

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

IL MERCATO NON È UN CASINÒ

Il tempo è il miglior alleato di ogni investitore

Fai del tempo il tuo migliore alleato. Albert Einstein diceva: "Il tempo è relativo, il suo unico valore è dato da ciò che noi facciamo mentre sta passando". L'essere umano è da sempre in conflitto con il tempo anche perché ognuno di noi dispone di un periodo limitato, il cui termine è sconosciuto. A maggiore ragione, il tempo non dovrebbe essere sprecato ma bensì utilizzato (per non dire sfruttato) al meglio. Non occorre cadere nel più ovvio di tutti i tranelli: il tempo è limitato quindi ho fretta... Non è esattamente così in quanto "la fretta è cattiva consigliera", come recita un antico proverbio. La finanziarizzazione dell'economia, l'avvento del trading online, con la possibilità per qualsiasi persona di potere investire con pochi click anche tutto il proprio patrimonio nelle azioni di una società di cui magari si conosce ben poco, per non parlare della gamification degli investimenti finanziari, sono tutte tematiche che hanno senza dubbio accentuato il desiderio e la velleità della maggior parte degli esseri umani di volere tutto e subito, possibilmente con meno sforzi possibili. Chi di noi non ha mai sognato di diventare incredibilmente ricco dalla sera alla mattina grattando un "gratta e vinci", indovinando i 6 numeri vincenti del superenalotto o vincendo a qualche altra lotteria? È tutto più che normale e condivisibile ma, se può avere un qualche senso – per lo più psicologico - giocare qualche euro a settimana in qualche concorso o lotteria, pur con la consapevolezza che le probabilità di vincita sono infinitesimali, approcciarsi agli investimenti finanziari con l'obiettivo di fare soldi in fretta risulta molto spesso, per non dire quasi sempre, una mera chimera ed in effetti nella stragrande maggioranza delle volte va malissimo.

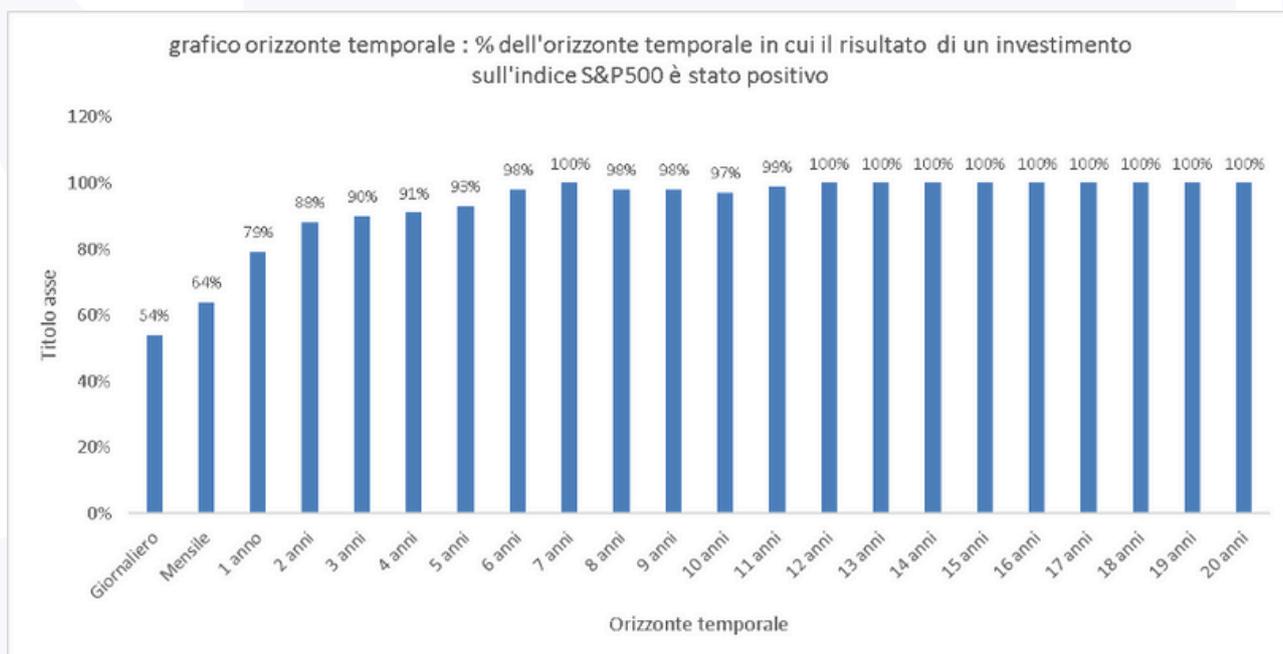
Proprio in questo ultimo periodo, rimanendo in tema, sono tornati alla ribalta alcuni titoli iper-speculativi che erano stati esaltati nel periodo della pandemia, spinti da un'orda di investitori retail riuniti in alcuni forum online e, come scritto in precedenza, nella stragrande maggioranza dei casi, chi si avvicina agli investimenti finanziari con l'obiettivo di fare soldi in fretta, finisce col farsi molto male... (grafico meme stocks).



