



Banca di San Marino®

Economia mondiale e mercati finanziari

San Marino, 1° marzo 2022

Venti di guerra da est.

Il nastro si riavvolge e sembra di essere tornati ad un sequel molto più pauroso di un film visto nel 2014, quando il Presidente russo Vladimir Putin annetté con un colpo di spugna la penisola di Crimea – territorio Ucraino - alla Russia dopo che nel paese Ucraino episodi di violenza nella capitale di Kiev, iniziati a causa della volontà di parte del popolo di cucire relazioni migliori con il mondo occidentale, tagliando o comunque rendendo meno forte il filo di collegamento con la Russia, erano culminati con la cacciata dell'allora presidente, il filo-russo Viktor Janukovyč.

I mesi successivi furono estremamente tesi: si venne a creare una spaccatura all'interno del paese ucraino, con le due province del Donbass (Doneck e Lugansk) che proclamarono la loro indipendenza e che da allora sono sostenute finanziariamente e militarmente dalla Russia. Il territorio del Donbass è strategico per la Russia, in quanto si trova al confine est tra Ucraina e Russia costituisce quindi un "cuscinetto" nei confronti del mondo occidentale ma soprattutto di una eventuale presenza della NATO ai confini russi. La Russia, per effetto di tali interferenze, fu oggetto di importanti sanzioni finanziarie da parte del mondo occidentale. Sebbene la guerra iniziata allora apparisse sino a poche settimane in una sorta di ibernazione, non è mai veramente terminata, anzi. Tuttavia, i recenti avvenimenti hanno portato ad una brusca escalation del conflitto ed hanno spinto la Russia a riconoscere ufficialmente le due province di Doneck e Lugansk, innescando una recrudescenza del conflitto, che è purtroppo culminata in un'invasione tout court dell'Ucraina. La situazione, nel momento in cui si scrive questo pezzo, rimane estremamente fluida e soggetta a mutamenti che verosimilmente appaiono difficilmente prevedibili. L'unica vera certezza è che tensioni geopolitiche in una zona strategica per le forniture di gas ed altre materie prime gettano benzina sul fuoco a livello inflativo, rendendo ancora più complicato il lavoro delle banche centrali ma soprattutto rendendo più difficoltosa la vita per i cittadini, europei in primis!

I mercati finanziari, si sa, non amano l'incertezza ed hanno ovviamente reagito in maniera negativa. Nei momenti come l'attuale, solitamente non paga agire di pancia, mentre occorrerebbe – anche se è molto difficile – ragionare a mente fredda ed in modo lucido.

Appare interessante analizzare come si sono comportati storicamente i mercati finanziari in situazioni di crisi geopolitiche (Immagine 1): statisticamente i movimenti negativi, sebbene in certi casi di entità importante, si sono rivelati di breve durata. In effetti, la mediana ci dice che la durata dei ribassi è stata di 15 giorni, con ribasso medio del -5,7% e performance del +13% a 12 mesi dal raggiungimento dei minimi.

Immagine 1: performance storica dell'indice azionario S&P500 in contesti di crisi geopolitica

