

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

È TEMPO DI BILANCI

Primo semestre positivo, qualche nube sul secondo

In fisica ci sono due modi di considerare il tempo. Il primo modo è quello che i fisici chiamano tempo proprio e che considera il tempo come quella grandezza fisica che si misura con gli orologi, meccanismi che generano un evento periodico e che si misura appunto contando, generalmente in ordine crescente (1,2,3...). Il secondo modo, invece, è quello di assegnare delle coordinate di tempo ai diversi eventi naturali e metterli poi in ordine, assegnando ad essi un'etichetta di tempo, chiamata coordinata. Questa seconda modalità è una necessità di noi umani; potremmo anche farne a meno, ma il suo utilizzo è molto più consono alla nostra natura, come ben dimostrato dal bisogno di calendarizzazione degli eventi e degli obiettivi, un altro sistema adottato dall'uomo per suddividere e identificare precisi periodi di tempo. In finanza, la calendarizzazione degli eventi è utilizzata all'ennesima potenza ed effettivamente, per quanto riguarda ad esempio sia la finanza di mercato sia quella aziendale, l'anno di calendario viene suddiviso in periodi più brevi, come i mesi, i trimestri ed i semestri ed alla fine di ciascuno di tali periodi è uso e consuetudine fare una sorta di "bilancio". Sul motivo per cui nel corso del tempo si sia deciso di adottare tale consuetudine potremmo scrivere tanto, ma non sarebbe sicuramente un argomento interessante per la maggior parte dei lettori e quindi, essendoci concluso il primo semestre dell'anno, sfruttiamo queste righe per fare qualche bilancio. Sebbene sia lapalissiano che con i "se" e con i "ma" la storia non si fa, nel nostro mestiere può avere senso, anche solo per fare qualche ragionamento più complesso, valutare "cosa sarebbe successo se..." o "cosa succederebbe se...".

Negli ultimi trimestri, è balzata agli onori delle cronache la società NVIDIA, che sino a poco fa solamente gli addetti ai lavori conoscevano e che invece recentemente, grazie all'hype sull'intelligenza artificiale, per un breve lasso di tempo, è divenuta addirittura la società a maggiore capitalizzazione del mondo (grafico capitalizzazione)!