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

L'eccezione esiste sempre, ma parliamo di un evento di coda che rappresenta un caso statisticamente poco probabile e soprattutto imprevedibile. Morandi forse si avvicinava parzialmente alle statistiche con "Uno su mille ce la fa", ma poi funzionerebbe in ogni caso solo per un periodo molto limitato prima della tragedia. Come dico sempre, ci sono da una parte le varie lotterie e, dall'altra, ma molto distante, gli investimenti. Vanno bene entrambi, basta capire qual è il proprio obiettivo e, soprattutto, risulta fondamentale non confondere le due cose, pena andare incontro a risultati nefasti. Se sei ragionevole il tempo può aiutarti e lavorare con te e per te. "Il tempo può aiutarti e lavorare con te e per te".

Non ci potrebbe essere frase migliore per descrivere il reale comportamento dei mercati finanziari che, a dispetto di quanto si possa pensare, funzionano esattamente al contrario di come funziona un casinò (sebbene molto spesso, incorrettamente, i mercati finanziari vengano equiparati a dei casinò). Infatti, è risaputo che al casinò, essendo le probabilità di vincita "del banco" superiori a quelle del giocatore, maggiore sarà il numero di giocate e maggiore, statisticamente, sarà la probabilità di andare incontro a delle perdite. Sui mercati finanziari, invece, checché se ne dica o che si possa pensare, funziona esattamente al contrario, e tale dinamica è statisticamente verificabile. Infatti, se è vero che nel breve o brevissimo periodo le probabilità di vittoria siano molto simili a quelle del classico lancio della monetina (e di sicuro investitori più sofisticati, soprattutto da un punto di vista tecnologico hanno probabilità superiori di effettuare operazioni redditizie rispetto ad investitori meno sofisticati), più allunghiamo l'orizzonte temporale e maggiore diventa la probabilità di ottenere risultati positivi (grafico orizzonte temporale). Vale quindi la pena, quando investiamo, di farlo con cognizione di causa, con il giusto metodo, cercando di massimizzare le probabilità di raggiungere i nostri obiettivi – che devono essere realistici.



Fonte: elaborazione BSM su dati Ritholtz Wealth Management, a partire dal 1950

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

Dopo un aprile che aveva fatto registrare un lieve aumento della volatilità, con conseguente negatività sui mercati finanziari, il mese di maggio ha regalato buoni risultati, complici da un lato dati macroeconomici (soprattutto sul fronte inflazione) abbastanza incoraggianti ed una stagione degli utili che ha mostrato buona salute per il mondo corporate e dall'altro un ritrovato interesse da parte di molti investitori per strategie di investimento che implicitamente vendono volatilità, contribuendo a spingerla al ribasso (grafico cross asset volatility) e garantendo quindi una price action meno nervosa.



Grafico cross asset volatility: indicatore della volatilità sulle principali classi di investimento, che si trova ai minimi dal 2020. Fonte: Bloomberg.

Con mercati azionari tonici, che sia in Europa che in America rimangono vicini ai massimi storici, e mercati obbligazionari che non regalano grosse soddisfazioni ma che, grazie al buon livello di carry fornito non detraggono troppo dalla performance, se l'anno si dovesse chiudere oggi la maggior parte degli investitori potrebbe ritenersi decisamente soddisfatta (tabella performance).

Asset Class	Performance % mese di maggio in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	4,80%	10,64%	24,23%
Azionario Europeo	1,27%	10,22%	19,19%
Azionario Mercati Emergenti	0,29%	2,46%	7,04%
Obbligazionario Investment Grade Americano	1,70%	-1,64%	5,53%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	0,04%	-1,55%	7,19%
Obbligazionario globale High Yield	1,49%	2,77%	14,04%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	1,72%	1,58%	9,09%

Tabella performance. 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?

