

Economia mondiale e mercati finanziari

Commento mensile a cura di Denis Manzi, CFA, CIPM

Banca di San Marino S.p.A.

SONO MOMENTI DI VERA RIFLESSIONE

Mercati ancora in balia dei tassi di interesse

Atterraggio morbido, duro o nessun atterraggio?

Negli ultimi mesi si era molto discusso all'interno dei parterre dei mercati finanziari circa il tipo di atterraggio che avrebbe atteso l'economia globale. Infatti, appariva tutto sommato molto probabile che l'economia, zavorrata da livelli di inflazione elevata, tassi di interesse nominali in forte rialzo e dalla continua erosione dei risparmi che gli individui avevano accumulato durante il periodo più duro della pandemia, sarebbe andata incontro molto presto ad un periodo di recessione economica. La discussione era quindi perlopiù sul tipo di atterraggio atteso, morbido o duro.

La tesi dei proponenti dell'atterraggio morbido, semplificando, sostiene che un processo di disinflazione immacolata, graduale e quasi naturale, permetterà alle banche centrali di porre ben presto fine al ciclo di rialzo dei tassi di interesse, iniziando presto ad abbassarli in maniera non brusca. Tesi che invece si scontra con quanto pensano i sostenitori dell'atterraggio duro, i quali ritengono che i livelli di inflazione rimarranno elevati e persistenti per ancora diverso tempo, il che richiederà alla politica monetaria di continuare nel processo di rialzo dei tassi, aggravando pertanto la recessione.

La prima tesi, quella dell'atterraggio morbido, è stata consistente con l'andamento dei mercati finanziari degli ultimi due mesi del 2022 e del primo mese dell'anno in corso, che ha visto rialzi significativi sia sul comparto azionario sia sul comparto obbligazionario, con quest'ultimo registrare gradualmente un ritorno ad una conformazione più normale delle curve dei tassi mentre la seconda tesi, quella dell'atterraggio duro, è stata consistente con l'andamento dei mercati sino ad ottobre, andamento caratterizzato da negatività diffusa su azionario ed obbligazionario e movimento di appiattimento ed inversione delle curve dei tassi.

A queste due tesi, se ne è affiancata una nuova durante l'ultimo mese, ovvero quella del "nessun atterraggio", la cui introduzione è stata spinta dai dati migliori delle attese registrati sul fronte economico per quanto riguarda sia il mercato del lavoro sia il settore dei servizi. In effetti le stime di crescita per il PIL del primo trimestre hanno visto un movimento rialzista.

Questa nuova tesi ritiene che a livello macroeconomico si assisterà ad un proseguimento della positività della crescita con livelli di inflazione che continueranno anch'essi a rimanere elevati con la conseguenza che anche la politica monetaria continuerà a vedere un proseguimento nel rialzo dei tassi di interesse.

In questo scenario, i mercati finanziari saranno caratterizzati da un andamento negativo sui mercati obbligazionari, con curve sempre più invertite ed andamento neutrale o positivo per i mercati azionari, guidati prevalentemente dai settori meno dipendenti dall'andamento dei tassi di interesse. In effetti, lo scenario implicito nella tesi del "non atterraggio" è stato quello a cui abbiamo assistito durante il mese di febbraio, caratterizzato da mercati azionari che hanno performato generalmente meglio di quelli obbligazionari, mostrando un peggioramento del valore relativo implicito dei mercati azionari rispetto a quelli obbligazionari (grafico premio al rischio azionario, calcolato come rapporto

utili/prezzo del mercato azionario meno il rendimento del decennale sovrano di riferimento), con conseguente minore rendimento atteso per i primi rispetto ai secondi.



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg (più il valore è alto e più i mercati azionari sono a buon mercato rispetto a quelli obbligazionari, e viceversa).

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

Dopo un mese positivo come quello di gennaio era probabile assistere ad un raffreddamento delle condizioni finanziarie, cosa puntualmente accaduta a febbraio che ha registrato un andamento generalmente negativo un po' su tutte le principali classi di investimento (tabella performance). Come si usa infatti dire: "le cose belle non durano per sempre!"