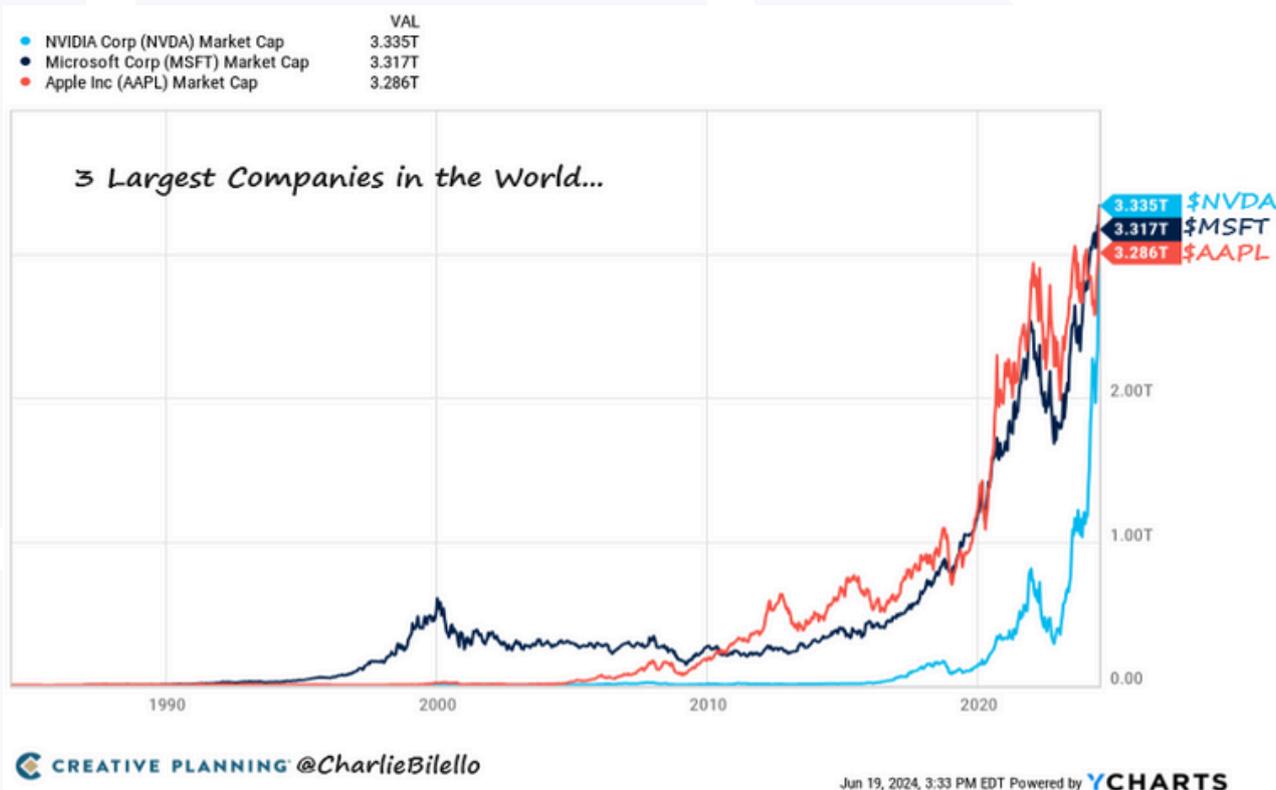
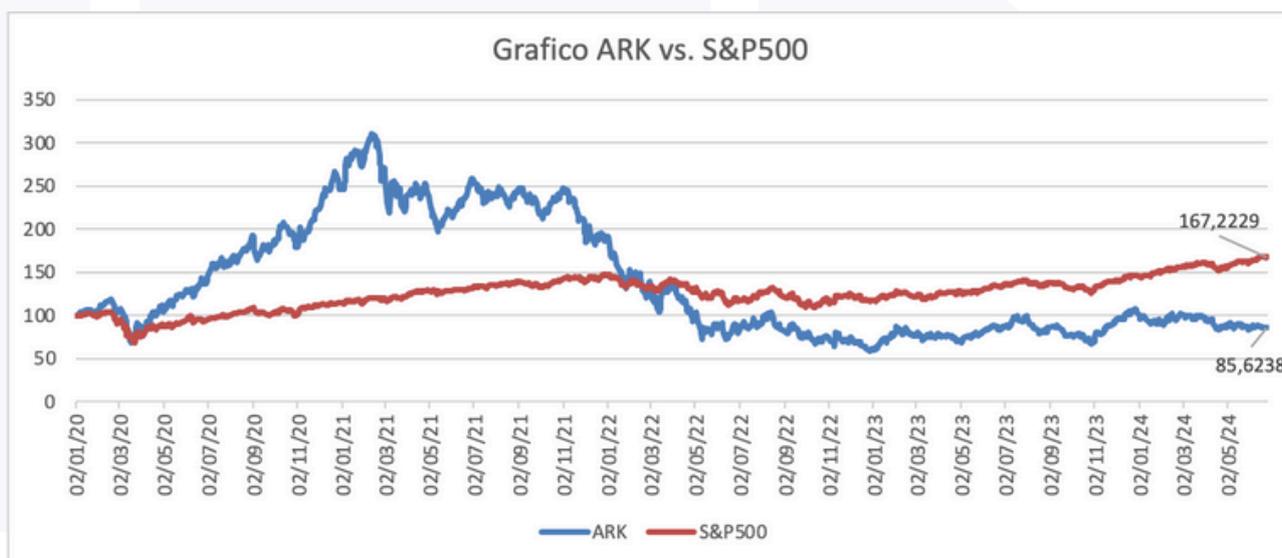


