

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

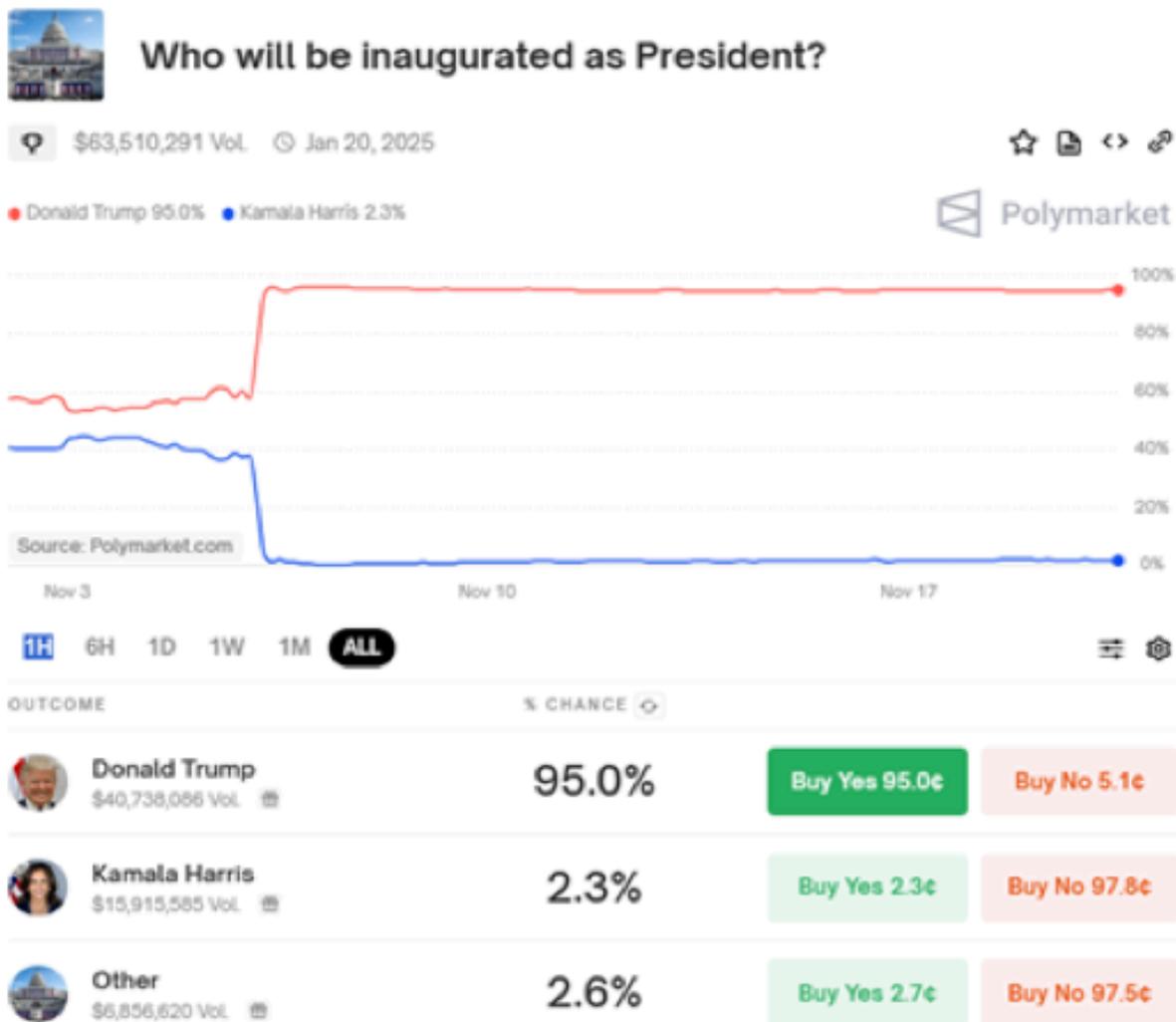
Chief Investment Officer BSM

VERSO LA FINE DELL'ANNO

Attesa più volatilità ma niente drammi

Irrazionalità o intima consapevolezza che nulla è irrazionale? Negli ultimi anni, sempre più spesso capita di imbattersi, specialmente sui mercati finanziari, in situazioni che obiettivamente hanno tutte le caratteristiche per potersi definire irrazionali nella definizione classica del termine, ovvero prive di ogni logica, estranee alla sfera della ragione, assurde. Ovviamente, non bisogna però nemmeno mai dimenticarsi di quanto affermò l'economista John Maynard Keynes, ovvero che "i mercati possono rimanere irrazionali più a lungo di quanto tu puoi rimanere solvibile", a testimonianza di come movimenti e comportamenti che potrebbero ai più apparire irrazionali potrebbero tuttavia durare anche per lunghi periodi di tempo e pertanto, alla prova dei fatti, potere anche non essere più considerati così irrazionali! E qua torniamo alla domanda iniziale: ciò che appare irrazionale, lo è veramente oppure, nel mondo sempre più complesso in cui viviamo, nulla è irrazionale ma a tutto è possibile affibbiare una qualche forma di razionalità? Qualche esempio può sicuramente aiutarci meglio ad addentrarci in questa tematica, che rimane ad ogni modo più filosofica che scientifica. Come noto, Donald Trump ha stravinto le elezioni presidenziali del 5 novembre, ed il 20 gennaio, poco meno di due mesi dalla data in cui si scrive questo pezzo, sarà ufficialmente insediato come quarantasettesimo presidente degli Stati Uniti d'America. Razionalmente, se vi fosse la possibilità di puntare sul fatto che il 20 gennaio Trump sarà nominato Presidente, la quota che i bookmakers assegnerebbero a tale eventualità dovrebbe essere molto vicina ad 1 giusto? In effetti, le elezioni si sono concluse, il risultato è stato indiscusso ed alla proclamazione mancano quasi 2 mesi.