Sul fronte banche centrali, come previsto la FED ha lasciato i tassi di interesse invariati nel range 5,25%-5,5%, citando come negli ultimi mesi non vi siano stati progressi nel trend di ritorno dell'inflazione verso il target del 2%. Inoltre, è stato annunciato che da giugno il quantitative tightening sul bilancio subirà un rallentamento, tramite l'imposizione di un tetto massimo a 25 miliardi di dollari mensili rispetto all'attuale tetto di 60 miliardi di dollari mensili. Il 6 giugno invece (quindi in data successiva alla chiusura di questo pezzo) la BCE avrà verosimilmente proceduto con il primo ribasso dei tassi di interesse, portandoli, con un taglio di 25 punti base, al 3,75% sui depositi ed al 4,25% sulle aste di rifinanziamento principali. Interessante notare come, da inizio anno, siano cambiate le aspettative di mercato sul processo di riduzione dei tassi di politica monetaria delle principali banche centrali, a testimonianza di come il mondo in cui viviamo viaggi veramente ad una velocità impressionante (grafico aspettative banche centrali). Per quanto riguarda invece il contesto macroeconomico, continuano a persistere segnali contrastanti, con da un lato una crescita che sembra tenere bene e dall'altro livelli di inflazione che tendono a scendere ad un ritmo piuttosto lento, guidati perlopiù dal trend discendente dei prezzi della manifattura, mentre i prezzi dei servizi continuano a registrare livelli abbastanza sostenuti. Scendendo sul micro, la pubblicazione degli utili del primo trimestre ha confermato una buona salute del mondo corporate; infatti, a titolo di esempio,

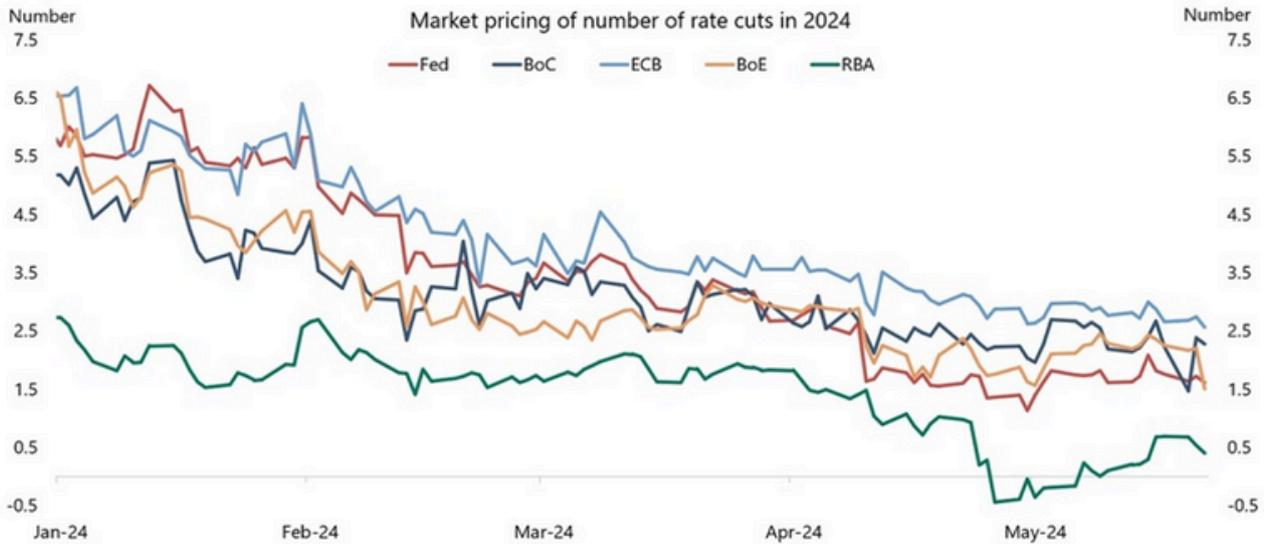


Grafico aspettative banche centrali: aspettative di tagli dei tassi per le principali banche centrali per come scontate dal mercato. Fonte: Torsten Slok - Apollo Academy