Grafico capitalizzazione: andamento, in trilioni di dollari, delle 3 società che il 19 giugno 2024 avevano la maggiore capitalizzazione al mondo. Fonte: Charlie Bilello

Ebbene, potrebbe quindi venire naturale dire "eh se avessi investito tutto su NVIDIA...". Tuttavia, sui mercati, vi è sempre stata e sempre vi sarà la storia affascinante, sexy, che poi però, il più delle volte, finisce per non risultare così sexy come poteva sembrare inizialmente. Un esempio lampante in tal senso ce lo ha regalato, di recente, il veicolo di investimento "ARK INNOVATION" che, come dice il nome, investe in società innovative e gestito da Cathie Wood. Nel 2021, dopo performance epiche, sembrava che la gestrice del fondo avesse le mani magiche e che chi non investisse nel suo veicolo fosse quasi uno scellerato.

Nella realtà dei fatti, almeno per ora, chi non vi ha investito non appare poi così scellerato (grafico ARK vs. S&P). È vero che il tempo è relativo, ma quasi 5 anni possono essere già considerati un buon lasso temporale per fare delle valutazioni sensate.



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

Ora, nessuno è in grado obiettivamente di sapere quale sarà la società che capitalizzerà di più al mondo fra 1 anno, 2 anni, 3 anni e così via e sempre nessuno è in grado di prevedere quale sarà l'azione o il veicolo di investimento che regalerà le migliori performance mentre invece vi è una certezza sulla quale possiamo sempre fare affidamento: il mondo va avanti e progredisce, è questa la natura umana, che vuole sempre migliorare il proprio standard di vita e, di conseguenza, la crescita economica, seppure tra alti e bassi, è destinata a progredire e con sé si porterà gli assets finanziari, che nel medio-lungo periodo devono per forza seguire i fondamentali economici (con assets finanziari che vanno intesi come macro categorie di investimento e non come singolo investimento, che ovviamente mantiene un rischio idiosincratco quasi impossibile da gestire).

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

Con la chiusura del primo semestre dell'anno è tempo di bilanci abbiamo detto (tabella performance). Ebbene, questa prima parte dell'anno, tutto sommato, si è rivelata positiva sui mercati finanziari, che hanno generalmente registrato buone performance, sebbene con una certa divergenza tra le diverse parti del mercato.

Asset Class	Performance % mese di giugno in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	3,47%	14,48%	24,23%
Azionario Europeo	-1,80%	8,24%	19,19%
Azionario Mercati Emergenti	3,55%	6,11%	7,04%
Obbligazionario Investment Grade Americano	0,95%	-0,71%	5,53%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	0,35%	-1,21%	7,19%
Obbligazionario globale High Yield	0,40%	3,18%	14,04%
Obbligazionario mercati emergenti aggregato	0,63%	2,22%	9,09%

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

S&P 500 Index: Number of All-Time Highs (1929 - 2024)					
Year	# ATH	Year	# ATH	Year	# ATH
1929	45	1949	0	1969	0
1930	0	1950	0	1970	0
1931	0	1951	0	1971	0
1932	0	1952	0	1972	32
1933	0	1953	0	1973	3
1934	0	1954	27	1974	0
1935	0	1955	49	1975	0
1936	0	1956	14	1976	0
1937	0	1957	0	1977	0
1938	0	1958	24	1978	0
1939	0	1959	27	1979	0
1940	0	1960	0	1980	24
1941	0	1961	53	1981	0
1942	0	1962	0	1982	2
1943	0	1963	12	1983	30
1944	0	1964	65	1984	0
1945	0	1965	37	1985	43
1946	0	1966	9	1986	31
1947	0	1967	14	1987	47
1948	0	1968	34	1988	0
				1989	13
				1990	6
				1991	22
				1992	18
				1993	16
				1994	5
				1995	77
				1996	39
				1997	45
				1998	47
				1999	35
				2000	4
				2001	0
				2002	0
				2003	0
				2004	0
				2005	0
				2006	0
				2007	9
				2008	0
				2009	0
				2010	0
				2011	0
				2012	0
				2013	45
				2014	53
				2015	10
				2016	18
				2017	62
				2018	19
				2019	36
				2020	33
				2021	70
				2022	1
				2023	0
				2024	31