Basandosi infatti sul portale Polymarket, la piattaforma per scommesse più popolare del mondo crypto, se puntassimo oggi 95 centesimi di dollaro sull'effettiva nomina di Trump il 20 gennaio, riceveremmo in tale data 1 dollaro se Trump fosse effettivamente nominato (immagine Polymarket), equivalente ad un rendimento del 5% che, annualizzato, è di oltre il 30%! Razionale? Irrazionale? Di primo acchito tale dinamica appare decisamente irrazionale ma pensandoci bene, non è possibile escludere a priori una qualsivoglia eventualità, anche nefasta, che impedisca a Trump di potere essere nominato!



Nella pagina precedente: immagine Polymarket: possibilità di scommessa su chi sarà inaugurato come Presidente degli USA il 20 gennaio. Fonte: Polymarket al 20 novembre 2024

Proviamo ora con un altro esempio, decisamente (almeno per chi scrive, formatosi come analista finanziario) di difficile comprensione. Supponiamo che vi venisse chiesto di fornire un vostro parere su quale delle due seguenti attività finanziarie ha maggiore valore:

1. azione di società nata nel 1962, con ampia partecipazione governativa, che negli ultimi 5 anni ha generato utili per circa 30 miliardi di euro;
2. attività decentralizzata nata come uno scherzo nel 2013, senza limite massimo di importo emesso, che per regolamento non corrisponde utili e/o interessi e che può essere utilizzata solo per pagare beni e servizi agli utenti che accettano (non sono ovviamente obbligati ad accettare) di essere pagati con tale attività decentralizzata.

