

## **Economia mondiale e mercati finanziari**

### Commento mensile a cura di Denis Manzi, CFA, CIPM

Banca di San Marino S.p.A.

Il grado di efficienza dei mercati finanziari misura quali tipi di informazioni sono incorporate nei prezzi di un'attività finanziaria. Semplificando, si ha efficienza in forma debole quando l'unica fonte informativa ai fini della valutazione dell'attività è rappresentata dalla serie storica dei prezzi passati, efficienza in forma semi forte quando i prezzi riflettono tutte le informazioni disponibili pubblicamente mentre si ha efficienza in forma forte quando i prezzi riflettono tutte le informazioni rilevanti ai fini della valutazione dell'attività finanziaria, pertanto anche quelle confidenziali. Nel corso degli anni, in larga parte grazie allo sviluppo tecnologico che ha facilitato non poco l'accesso ai mercati finanziari riducendone anche i costi, il grado di efficienza dei mercati finanziari è sicuramente aumentato. Tuttavia, è indubbio come vi siano ancora delle sacche di forte inefficienza e di tanto in tanto è possibile apprezzarne gli effetti. Un esempio abbastanza lampante ce lo regala al momento la probabilità di insolvenza prezzata dai *Credit Default Swaps* (CDS) sull'America. I CDS, per i non addetti ai lavori, sono strumenti assimilabili a delle polizze assicurative, che vengono acquistati dall'investitore che vuole essere protetto qualora si dovesse verificare, in un determinato lasso di tempo, l'insolvenza del soggetto sottostante al contratto di CDS. L'investitore (l'assicurato) paga pertanto al venditore del contratto (l'assicuratore) un premio costante per tutta la vita del contratto (ad esempio 10 euro ogni 6 mesi per essere coperto su un valore nozionale del contratto di 1.000 euro) e se sino alla scadenza dello stesso il soggetto sottostante non finirà insolvente, il contratto scadrà senza dare corso ad un rimborso, ma se durante la vita del contratto il soggetto sottostante dovesse risultare insolvente, l'investitore avrebbe diritto a ricevere il valore nozionale del contratto (1.000 euro nel caso di esempio). Appare ovvio che il premio che il venditore del contratto chiederà all'investitore per essere assicurato dovrebbe essere tanto maggiore quanto maggiore è la probabilità di insolvenza del soggetto sottostante al contratto e quindi mercati efficienti dovrebbero aggiustare in tal senso il prezzo di questa polizza assicurativa. Ora, se facessimo un sondaggio su una base molto ampia di intervistati, credo che la quasi totalità assegnerebbe – logicamente – una probabilità di insolvenza superiore per lo stato sovrano Italia rispetto allo stato sovrano americano mentre invece, guardando i valori dei CDS con scadenza un anno, il mercato sta assegnando nell'ultimo periodo una probabilità di insolvenza nettamente superiore agli USA (grafico CDS)!

Grafico CDS: andamento del costo di protezione per l'America (verde) e per l'Italia (blu) in punti base su una scadenza di 1 anno.