Tabella nuovi massimi: numero dei nuovi massimi registrati dall'indice S&P500 nel corso degli anni Closing Prices as of 6/18/24 Fonte: Charlie Bilello

L'indice generale dei mercati azionari internazionali, spinto dai mercati americani, ha messo a segno nuovi massimi storici durante le prime 3 settimane del mese di giugno (tabella nuovi massimi), ma l'andamento non è stato generalizzato e i mercati europei, per esempio, sono stati fortemente penalizzati dall'esito delle elezioni europee (che hanno visto un forte consenso elettorale per i partiti di destra) e dallo scioglimento del Parlamento francese. Maggiormente complicata la situazione sui mercati obbligazionari, che continuano a faticare. Da segnalare – complice la debacle subita da Macron – l'allargamento dello spread del decennale francese rispetto all'omologo tedesco, che ha raggiunto gli 80 bps e che lo vede addirittura superiore a quello del Portogallo, evidenziando quindi tensioni sul reddito fisso e sul debito nazionale transalpino. In questo contesto abbastanza euforico ma decisamente eterogeneo e sostenuto da pochi sub-settori, si nota altresì come stia migliorando il sentiment degli investitori, segnale questo che potrebbe essere però visto come indicatore “contrarian” e foriero di performance sotto media nel prossimo periodo (tabella contrarian).

Tabella contrarian: performance futura dell'indice S&P500 a seconda del sentiment degli investitori

	Performance media a 3 mesi	Performance media a 6 mesi
Sentiment investitori elevato (come l'attuale)	+2%	+4,2%
Sentiment investitori medio	+2,9%	+5,8%
Sentiment investitori negativo	+3,2%	+7,2%

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, charlie bilello ed investors intelligence

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

Mese molto intenso quello di giugno, iniziato con il primo taglio dei tassi della Banca Centrale Europea (BCE), che, con un taglio di 25 punti base, il primo dal 2019, li ha portati al 3,75% sui depositi ed al 4,25% sulle aste di rifinanziamento principali, segnalando tuttavia come il percorso non sarà continuo e lineare. In effetti, notiamo come i mercati stiano continuando a scontare per il medio-lungo periodo una situazione di tassi di interesse che, salvo eventi esogeni, non sembrano destinati a scendere in maniera importante (grafico stima tassi euro).

In effetti, notiamo come i mercati stiano continuando a scontare per il medio-lungo periodo una situazione di tassi di interesse che, salvo eventi esogeni, non sembrano destinati a scendere in maniera importante (grafico stima tassi euro).



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. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg (al 26 giugno 2024)

Sul fronte politico, situazione decisamente calda, con le elezioni per il parlamento europeo che hanno visto il Partito Popolare Europeo affermarsi nel maggior numero di Stati, con una destra estrema che però ha acquisito notevoli consensi, con exploit in Francia, Austria ed anche Germania (con il partito del Cancelliere Scholz che è andato molto male). In Francia, il Presidente Macron, complice la pesante sconfitta, ha altresì deciso di sciogliere le camere ed indire nuove elezioni.