L'analista finanziario che è in me non avrebbe assolutamente dubbi e risponderebbe con convinzione, senza troppo timore di essere smentito, "opzione 1". Ebbene, la prima attività è l'azienda italiana ENEL, mentre la seconda è la criptovaluta DOGECOIN (DOGE), nata appunto come una parodia e che non ha alcuna forma di utilità, se non quella di permettere pagamenti digitali a chi li accetta (Tesla di Elon Musk, uno dei più fermi sostenitori di DOGE, permette di acquistare solamente alcuni prodotti utilizzando la criptovaluta). Ora, guardando a quanto "prezza" il mercato queste due attività finanziarie, in termini di capitalizzazione (ENEL a circa 70 miliardi di USD e DOGE a circa 60), appare evidente come vi siano sicuramente degli aspetti di forte irrazionalità (qua a parlare è ovviamente l'analista) nel valore assegnato a DOGE. Come è infatti possibile che una attività con valore intrinseco vicino allo zero abbia una capitalizzazione vicina a quella di ENEL, una delle più importanti e redditizie società italiane? Evidentemente, per molte persone non esistono più dinamiche palesemente irrazionali, ma bensì una consapevolezza che, sebbene all'apparenza talune situazioni

possano essere difficilmente spiegabili utilizzando modalità di valutazione classiche e di buonsenso, nel mondo attuale nulla è evidentemente classificabile come indiscutibilmente irrazionale! Di questi esempi ne potremmo fare a decine, ma verosimilmente continueremmo a non essere in grado di dare una risposta definitiva alla domanda iniziale. Una cosa di cui siamo però fermamente convinti è che, nel prossimo quadriennio, sotto la Presidenza Trump negli USA (ebbene sì, ammettiamo di avere scommesso che il 20 gennaio sarà ufficialmente insediato!) dovremo sempre di più abituarci a convivere con tali dinamiche apparentemente irrazionali che, tuttavia, potranno anche offrire, in taluni casi, delle belle opportunità di guadagno. Non tutto il male viene per nuocere.

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

Andamento tonico quello del mese di novembre sui mercati finanziari (tabella performance), rincorati dalla vittoria di Trump alle elezioni americane che, con la sua agenda politica pro-business e di deregulation, è stata vista positivamente dai mercati finanziari.

Tabella performance

Asset Class	Performance % mese di novembre in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	+5,73%	26,47%	24,23%
Azionario Europeo	-0,48%	6,26%	19,19%
Azionario Mercati Emergenti	-3,66%	5,36%	7,04%
Obbligazionario Investment Grade Americano	1,06%	2,93%	5,53%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	1,96%	3,72%	7,19%
Obbligazionario globale High Yield	0,82%	9,80%	14,04%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	0,94%	7,86%	9,09%

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg. Price return per indici azionari, Total return per indici obbligazionari.

Tuttavia, rispetto al periodo post elezioni del 2016 e del 2020, la performance, soprattutto sui mercati azionari, è apparsa un po' meno brillante (grafico performance post elezioni).