Event	Event date	Start of selloff	Duration of selloff (Trading Days)	Duration to recover prior level (Trading Days)	Size of selloff (%)	1w	1m	3m	6m	12m
						from bottom	from bottom	from bottom	from bottom	from bottom
VWV-II Germany annexes Czechoslovakia	15-Mar-39	10-Mar-39	22	108	-20.5	2.0	8.3	8.5	23.2	18.9
VWV-II Germany attacks France	9-May-40	9-May-40	22	745	-25.8	10.6	10.9	17.1	18.0	9.2
VWV-II Pearl Harbor	7-Dec-41	4-Dec-41	17	201	-10.8	6.2	6.5	-3.8	-1.1	15.3
N. Korea invades S. Korea	24-Jun-50	22-Jun-50	17	43	-12.9	5.5	11.2	19.2	29.2	31.4
Suez Crisis	29-Oct-56	5-Nov-56	17	131	-6.8	3.3	4.9	-1.4	6.2	-6.0
Berlin Wall built	13-Aug-61	22-Aug-61	25	18	-3.9	1.4	4.1	8.0	6.2	-14.6
Cuban missile crisis	14-Oct-62	15-Oct-62	7	9	-6.6	2.0	15.0	22.7	30.0	36.5
Assassination of President Kennedy	22-Nov-63	21-Nov-63	2	1	-2.8	3.8	6.7	11.5	16.0	23.9
Authorization of military operations in Vietnam	7-Aug-64	17-Jul-64	15	36	-3.2	0.5	1.7	4.8	7.3	5.8
Six Day Israel Arab war	5-Jun-67	8-May-67	20	40	-6.5	3.5	3.3	6.5	7.7	13.0
Israel Arab war/Oil embargo	16-Oct-73	29-Oct-73	27	1475	-17.1	6.3	7.3	5.6	-2.0	-28.2
President Nixon impeachment proceedings	6-Feb-74	30-Jan-74	9	16	-6.6	1.8	9.1	0.9	-10.8	-13.3
Shah of Iran exiled	16-Jan-79	26-Jan-79	9	34	-4.6	1.1	1.3	1.9	8.7	19.7
Iranian hostage crisis	4-Nov-79	5-Oct-79	24	51	-10.2	3.6	7.7	16.4	7.3	29.3
Soviet invasion of Afghanistan	24-Dec-79	17-Dec-79	12	6	-3.8	3.5	9.4	-2.9	11.6	29.6
Invasion of Grenada	25-Oct-83	10-Oct-83	22	304	-6.3	2.8	2.1	-3.7	-0.8	4.3
Bombing of Libya	15-Apr-86	21-Apr-86	20	7	-4.9	1.2	5.7	6.2	5.0	23.5
First Gulf War	16-Jan-91	1-Jan-91	6	8	-5.7	0.3	15.4	19.9	20.7	34.1
President Clinton impeachment proceedings	19-Dec-98	7-Dec-98	6	5	-3.9	4.1	6.2	13.4	13.4	23.0
Kosovo bombing	24-Mar-99	18-Mar-99	4	9	-4.1	1.6	7.5	5.6	1.4	21.0
9/11 attacks	11-Sep-01	10-Sep-01	6	15	-11.6	4.3	11.1	18.5	19.4	-12.5
Iraq war	20-Mar-03	21-Mar-03	7	16	-5.3	3.6	8.0	15.8	20.0	32.8
Arab spring (Egypt)	25-Jan-11	27-Jan-11	2	3	-1.8	2.2	4.0	6.6	1.9	3.1
Intervention in Libya	19-Mar-11	18-Feb-11	18	29	-6.4	3.3	5.0	0.9	-3.3	11.7
Ukraine conflict	14-Mar-14	7-Mar-14	6	13	-2.0	1.1	-0.6	5.2	7.8	11.5
Intervention in Syria	22-Sep-14	18-Sep-14	21	12	-7.4	4.2	9.5	8.4	13.0	9.1
Brexit vote	23-Jun-16	8-Jun-16	14	9	-5.6	5.1	8.3	8.0	13.4	20.9
Airstrike on Syrian airbase	7-Apr-17	1-Mar-17	22	16	-2.8	0.6	2.7	5.1	4.2	4.2
Median			15	16	-5.7	3.3	6.7	6.5	7.7	13.0

Fonte: Deutsche Bank e ZeroHedge

Ad ogni modo, rimane valido l'assunto che ci troviamo in una situazione inesplorata che non possiamo di preciso sapere come si evolverà.

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

Anche il mese di febbraio si è chiuso con performance negative su praticamente tutte le asset class. Infatti, il sentiment che già non dei migliori per via di un possibile restringimento delle politiche monetarie, è stato letteralmente sotterrato dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, che hanno dato il via ad un movimento di flight to quality che ha beneficiato gli asset considerati beni rifugio come ad esempio l'oro, il dollaro americano ed il franco svizzero.

Tabella 1: performance

Asset Class	Performance % mese di febbraio in valuta locale	Performance % anno 2022 in valuta locale
Azionario Americano	-3,14%	-8,23%
Azionario Europeo	-6,00%	-8,71%
Azionario Mercati Emergenti	-3,06%	-4,93%
Obbligazionario Investment Grade Americano	-1,12%	-3,25%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	-2,21%	-3,31%
Obbligazionario globale High Yield	-2,39%	-4,87%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	-4,54%	-7,06%

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?