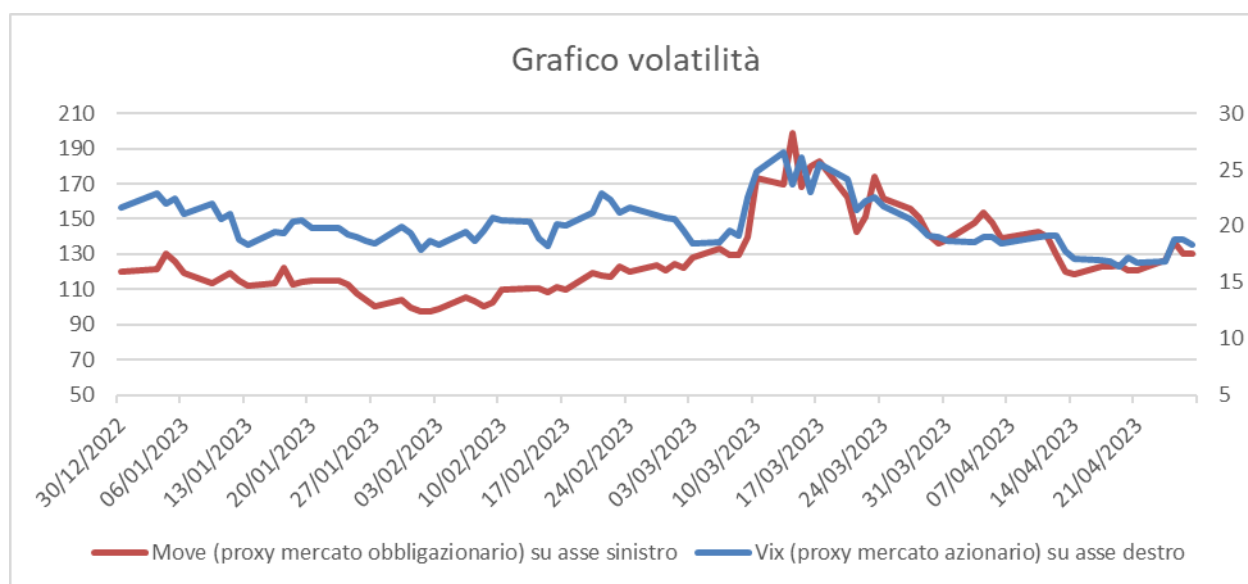
Fonte: Bloomberg al 27/04/2023

La ragione di questa apparente assurdità va ovviamente ricercata nel fatto che l'America ha superato il tetto massimo di indebitamento federale, che dovrà essere modificato dal Congresso e, vista la maggioranza congressuale Repubblicana con Presidente un Democratico, si assisterà probabilmente ad uno scontro politico che potrebbe anche causare qualche ritardo nell'innalzamento del tetto, anche se

un'insolvenza americana, che sarebbe ad ogni modo solamente tecnica, sembra alquanto remota. Resta comunque il fatto che il mercato (a questo punto qua si potrebbe discutere per ore circa il grado di efficienza) è "sovrano" e pertanto chi volesse assicurarsi da un'insolvenza americana dovrebbe pagare ora un 1,6% circa all'anno, mentre chi volesse farlo sull'Italia pagherebbe appena lo 0,37% circa. Di sicuro questa divergenza è destinata a rientrare, ma ancora una volta, se ve ne fosse stato il bisogno, vi è stata la riprova di come i mercati finanziari possano risultare alquanto astrusi e di difficile interpretazione nel breve periodo!

### Come si sono comportati nel dettaglio i mercati finanziari nell'ultimo periodo?

Il secondo trimestre dell'anno, dopo che l'ultimo mese del primo quarto era stato caratterizzato da molteplici crisi bancarie, si è rivelato alquanto sonnolento. Infatti, l'assenza delle decisioni delle principali banche centrali unita ad un mese che ha incluso diverse festività ed a una generale resilienza dei dati macroeconomici e degli utili aziendali riportati per il primo trimestre, ha fatto sì che i mercati finanziari siano risultati piuttosto calmi, come evidenziato dai livelli di volatilità impliciti che sono scesi sia sull'asset class azionaria sia su quella obbligazionaria (grafico volatilità).



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg (27/04/2023)

In tale contesto, le performance registrate dalle principali classi di investimento hanno mostrato una certa eterogeneità, con positività sui mercati azionari dei paesi sviluppati (guidati dalle ottime performance del settore tecnologico) e sui mercati obbligazionari, mentre negatività invece sui mercati azionari dei paesi emergenti.

È proseguita inoltre la fase negativa del dollaro, che si è indebolito rispetto all'Euro sulla scia di aspettative di rialzi dei tassi che in Europa dovrebbero proseguire più a lungo rispetto all'America.

Tabella performance

Asset Class	Performance % mese di aprile in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	1,46%	8,59%
Azionario Europeo	1,03%	14,91%
Azionario Mercati Emergenti	-1,34%	2,16%
Obbligazionario Investment Grade Americano	0,61%	3,59%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	0,13%	2,22%
Obbligazionario globale High Yield	0,64%	3,80%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	0,39%	2,55%

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?