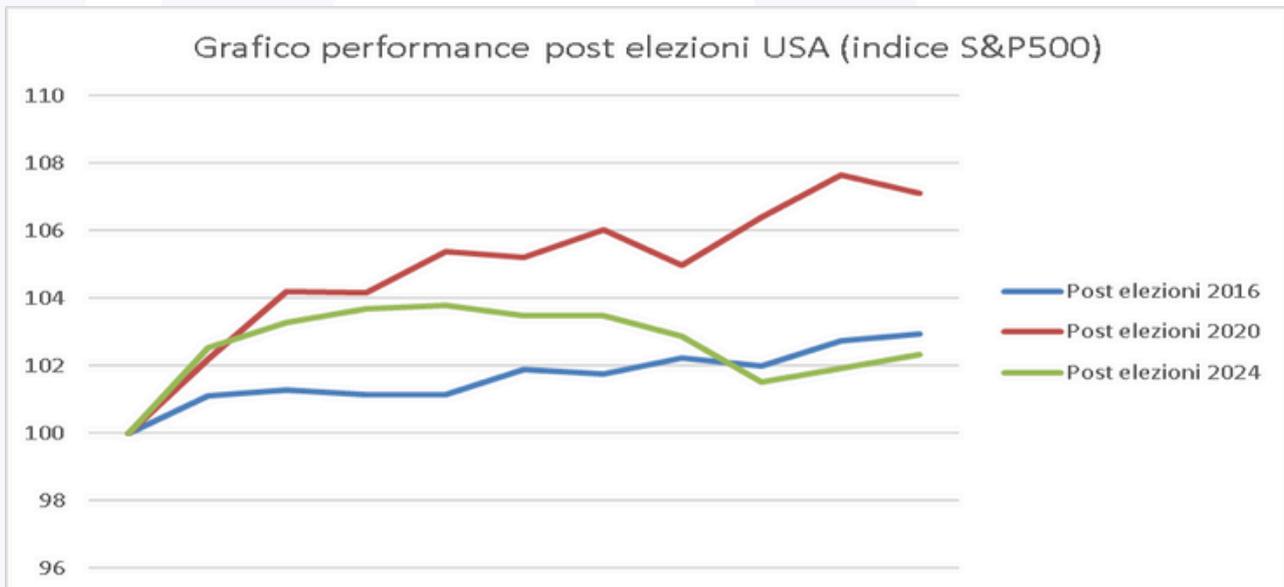


Grafico performance post elezioni USA: performance dell'indice azionario S&P500 nei 15 gg successivi alla data delle elezioni americane. Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, ribasati a 100.

Prendendo come punto di riferimento l'azionario americano e guardando alle performance degli ultimi due anni, si può sorprendentemente notare come esse siano state davvero importanti, vicine al 30% annuo, valore nettamente superiore alla media annua storica. Ad ogni modo, tuttavia, empiricamente non è poi così raro assistere a performance di tale entità (grafico performance > 30%). Sempre da un punto di vista empirico, anni particolarmente positivi (caratterizzati da performance superiori al 30%) sono generalmente seguiti da un altro anno con performance superiori alla media (grafico performance anno successivo). Durante l'ultimo periodo, da segnalare inoltre una importante diminuzione dei livelli di volatilità implicita, movimento naturale a seguito del venir meno di un importante fattore di rischio, le elezioni americane (grafico volatilità). Infine, contrariamente alle nostre aspettative, abbiamo assistito ad un repentino movimento di rafforzamento del dollaro americano, supportato dalle aspettative sulla politica protezionistica che Trump ha in mente di attuare, fatta di dazi e disincentivi alle importazioni dall'estero (meno importazioni dall'estero significano minore deflusso di dollari, che devono invece essere venduti per acquistare la valuta del paese da cui si importano beni e servizi!).

S&P 500 Calendar Year Total Returns and >30% Years

Since 1928



Grafico performance >30%: performance annua dell'indice azionario S&P500, con in rilievo gli anni con performance >30% Fonte: awealthofcommonsense.com



Grafico performance anno successivo: performance media dell'indice S&P500 nell'anno successivo a quello in cui l'indice ha registrato determinati livelli di performance. Fonte: awealthofcommonsense.com