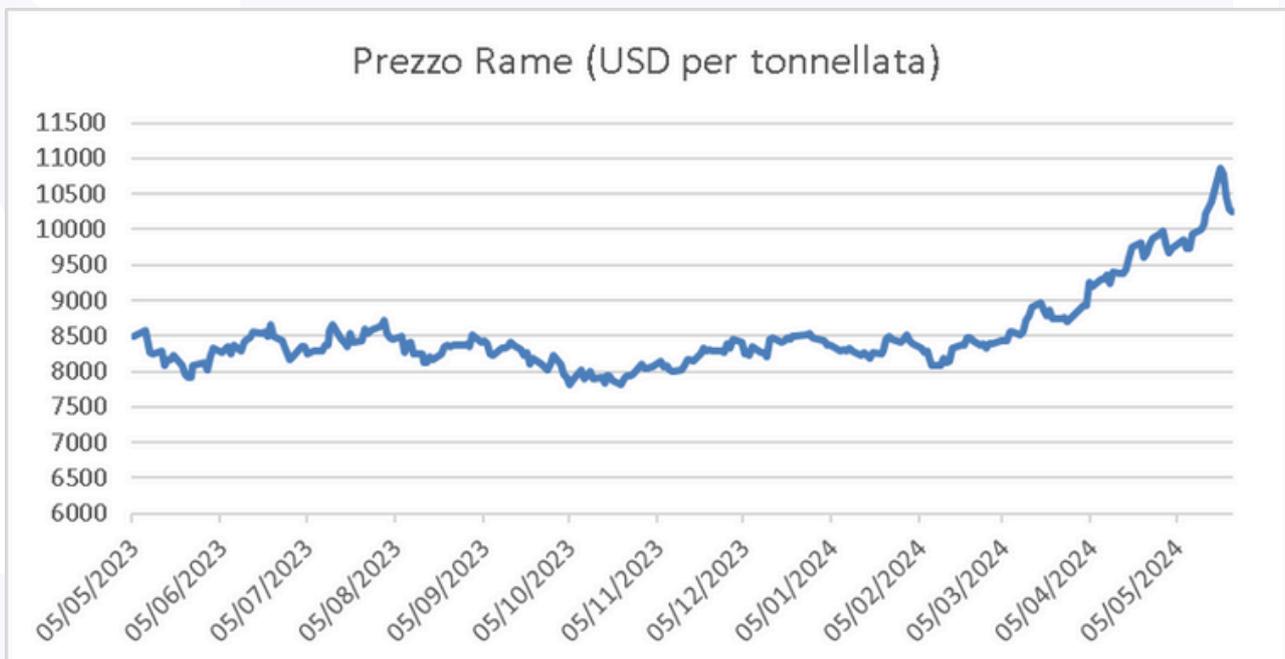


Grafico rame: prezzo del rame espresso in USD per tonnellata
Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg al 24 maggio 2024

sostanzialmente tutte le aziende incluse nell'indice azionario S&P500 che hanno rilasciato i risultati, si apprende come sia gli utili che i ricavi siano saliti a buoni ritmi (+4,09% gli utili e +7,71% i ricavi), con il settore tecnologico a fare la parte del leone. Da segnalare infine il forte rialzo del prezzo del rame (grafico rame), materia prima che, oltre ad essere utilizzata in tantissimi settori industriali, risulta fondamentale per il processo di transizione ecologica e che, se dovesse rimanere a livelli particolarmente elevati per un lungo periodo, potrebbe spingere in alto i livelli inflattivi rendendo più complicato il lavoro delle banche centrali.

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

Il contesto macroeconomico, sul fronte della crescita, rimane tutto sommato positivo e non si notano particolari crepe nelle principali aree geografiche, con l'America che continua a mostrare segnali di resilienza, sebbene gli ultimi dati stiano uscendo a valori inferiori alle attese (grafico sorpresa economica) ed anche la zona euro che registra un buon andamento, così come la Cina che sembra sulla via della ripresa.



Grafico sorpresa economica: valori superiori allo zero indicano dati effettivi migliori a quelli attesi, e viceversa. Fonte: elaborazione BSM su dati "Citi economic surprise" relativo agli USA, dati aggiornati al 24 maggio

Solo pochi trimestri fa, si dava per scontato che, dopo un rialzo dei tassi così repentino come quello messo in atto dalle principali banche centrali, l'economia avrebbe sofferto particolarmente ma evidentemente – come spesso accade – si facevano i conti senza l'oste.