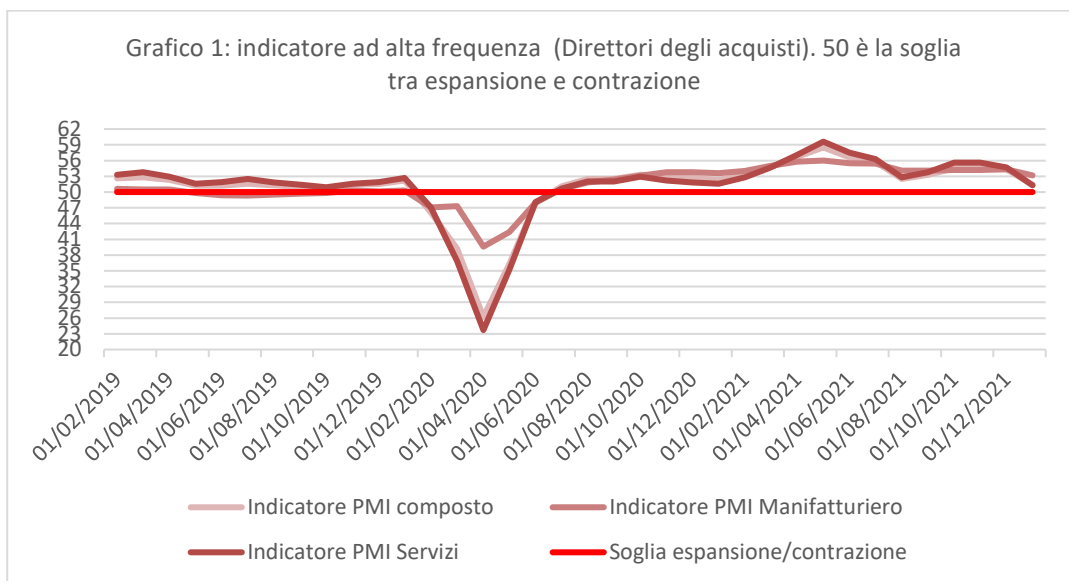
Ovviamente l'evento di maggiore importanza è stato l'attacco russo nei confronti dell'Ucraina ma, durante il mese, vi sono stati altri eventi di una certa importanza, tra cui vale la pena citare il rialzo dei tassi di 25 punti base deciso dalla Banca Centrale Inglese e la riunione della Banca Centrale Europea, che si è dimostrata molto preoccupata relativamente ai livelli inflativi. Da segnalare inoltre come la pubblicazione degli utili

aziendali del quarto trimestre 2021 abbia registrato un andamento positivo sia in Europa che in America, grazie al contributo di sostanzialmente tutti i settori industriali, ma soprattutto di quello dell'energia.

Qual è la condizione di salute dell'economia globale?

La situazione macroeconomica già da qualche mese stava mostrando segnali di indebolimento, anche se tuttavia la ripresa post-pandemia non apparisse in discussione. Lo scenario di base vede ancora una probabilità elevata che il 2022 registri un andamento positivo della crescita, pur tuttavia permanendo forti rischi al ribasso, anche a seguito dell'aumento delle tensioni geopolitiche che potrebbero aprire scenari difficilmente immaginabili sino a poche settimane fa e che potrebbero portare le banche centrali a fare gradualmente dietrofront nelle loro intenzioni di restringimento delle politiche monetarie. Tuttavia, non aiutano di certi i livelli inflativi elevati che, a causa del recente apprezzamento delle materie prime energetiche, potrebbero subire ulteriori aumenti nei prossimi mesi.

I dati ad elevata frequenza mostrano una situazione ancora positiva ma in deterioramento, soprattutto per quanto riguarda il settore dei servizi (grafico 1).



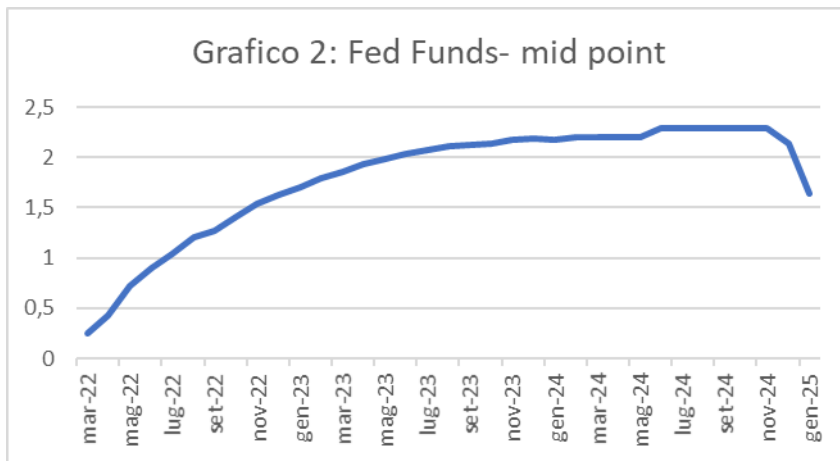
Nell'ultimo periodo, l'unica variabile che ha mostrato risvolti positivi è stata quella della pandemia, che sta mostrando un calo della curva per quanto riguarda i contagi ma soprattutto dei decessi e delle ospedalizzazioni.

Quali saranno gli eventi da monitorare nel prossimo periodo?

La situazione ad est è super fluida e di complicata lettura, pertanto è ovvio che le notizie market-mover nel prossimo periodo verranno da lì.