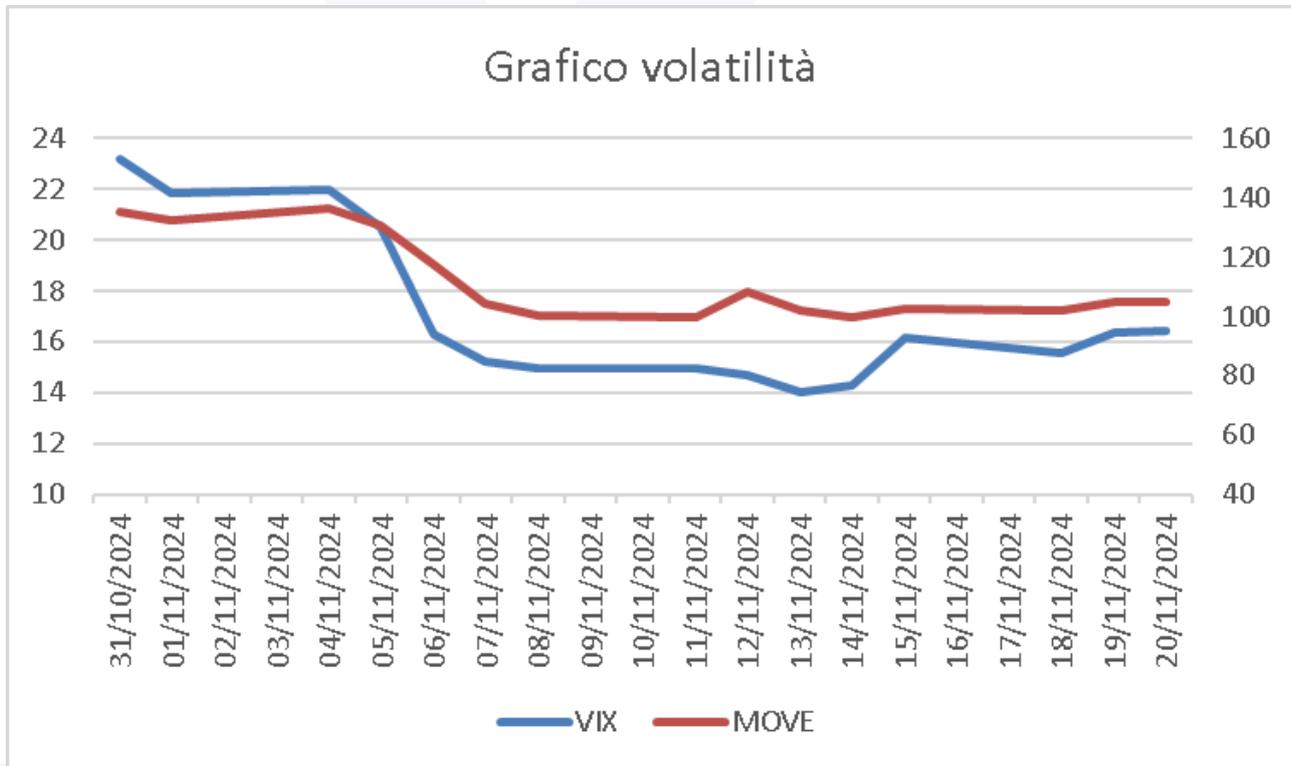


Grafico volatilità: volatilità implicita azionario (indice vix su asse sinistro) ed obbligazionario (indice move su asse destro). Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg al 20 novembre 2024.

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

Oltre alle elezioni presidenziali americane, che, come sappiamo, hanno visto una vittoria su tutti i fronti per il partito repubblicano, che ha conquistato sia la presidenza che le due ali del congresso, da segnalare il taglio dei tassi di 25 punti base effettuato dalla banca centrale americana che ha portato il range del costo del denaro al 4,50%-4,75%. Notizie non positive infine dal fronte geopolitico, dopo che il Presidente americano in carica Joe Biden ha autorizzato all'Ucraina l'utilizzo di missili a lunga gittata di produzione americana contro la Russia.

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

La condizione di salute dell'economia continua ad apparire buona, anche se negli ultimi mesi si sta sempre più palesando un disallineamento tra quella americana e quella europea e dei paesi emergenti (grafico sorpresa economica).