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, aggiornati al 24/05

Permane tuttavia una certa perplessità, una sorta di rebus, sul perché l'economia continui a mostrarsi in molti sensi decisamente resiliente, nonostante una politica monetaria apparentemente restrittiva ormai da diversi trimestri (come anche dimostrato dalla condizione di inversione delle curve dei tassi di interesse, condizione anch'essa che ormai si protrae da diverso tempo). A parere di chi scrive, vi sono in effetti diverse ragioni – che sono poi interconnesse tra di loro – che giustificano tale situazione. La prima può essere sicuramente ricercata nella composizione dell'indebitamento delle famiglie che, grazie al prolungato periodo dei tassi bassi ora alle nostre spalle, sono riuscite a bloccare tassi estremamente competitivi sui finanziamenti e ne stanno ora giovando particolarmente, non risentendo quindi troppo degli attuali tassi di mercato più elevati (grafico composizione mutui). La seconda, quella forse più interessante, è che probabilmente i tassi di interesse neutrali (quei tassi che non sono né troppo restrittivi né troppo accomodanti) sono saliti, magari per gli effetti di ripresa post-pandemica, stimolata da politiche fiscali estremamente espansive. In effetti, tale seconda ipotesi risulta corroborata da alcuni indicatori di mercato che possiamo utilizzare per stimare il tasso di interesse neutrale di un'economia, come ad esempio il tasso di mercato "forward swap 5y5y", proxy appunto del tasso "terminale" o neutrale.

The transmission mechanism of monetary policy is much slower because of the mortgage lock-in effect

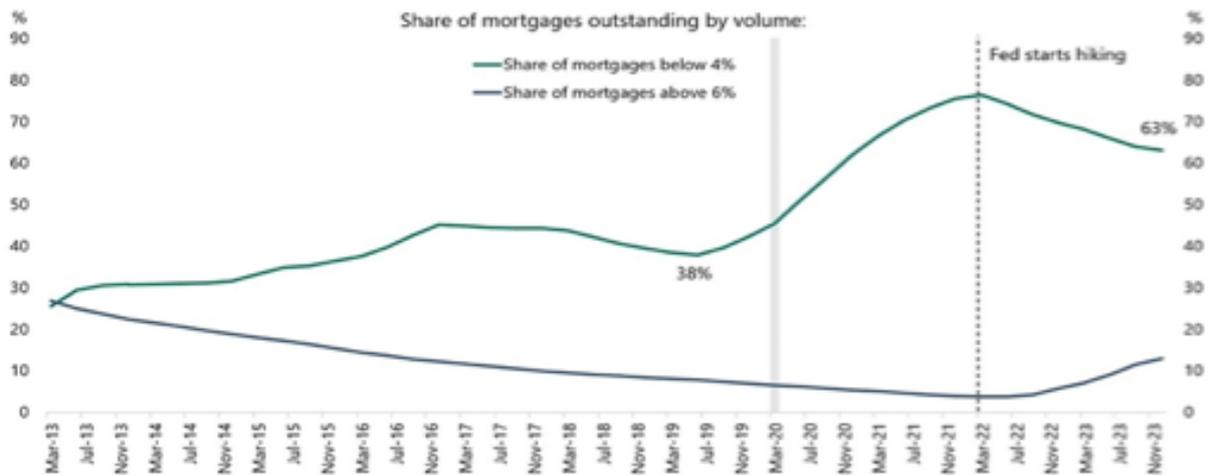


Grafico composizione mutui: percentuale dei mutui con tassi sotto al 4% (63% del totale) e con tassi sopra il 6% (poco più del 10% del totale). Fonte FHFA, Apollo Chief Economist

È Appare evidente come tale tasso di interesse sia cresciuto molto dal 2021 e, sebbene si trovi ora – utilizzando come metro di paragone l’America – ad un livello inferiore a quello di politica monetaria, non ci troviamo in una situazione di forte restrittività (grafico tassi USA).