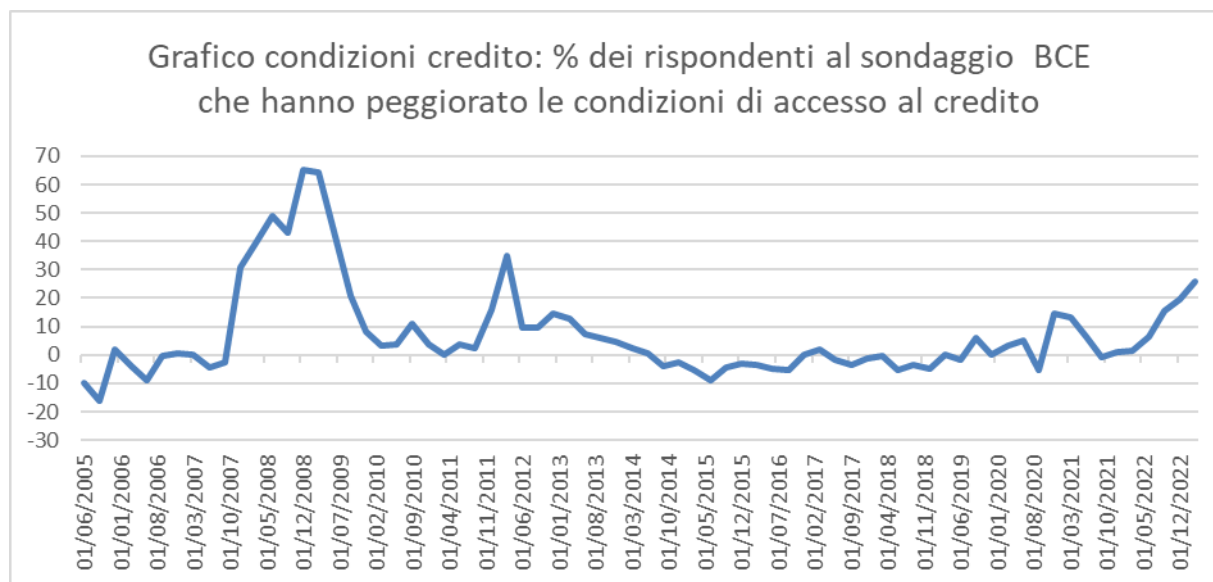
il Fondo Monetario Internazionale, nella consueta revisione di aprile al World Economic Outlook, ha rivisto leggermente al ribasso le previsioni di crescita per il 2023 (al 2,8%) rispetto a quanto previsto a gennaio (2,9%), affermando come sia possibile un atterraggio duro qualora gli elevati livelli di inflazione persistessero, richiedendo di conseguenza alle banche centrali di continuare a mantenere i tassi di interesse a livelli elevati per lungo tempo ed andando così ad aumentare i rischi finanziari.

Sempre sul fronte macro, il PIL cinese è cresciuto del 4,5% anno su anno nel primo trimestre 2023, livello superiore al 4% atteso, grazie ai consumi privati, agli investimenti in infrastrutture ed al commercio con l'estero, quello Americano è cresciuto del 1,1% annualizzato rispetto al trimestre precedente e quello Europeo dello 0,1% non annualizzato. È iniziata inoltre la pubblicazione degli utili aziendali del primo trimestre che, per quanto riguarda le aziende incluse nell'indice S&P500, mostra per ora una buona tenuta dei ricavi ed una lieve contrazione degli utili rispetto al primo trimestre 2022.

### Qual è la condizione di salute dell'economia globale?

La crescita economica sta continuando a mostrare segnali di tenuta, grazie principalmente alla tenuta dei consumi di beni fisici da parte dei privati. Tuttavia, la probabilità di assistere nei prossimi trimestri ad una contrazione appare in risalita, prevalentemente a causa di un possibile peggioramento delle condizioni del credito, situazione esacerbata da un lato dall'aumento dei tassi di interesse e dall'altra dalla conformazione invertita delle curve dei tassi (che comprime i margini degli istituti bancari che raccolgono generalmente a breve ed impiegano a lungo) e dalle difficoltà sulle banche regionali americane.

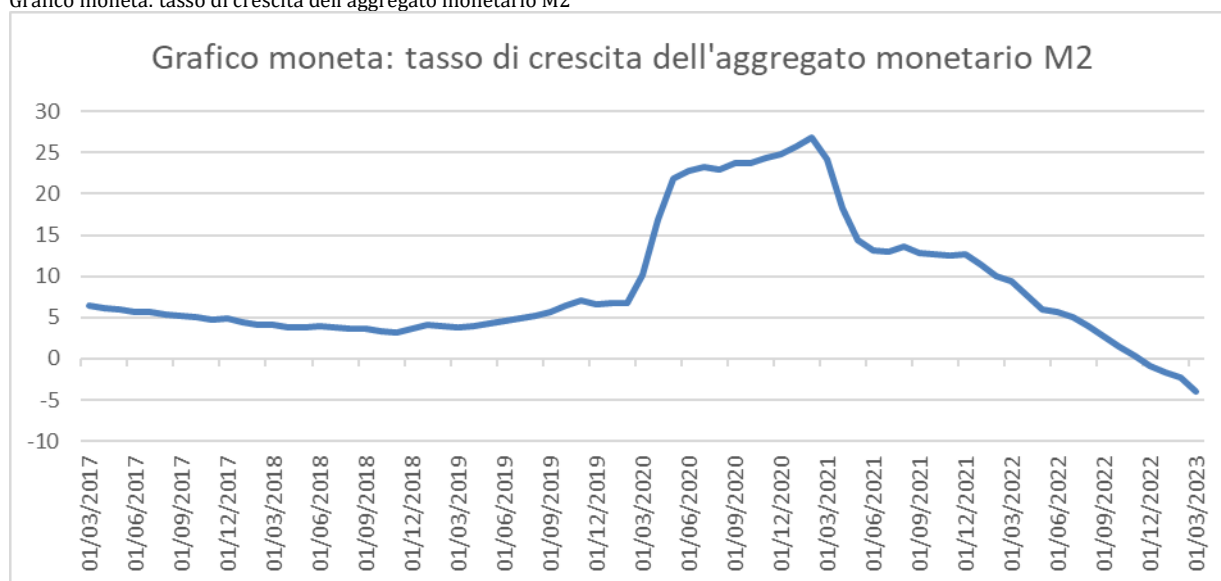
In tal senso, risulta esemplificativo il peggioramento registrato dai sondaggi condotti dalla BCE presso il mondo bancario relativamente alle condizioni di accesso ai finanziamenti per le imprese (grafico condizioni credito).