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

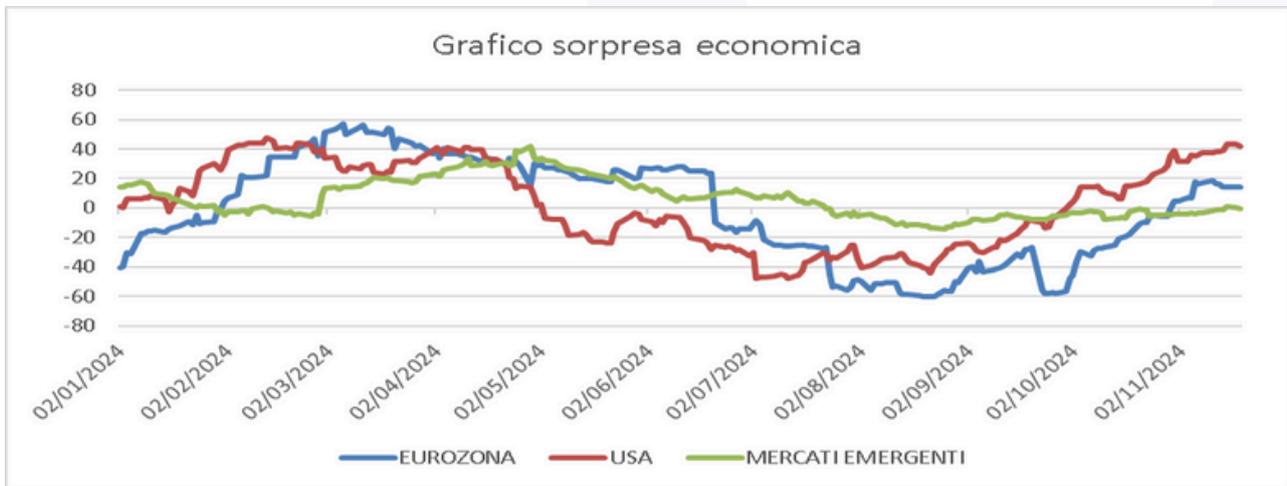


Grafico sorpresa economica: indicatore che misura come i dati macro ufficiali differiscono dalle aspettative. Valori più alti indicano sorprese positive e viceversa. Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg al 20 novembre 2024

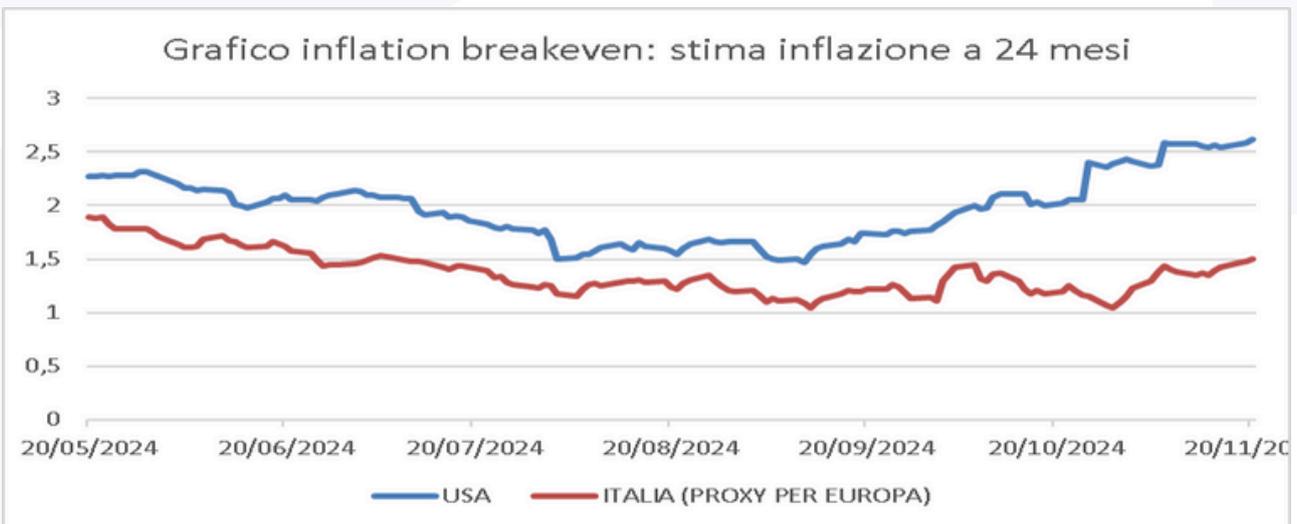


Grafico inflation breakeven: stima inflazione a 24 mesi in America ed in Eurozona. Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg al 20 novembre 2024

Tutto sommato al momento non si notano particolari crepe sul fronte macroeconomico neppure in eurozona e nei paesi emergenti, con questi ultimi che, tuttavia, rimangono un'area estremamente frammentata. Per il prossimo futuro, il rischio è quello che l'inflazione rialzi la testa, supportata anche da possibili processi di

deglobalizzazione che contribuirebbero a creare tensioni sulle filiere produttive oltre che a sbilanciamenti tra domanda ed offerta. In effetti, guardando ai tassi di inflation breakeven (ovvero i tassi di inflazione scontati dai mercati su un determinato lasso temporale), notiamo sul breve periodo un recente incremento sia in America che in Eurozona (grafico inflation breakeven).