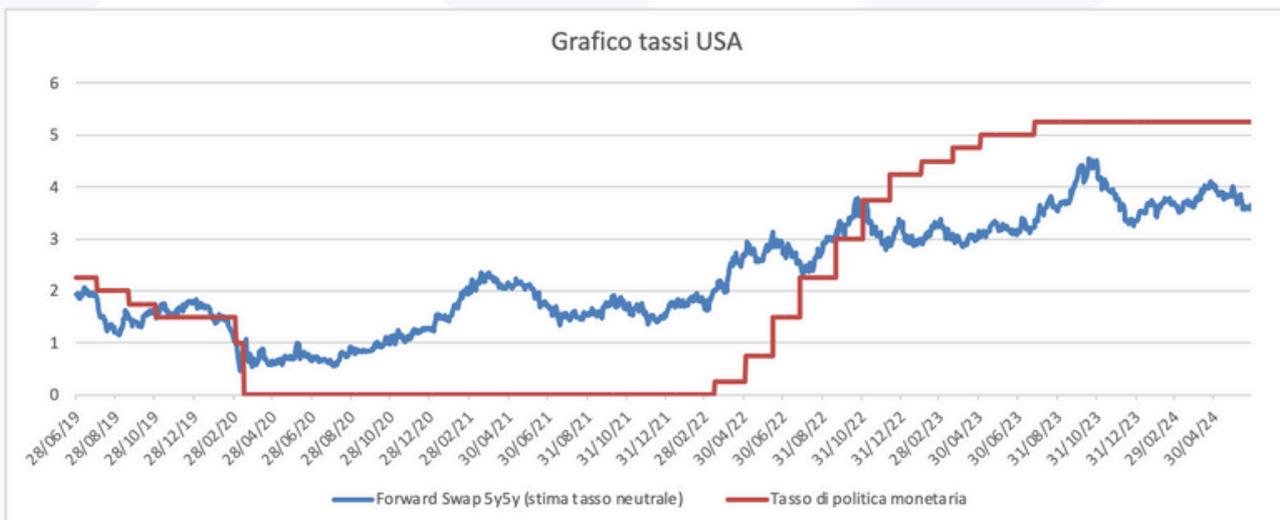


Grafico tassi USA: confronto tra una stima del tasso neutrale ed il tasso di politica monetaria. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg (al 26/6/2024)

Ad ulteriore testimonianza di come alla fine la politica monetaria potrebbe non essere in effetti così restrittiva, notiamo come le condizioni finanziarie stazionino vicino ai massimi degli ultimi 10 anni negli USA, mentre in Europa, sebbene vi sia stato un deterioramento a seguito delle recenti elezioni politiche, venivamo sempre dai massimi degli ultimi 10 anni (grafico condizioni finanziarie).