In effetti, se da un lato risulta plausibile come dopo gli effetti della pandemia i tassi di interesse neutrali (quei livelli dei tassi che non sono né espansivi né restrittivi) siano saliti, principalmente a causa della crescita dei PIL potenziali, vi sono anche altre circostanze che verosimilmente hanno reso “meno efficaci” i rialzi dei tassi di interesse, tra le quali vale la pena citare una condizione debitoria di privati ed aziende non drammatica (il periodo di tassi estremamente bassi durato diversi anni, ha consentito ai privati di indebitarsi prevalentemente a tasso fisso ed alle aziende di allungare le scadenze) ma soprattutto politiche fiscali che, sia durante la pandemia che dopo, hanno continuato a rimanere decisamente espansive, con deficit di bilancio mai visti al di fuori di una recessione e controbilanciando ampiamente gli effetti di politiche monetarie restrittive (grafico deficit).

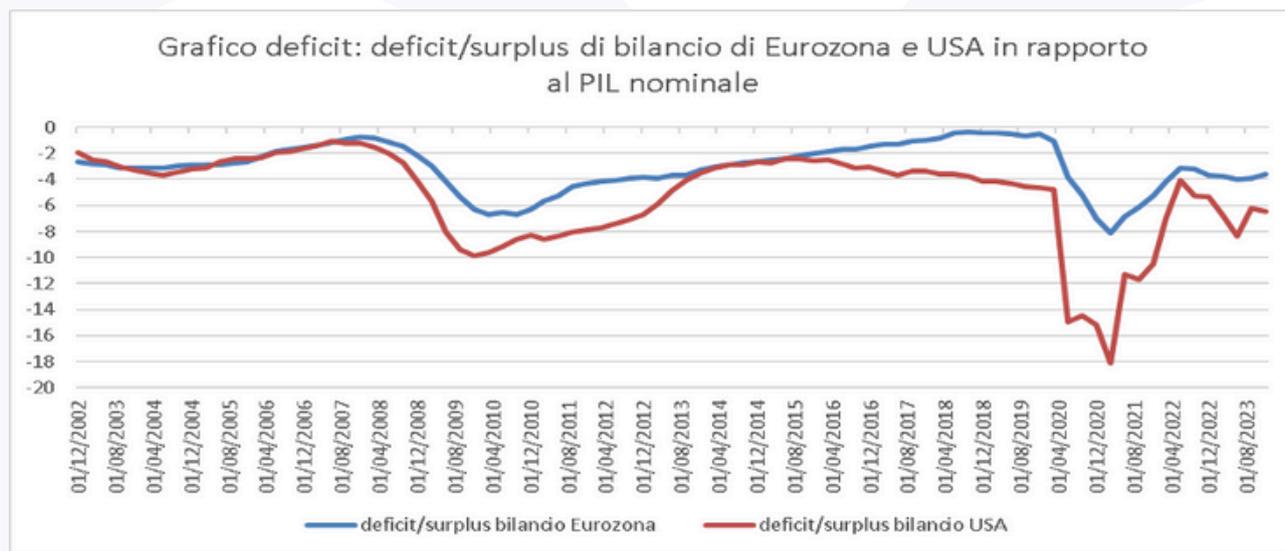


Grafico deficit: deficit/surplus di bilancio di Eurozona e USA rapporto al PIL nominale

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Il mese di giugno sarà fondamentale per capire quando e se anche la FED - che si riunirà il 12 giugno in concomitanza con la pubblicazione del dato sull'inflazione - dopo la BCE, deciderà di procedere con il primo taglio dei tassi, magari non a luglio ma bensì a settembre. Sul fronte politico, le elezioni del parlamento europeo previste per il 9 giugno, per le quali i sondaggi vedono in testa i Popolari Europei, saranno attenzionate per capire più che altro quale sarà il risultato delle forze più euroscettiche. Uno sguardo sempre attento andrà ovviamente sempre rivolto al contesto geopolitico, con i conflitti in Ucraina ed Israele. Inoltre, come ormai da prassi, proseguirà il monitoraggio delle riserve bancarie negli USA, dinamica questa che permetterà di capire come e se continuerà il processo di riduzione del bilancio della FED, la banca centrale americana. Infatti, come già sottolineiamo da alcuni mesi, sotto a determinati livelli di riserve, gli ingranaggi del sistema finanziario iniziano a scricchiolare ed in tal senso appare pertanto utile monitorare la dinamica di calo degli attivi parcheggiati nella "reverse repo facility" (grafico reverse repo) della FED, in quanto un ritorno verso lo zero (con il ritmo di discesa che è comunque diminuito negli ultimi mesi) potrebbe essere sintomo di un' imminente fine del processo di riduzione del bilancio.