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Durante il mese di dicembre torneranno alla ribalta le banche centrali. Infatti, sono previste le decisioni sia da parte della BCE (il 12 dicembre) che della FED (il 18 dicembre). Entrambe le banche centrali sono ormai entrate in modalità espansiva e, con i tassi attuali che si trovano ancora a valori superiori a quelli neutrali, le attese sono per entrambe di un taglio dei tassi di 25 punti base, anche se è alquanto probabile che entrambe le banche centrali (ma soprattutto quella americana) decideranno poi di fermarsi un po' al fine di vedere come reagisce l'economia. Condizioni finanziarie al momento nettamente espansive, unite a qualche dubbio sull'effettiva sconfitta definitiva dell'inflazione, consentono in effetti alle autorità monetarie di potere procedere con calma nel processo di normalizzazione della politica monetaria. Inoltre, con l'avvicinarsi del 20 gennaio, data di insediamento del nuovo presidente USA, il focus convergerà sulle dichiarazioni, sui progetti e sulle nomine (alcune delle quali hanno già fatto molto discutere) del nuovo Presidente degli Stati Uniti. Rimane infine alta la tensione a livello geopolitico, sia in medio-oriente che in Ucraina fronte, quest'ultimo, che potrebbe riservare più di una sorpresa nel lasso di tempo intercorrente sino all'insediamento del nuovo Presidente USA.

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

Come sempre è 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.

Tabella valutazioni

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	90 (93 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	57 (56 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	99 (97 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	99 (97 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 20 novembre 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 elevatissimi sulle classi di investimento più volatili (siamo alle peggiori valutazioni degli ultimi 10 anni!). È abbastanza indubbio che i rendimenti attesi per il futuro, soprattutto sull'azionario e sul mercato obbligazionario con maggiore rischio di credito, difficilmente potranno essere entusiasmanti. Per quanto riguarda invece il mercato obbligazionario investment grade, sebbene i livelli siano ormai sopra alla mediana di lungo periodo, non vi sono ancora sintomi di eccessiva esuberanza.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

Statisticamente l'ultima parte dell'anno, salvo eventi particolari, si rivela positiva (il c.d. rally di fine anno) e pertanto, in considerazione del fatto che tutto sommato all'orizzonte non vi siano eventi (se non possibili eventi esogeni di impossibile previsione) in grado di invertire le tendenze attualmente in corso. Tuttavia, non va mai dimenticato come le valutazioni delle principali classi di investimento trattino ormai a livelli di aria rarefatta e quindi basta veramente poco per fare andare i mercati incontro a vuoti d'aria, che poi potrebbero rivelarsi anche particolarmente importanti. Pertanto, pur con la consapevolezza che in momenti come l'attuale può apparire facile pensare di "andare in all in" con la speranza che i trend in corso dureranno all'infinito, sconsigliamo caldamente di gettare il bambino con l'acqua sporca e riteniamo indispensabile continuare a muoverci con estrema prudenza e ragionare in termini di probabilità. 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;
- Mantenere l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito sotto al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Mantenere l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito in linea a quanto stabilito in sede di asset allocation strategica.

Fortunatamente, ci troviamo in una condizione per la quale la liquidità non investita rende comunque un tasso di interesse non disdicevole e pertanto appare saggio evitare di farci prendere dalla "fear of missing out" (paura di rimanere fuori). Concludendo, relativamente al dollaro americano, sul quale avevamo stimato un possibile calo lo scorso mese (calo che non si è decisamente verificato!) sebbene continuiamo a vedere un fair value superiore rispetto ai livelli attuali, molto probabilmente il trend attuale ha ancora spazio di amplificarsi, quantomeno sino a fine anno.



Banca di San Marino®
Futuro da una vita