (37 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	75 (75 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	86 (88 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 29 luglio 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 non troppo distanti da quelli dello scorso mese, con l'azionario ed il mercato obbligazionario con maggiore rischio di credito che continuano a non apparire particolarmente interessanti e l'obbligazionario investment grade che mostra ancora un po' di valore.

Denis Manzi

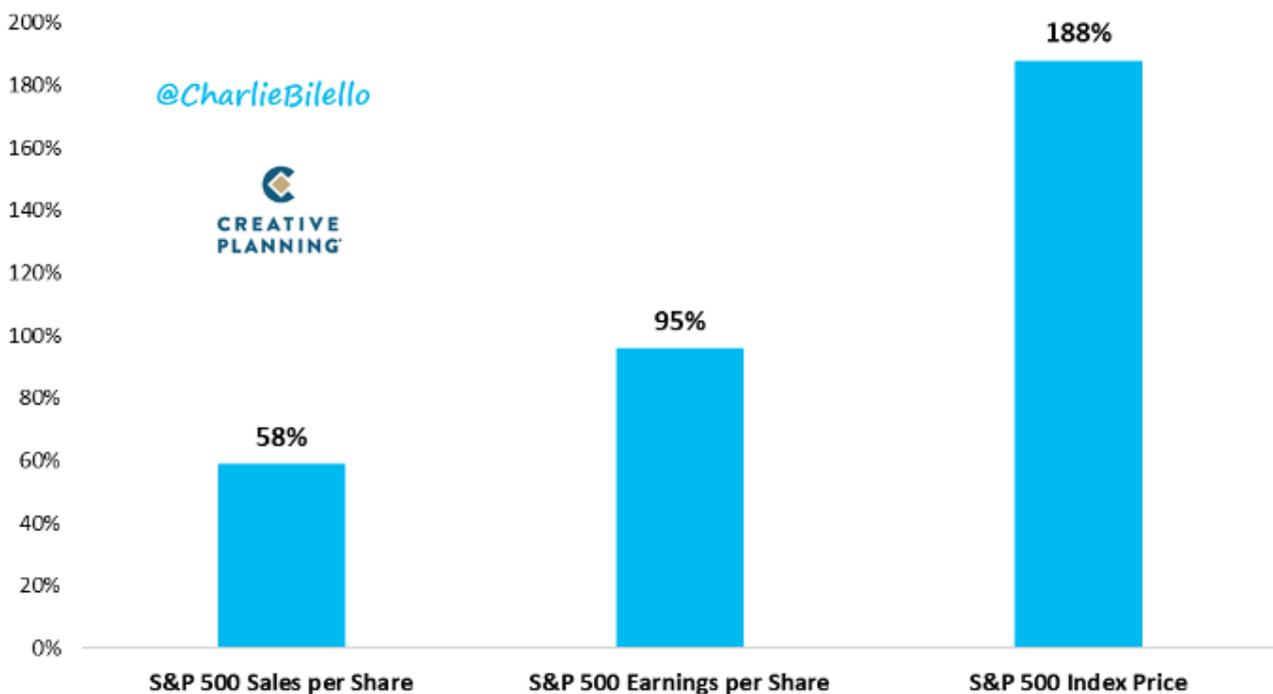
Chief Investment Officer BSM

10

Analisi Luglio 2024

Sull'azionario, interessante notare come negli ultimi 10 anni, prendendo come riferimento l'indice S&P500, si sia registrata una performance del 188%, rispetto ad un incremento delle vendite del 58% ed un incremento degli utili del 95% (grafico espansione multipli); tali dati sono appunto sinonimo di come buona parte della performance sia stata creata grazie ad un'espansione dei multipli, situazione questa che ovviamente non può continuare all'infinito.

**% Change over Last 10 Years
As of 7/12/24**



*Grafico espansione multipli.
Fonte: Charlie Bilello*

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

L'ultimo periodo ha sparigliato un po' le carte facendo registrare un aumento dei livelli di volatilità implicita ma soprattutto una rotazione settoriale sui mercati azionari, della quale hanno beneficiato quei settori che ormai da tempo subivano la predominanza delle grandi società tecnologiche.

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

11

Analisi Luglio 2024

Ad ogni modo, rispetto alla strategia tattica di portafoglio, non sembra ancora il momento di variare l'approccio rispetto a quanto segnalato ormai da tempo. Considerato il tutto a 360 gradi, per il prossimo periodo in dettaglio si consiglia quindi di:

- Mantenere l'esposizione all'azionario nella parte bassa del range stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Ridurre l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito portandola leggermente sotto al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Mantenere l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito nella parte alta del range stabilito in sede di asset allocation strategica.

Su questo ultimo punto, inoltre, risulta interessante cercare di capire come storicamente si sono mossi i mercati obbligazionari a seguito del primo taglio dei tassi da parte della Federal Reserve, che dovrebbe arrivare a settembre e le prospettive appaiono interessanti (tabella obbligazionario dopo taglio tassi).

US Bond Market Performance During Major US Rate-Cutting Cycles (Since 1980)						
Fed Rate-Cutting Cycle	# Months	Starting Fed Funds Rate	Ending Fed Funds Rate	Change in Fed Funds Rate	Bloomberg US Agg Total Return	Bloomberg US Agg Ann. Return
Apr 1980 - Jun 1980	3	20.00%	9.00%	-11.00%	18.8%	99.1%
Jun 1981 - Dec 1981	7	20.00%	12.00%	-8.00%	5.8%	10.2%
Apr 1982 - Dec 1982	9	15.00%	8.50%	-6.50%	27.6%	38.5%
Aug 1984 - May 1985	10	11.50%	7.75%	-3.81%	23.0%	28.3%
Dec 1985 - Aug 1986	9	8.00%	5.88%	-2.12%	16.2%	22.2%
Jun 1989 - Sep 1992	40	9.50%	3.00%	-6.50%	46.3%	12.1%
Jan 2001 - Jun 2003	30	6.50%	1.00%	-5.50%	24.3%	9.1%
Sep 2007 - Dec 2008	16	5.25%	0.11%	-5.13%	9.2%	6.8%
Aug 2019 - Mar 2020	8	2.38%	0.11%	-2.25%	5.4%	8.1%

CREATIVE PLANNING® @CharlieBilello

Tabella obbligazionario dopo taglio tassi: performance storica del mercato obbligazionario americano investment grade durante il ciclo di tassi di politica monetaria ribassista.

Fonte: Charlie Bilello



Banca di San Marino®
Futuro da una vita