Tuttavia, già dalla prossima settimana ritornerà pressante il tema primario, ossia quello delle banche centrali che si trovano alla presa con l'inflazione. Infatti, Banca Centrale Europea e Banca Centrale Americana sono attese al varco rispettivamente per il 10 e per il 16 marzo. Se per la prima non sono attese particolari novità, dalla seconda ci si attende un rialzo dei tassi di interesse (che il mercato sconta ora di 25 punti base rispetto ai 50 che scontava sino poco prima che la Russia invadesse l'Ucraina). In tal senso, il peggioramento della situazione geopolitica potrebbe paradossalmente giovare a quelle asset class che negli ultimi mesi avevano particolarmente sofferto le aspettative di rialzo dei tassi, come ad esempio il settore azionario tecnologico, in quanto le banche centrali potrebbero adottare un approccio più prudente nel processo di normalizzazione monetaria. Il vero rischio è ora quello di entrare in un contesto di stagflazione.

Interessante notare come comunque il mercato futures dei Fed Funds sconti – per quanto riguarda l'America – rialzi dei tassi di interesse sino al 2024, per poi assistere ad una discesa (grafico 2).



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg al 24/02/22

Cosa ci dicono le valutazioni attuali dei mercati finanziari e cosa è lecito attendersi nel medio periodo?

Come sempre è fondamentale 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 2: valutazioni

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	65 (78 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	32 (62 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	44 (67 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	24 (52 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 25 febbraio 2022. 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 2 ci mostra valutazioni in miglioramento sui mercati azionari – sebbene non siano spiccatamente a buon mercato – ed anche sui mercati obbligazionari, specialmente quelli con merito di credito inferiore. Partendo dai livelli di rendimento attuale e considerate le valutazioni delle principali categorie di investimento, i ritorni attesi medi per i prossimi anni sono sicuramente migliori rispetto a quelli che era lecito attendersi sino a pochi mesi fa.

Come andranno quindi gestiti i portafogli nel prossimo periodo?

Sui mercati finanziari siamo passati nel giro di pochi mesi dall'euforia alla calma, dalla calma alla paura e negli ultimi giorni dalla paura al panico.

Le variabili con cui dobbiamo confrontarci sono oggi sia di natura geopolitica – che per sua natura ha tratti di imprevedibilità elevata - sia macroeconomica, con le principali banche centrali che dovranno dare quantomeno un segnale rispetto a livelli inflativi ormai giudicati da troppo tempo superiori ai target.

Tale contesto lascia presagire che potremmo assistere anche nel prossimo periodo al proseguimento della price action vissuta dall'inizio dell'anno, con momenti di tensione intervallati ad altri più calmi, ma con tendenza generale non positiva su tutte le principali categorie di investimento.

Lo scorso mese avevamo scritto che un fattore importante da monitorare sarebbe stato la tenuta o meno del mercato del credito ed effettivamente nell'ultimo mese abbiamo assistito ad un peggioramento delle condizioni finanziarie sebbene gli spreads di credito siano ancora a livelli non ritenuti preoccupanti. Tuttavia,

se tale movimento dovesse prendere maggiore vigore, assisteremmo sicuramente ad un peggioramento della situazione.

Tuttavia, dall'altro lato, non bisogna dimenticarsi come il contesto macroeconomico, anche a seguito dei segnali incoraggianti provenienti sul fronte pandemico, appare ancora in discreta salute e pertanto l'eventuale negatività di mercato potrebbe rivelarsi passeggera e quindi non appare saggio prendere posizioni radicali ma invece rimane importante mantenere la rotta ed allungare l'orizzonte temporale. Infatti, portafogli robusti ben disegnati dalla partenza permettono sostanzialmente di potersi "disinteressare" dei movimenti di breve-periodo focalizzandosi sul raggiungimento degli obiettivi di medio-lungo periodo, che non vengono influenzati dalla volatilità passeggera, caratteristica questa che è fisiologica dei mercati finanziari.

Più tatticamente, risulta al momento interessante coprire parzialmente le componenti più volatili dei portafogli per il tramite di classi di investimento che beneficerebbero di un peggioramento della situazione geopolitica, come ad esempio l'oro e il Dollaro Americano; posizioni queste che comunque, per un investitore euro-centrico, dovrebbero rappresentare una bassa percentuale di portafoglio.

Per il prossimo periodo, i segnali provenienti dai nostri modelli quantitativi ci suggeriscono di:

- Aumentare – possibilmente durante giornate caratterizzate da andamento negativo – in maniera graduale l'esposizione azionaria portandola in linea o a livelli leggermente superiori ai pesi stabiliti in sede di asset allocation strategica o, qualora si sia già allineati, portandola leggermente sopra al target.
- Tenere l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito leggermente al di sotto del peso stabilito in sede di asset allocation strategica.
- Mantenere l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio vicina al peso stabilito in sede di asset allocation strategica.

Denis Manzi, CFA, CIPM
Asset Manager