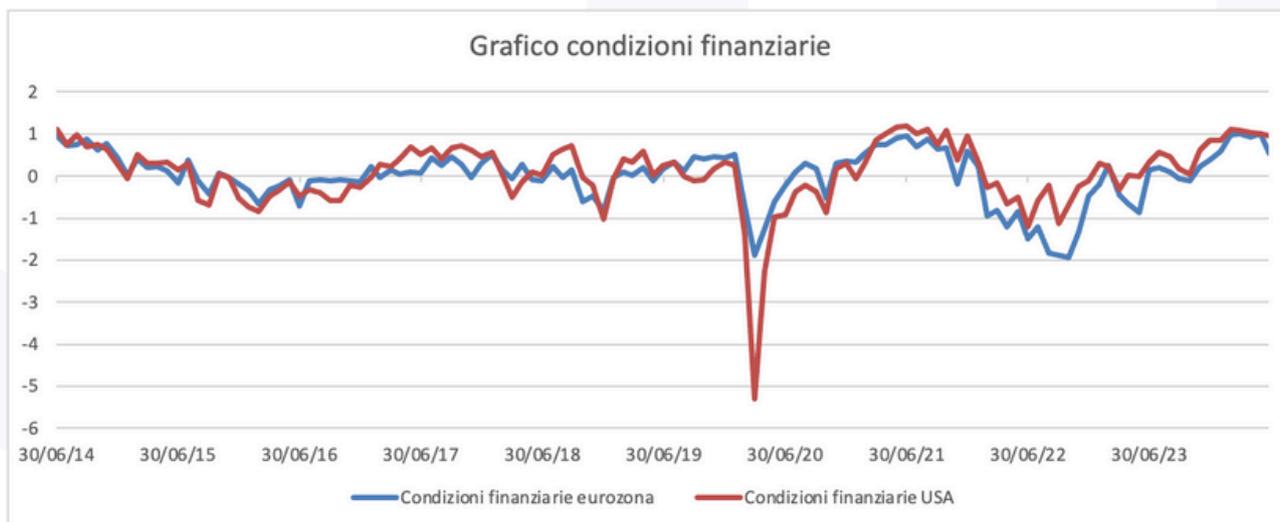


Grafico condizioni finanziarie: condizioni finanziarie negli USA ed in area euro (valori più alti indicano condizioni finanziarie più espansive). Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg (al 26/06/2024)

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Sicuramente il doppio turno delle elezioni parlamentari francesi (dove potrebbe imporsi la destra della Le Pen) e le elezioni in Inghilterra (i sondaggi danno per favoriti i laburisti) saranno da attenzionare per potere valutare quelli che potrebbero essere i cambiamenti di scenario, soprattutto in Europa, nel prossimo futuro. Sul fronte banche centrali, invece, nella riunione del 18 luglio la BCE dovrebbe (ma qua il condizionale è d'obbligo) decidere di mantenere invariato il costo del denaro (in effetti i mercati scontano una probabilità di appena l'8% di assistere ad un ulteriore taglio dei tassi). Il mese di luglio sarà inoltre importante perché permetterà di avere maggiore contezza sulla salute dell'economia, grazie all'inizio del periodo di pubblicazione dei dati macro, relativi al secondo trimestre. Uno sguardo sempre attento andrà ovviamente rivolto al contesto geopolitico,

con i conflitti in Ucraina ed Israele che non è escluso potrebbero iniziare a prendere qualche piega diversa in base a come andranno i primi confronti preelettorali in America tra Joe Biden e Donald Trump.

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).

Tabella valutazioni

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	83 (81 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	37 (61 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	75 (87 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	88 (93 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 26 giugno 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, rispetto allo scorso mese, livelli in peggioramento sull'azionario, che non risulta di certo a buon mercato, ed un miglioramento sull'obbligazionario, dove però le valutazioni sull'obbligazionario con maggiore rischio di credito non appaiono particolarmente interessanti. Il segmento investment grade, dopo l'allargamento subito durante l'ultimo mese, appare un'asset class che al momento sembra offrire ancora un discreto valore.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

Una situazione di volatilità implicita che continua a rimanere a livelli piuttosto contenuti, due elezioni politiche importanti durante il mese, situazione di ipercomprato sulle classi di investimento potenzialmente più volatili e la fine del semestre, che solitamente coincide con le operazioni di ribilanciamento dei portafogli da parte dei grandi investitori (che vanno quindi a vendere quelle asset class che hanno meglio performato per acquistare quelle che hanno performato

peggio) suggerisce un approccio decisamente cauto, cercando di sovrappesare nei portafogli le classi di investimento che si sono comportate peggio negli ultimi trimestri e che presentano discreti fondamentali.

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;
- ·Mantenere l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito in linea al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- ·Aumentare, in presenza di liquidità da investire, l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito portandola nella parte alta del range stabilito in sede di asset allocation strategica.

Infine, sul fronte valutario, qualora alle elezioni francesi non vi fosse una vittoria netta del partito di Marine Le Pen o, anche nel caso in cui vi fosse e i suoi toni iniziassero ad essere maggiormente distensivi sull'approccio all'Europa, potremmo assistere ad un rafforzamento della moneta unica contro dollaro.



Banca di San Marino®
Futuro da una vita