Le cause della negatività vanno ricercate in *primis* nelle prese di beneficio da parte degli investitori, ed in *secundis* nel riprezzamento delle aspettative di politica monetaria che, complici dati macroeconomici migliori delle attese, mostrano ora previsioni sul picco che sarà raggiunto dai tassi di interesse di policy delle principali banche centrali a livelli superiori a quanto previsto a fine gennaio.

Tabella performance

Asset Class	Performance % mese di febbraio in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	-2,61%	3,40%
Azionario Europeo	1,80%	11,72%
Azionario Mercati Emergenti	-6,54%	0,80%
Obbligazionario Investment Grade Americano	-2,59%	0,41%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	-2,09%	0,08%
Obbligazionario globale High Yield	-1,89%	2,21%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	-2,23%	0,90%

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

Qual è la condizione di salute dell'economia globale?

L'economia sta continuando a mostrare segnali di forza rispetto a quanto preventivato. In effetti, la discesa dei livelli inflattivi (sebbene si notino segnali di rallentamento nei cali) unita alla resilienza dei consumatori (che però stanno continuando a spendere i risparmi accumulati durante il periodo più duro del covid) sta dando ragione alle banche centrali che continuano nel processo di restrizione delle

politiche monetarie. Tuttavia, è ben noto come gli effetti della politica monetaria agiscano sull'economia con un certo ritardo temporale e pertanto le probabilità di assistere prossimamente ad una flessione della crescita economica non sono risibili, come anche dimostrato dalle probabilità di entrare in recessione già durante l'anno in corso che, nonostante risultino in discesa, si mantengono a livelli elevati.

Quali saranno gli eventi da monitorare nel prossimo periodo?

Dopo un mese di assenza, a marzo torneranno alla ribalta le banche centrali, con le decisioni di quella europea attese per il 16 e di quella americana per il 22. Le previsioni vedono rialzi dei tassi di 50 punti base nella zona euro (i tassi sui depositi sono previsti quindi al 3% e quelli sulle aste principali al 3,5%) e di 25 punti base in America (range dei tassi atteso tra il 4,75% ed il 5%).

Importante, inoltre, la lettura dei dati di inflazione che sarà fondamentale per prevedere l'orientamento futuro della politica monetaria e di conseguenza anche della traiettoria dell'economia.

Un occhio sempre attento, infine, agli sviluppi della guerra in Ucraina, dove la situazione rimane sempre estremamente fluida e di difficile lettura.

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). Le nostre analisi ci mostrano valori in peggioramento rispetto al mese scorso soprattutto sul comparto azionario, tuttavia non si notano segnali di eccesso, sebbene i rendimenti attesi ottenibili per il medio-lungo periodo siano inferiori a quelli presenti nei mesi scorsi.

Come andranno quindi gestiti i portafogli nel prossimo periodo?

Lo scorso mese avevamo con prescienza suggerito, tatticamente, di "iniziare gradualmente (possibilmente operando in maniera *contrarian* rispetto alla price action) a ridurre leggermente i rischi di portafoglio".

Lo stesso suggerimento lo diamo anche questo mese, in quanto la sensazione è che potremmo andare incontro ad un aumento della volatilità con conseguente negatività sugli attivi più rischiosi.

In tal senso, vediamo più valore sui mercati obbligazionari, con preferenza per il sottosectore dei governativi, rispetto ai mercati azionari.

In dettaglio si consiglia di:

- Ridurre leggermente la componente azionaria di portafoglio, portandola di poco sotto al peso stabilito in sede di *asset allocation* strategica;
- Ridurre leggermente l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito, portandola di poco sotto al peso stabilito in sede di *asset allocation* strategica;
- Portare l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito a livelli leggermente superiori a quelli stabiliti in sede di *asset allocation* strategica.

Concludendo, spendiamo poche parole sull'andamento del tasso di cambio EUR/USD. Lo scorso mese avevamo intuito come, visto il restringimento del differenziale dei tassi reali tra le due aree geografiche, il dollaro potesse interrompere il movimento indebolimento e così è stato.

Ora, invece, la stessa analisi ci mostra come l'euro potrebbe rialzare la testa nel prossimo periodo.