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg (31/03/2023)

Negativo, infine, anche il contributo della componente di offerta monetaria, con l'aggregato M2 (che include le componenti più liquide come il cash, i depositi a vista, i depositi a termine di piccolo taglio e le disponibilità detenute in fondi monetari) in continuo calo negli USA (grafico moneta).

Grafico moneta: tasso di crescita dell'aggregato monetario M2



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg al 31/03/2023

## Quali saranno gli eventi da monitorare nel prossimo periodo?

Nei primi giorni di maggio torneranno in cattedra le banche centrali. Sono infatti attese le decisioni di politica monetaria di BCE e FED, con la prima che potrebbe alzare ulteriormente i tassi di 25-50 punti base e la seconda 25 punti base. L'attesa è ad ogni modo su quelle che saranno le dichiarazioni dei banchieri centrali, che teoricamente dovrebbero segnalare un periodo di pausa nella fase di stretta monetaria, volta a capire bene quali sono stati e quali potrebbero essere gli effetti sull'economia della recente crisi del settore bancario.

## 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).

Tabella valutazioni

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	45 (56 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	13 (14 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	28 (17 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	26 (23 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 27 aprile 2023. 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 valori non troppo distanti rispetto al mese scorso con l'obbligazionario investment grade che appare l'asset class più interessante in ottica di medio-lungo periodo.

## Come andranno quindi gestiti i portafogli nel prossimo periodo?

Il mese di maggio è statisticamente ostico per i mercati finanziari, in quanto inizia il periodo dell'anno (maggio-ottobre) che storicamente offre performance peggiori rispetto al periodo (novembre-aprile). Ovviamente non sempre ciò accade, ma la sensazione è che le probabilità di assistere ad un aumento di volatilità e negatività nel prossimo periodo sia decisamente superiore al 50%.

Le ragioni sono molteplici: in primis vi è il fatto che appare probabile una contrazione del credito all'economia reale, che però ancora i mercati non sembrano scontare pienamente ed in secundis i livelli di volatilità implicita, statisticamente *mean-reverting*, ci appaiono decisamente troppo contenuti rispetto al contesto generale sulla componente azionaria. Inoltre, cosa da non sottovalutare, l'ampiezza del mercato, intesa come la componente che ha guidato i corsi dei mercati nell'ultimo periodo, è a livelli molto contenuti, solitamente un segnale non proprio positivo (grafico ampiezza).

Grafico ampiezza: % dei titoli dell'S&P500 che trattano sopra alla rispettiva media mobile a 200 giorni



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg (28/04/2023)

Rimane comunque il fatto che ciò che ancora manca è un trigger negativo, in sostanza l'evento o "la scusante" affinché il mercato scenda e pertanto – ma questo vale sempre – non è mai opportuno mantenere portafogli allocati sulle diverse classi di investimento in maniera troppo sbilanciata rispetto ai pesi stabiliti in sede di *asset allocation* strategica, con quest'ultima che ricordiamo deve appunto rappresentare la stella polare per qualsiasi portafoglio, contribuendo statisticamente per oltre il 90% ai risultati nel medio-lungo periodo.

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

- Mantenere la componente azionaria di portafoglio poco sotto al peso stabilito in sede di *asset allocation* strategica;
- Portare l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito leggermente sotto al peso stabilito in sede di *asset allocation* strategica;
- Mantenere l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito leggermente sopra al peso stabilito in sede di *asset allocation* strategica;
- Creare un cuscinetto di liquidità, magari da parcheggiare in strumenti monetari a brevissimo termine, da sfruttare qualora le condizioni di mercato dovessero divenire maggiormente attraenti.

**Denis Manzi, CFA, CIPM**