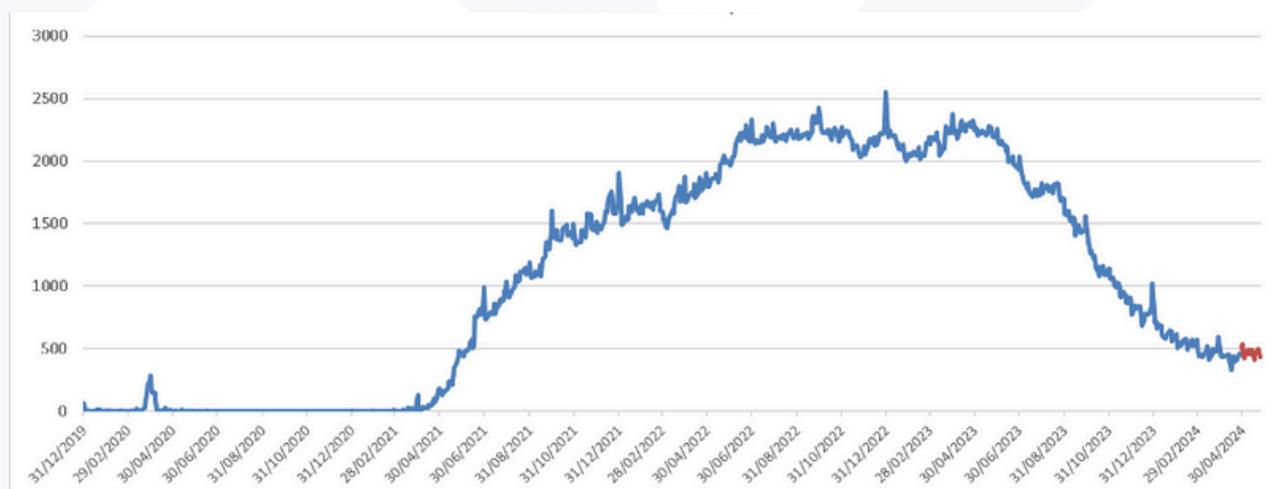


Grafico reverse repo: ammontare parcheggiato nella reverse repo facility della FED in miliardi di dollari

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg al 27/05/2024

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).

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	78 (81 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	55 (57 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	77 (80 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	93 (91 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg con dati rilevati in data 27 maggio 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 generalmente in peggioramento rispetto allo scorso mese un po' su tutte le classi di investimento, con le valutazioni sul mercato azionario e sull'obbligazionario con maggiore rischio di credito decisamente non a buon mercato. Anche il segmento Investment Grade, con valori che continuano a salire e si trovano ora sopra alla mediana di lungo periodo, inizia ad essere abbastanza tirato, sebbene sia forse l'asset class che al momento sembra offrire ancora un discreto valore. Tale analisi ci conferma come le performance attese nel medio periodo non siano, partendo dai livelli attuali, così allettanti sulle classi di attività più volatili.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

Volatilità compressa, unita a valutazioni in peggioramento e situazione tecnica che, dopo la leggera negatività di aprile, sta tornando ad essere abbastanza tirata, ci forniscono di per certo segnali di attenzione. Segnali di attenzione che ovviamente non debbono farci propendere per scelte drastiche a livello di portafoglio, in quanto infatti, come sempre, diverranno segnali di allarme soltanto quando vi sarà un innesco, che per il momento è difficile da intravedere.

Quello che però come investitori possiamo e dobbiamo fare, è approfittare di momenti di mercato come l'attuale, caratterizzati dalla scarsa presenza di tensione e buona liquidità, per ribilanciare i portafogli, riducendo l'esposizione su quelle classi di investimento che hanno meglio performato ed aumentandola invece su quelle che hanno peggio performato. Vi sono momenti di mercato, infatti, dove risulta complicato prendere decisioni nette e quella attuale, a parere di chi scrive, presenta tali similitudini.

Pertanto, considerato il tutto a 360 gradi, per il prossimo periodo in dettaglio si consiglia 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, mantenendola a livelli leggermente inferiori rispetto al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Aumentare leggermente l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito mantenendola leggermente sopra al peso stabilito in sede di asset allocation strategica.



Banca di San Marino®
Futuro da una vita