



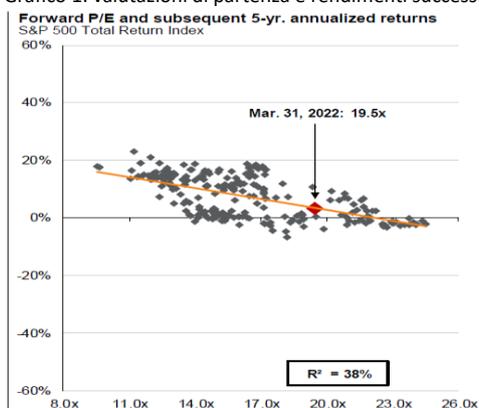
Banca di San Marino®

Economia mondiale e mercati finanziari

San Marino, 31 maggio 2022

“Quando vendere e quando comprare: questo è il problema” direbbe un Amleto in versione investitore. Sebbene sia ovvio come al fine di ottenere buone performance sui mercati finanziari occorrerebbe acquistare quando le prospettive di rendimento futuro sono elevate ed i prezzi sono bassi (comprare basso) e vendere quando le prospettive sono basse o negative ed i prezzi sono alti (vendere alto), le evidenze dimostrano come sia gli investitori individuali sia quelli qualificati faticino ad implementare tali strategie ed anzi facciano molto spesso esattamente il contrario. Infatti, sebbene le variabili finanziarie andrebbero viste in ottica probabilistica, la maggior parte degli investitori adotta approcci contrari a quanto una corretta analisi detterebbe, focalizzandosi prevalentemente sul proseguimento delle tendenze attualmente in atto, nella speranza, quasi sempre vana, che esse continuino indistintamente ed all’infinito. Mentalmente risulta più semplice acquistare una asset class dopo un lungo periodo di fase ascendente rispetto a farlo dopo una brusca discesa, nonostante nel primo caso i rendimenti attesi nel medio periodo siano ovviamente più elevati che nel secondo. (grafico 1).

Grafico 1: valutazioni di partenza e rendimenti successivi 5 anni S&P500



Fonte: JPMorgan Asset Management

Dopo il veloce e profondo crollo registrato dai mercati durante la prima fase dello scoppio della pandemia da covid-19, gli ingenti stimoli fiscali e monetari di cui ha giovato una larga fetta della popolazione mondiale, hanno generato un periodo di “esuberanza irrazionale”, in cui i prezzi di molte attività finanziarie si sono completamente distaccati dai rispettivi fondamentali innescando negli investitori la “paura di rimanere indietro”, che li ha spinti ad inseguire i prezzi al rialzo. Avendo i mercati finanziari tra le proprie caratteristiche quella di “tendere verso la media”, era tutto sommato prevedibile che sarebbe arrivato un momento in cui si sarebbe andati incontro ad un vuoto d’aria. Ovviamente nessuno poteva sapere con certezza quando questo sarebbe avvenuto e quali sarebbero state le cause scatenanti. Ora invece sappiamo molto bene che i primi cinque mesi del 2022 si sono rivelati decisamente propizi ad un calo generalizzato dei mercati, a causa di una concomitanza di avvenimenti avversi, tra i quali vale la pena citare livelli inflativi in forte rialzo, un atteggiamento restrittivo da parte delle banche centrali ed il conflitto bellico in Ucraina. Ovviamente, ad essere particolarmente tartassati sono stati quei segmenti di mercato che avevano beneficiato maggiormente della bonanza dell’anno e mezzo precedente, come le azioni del settore tecnologico, che

avevano raggiunto livelli da capogiro e le obbligazioni governative, che esprimevano tassi di interesse nominali e reali estremamente bassi!

A testimonianza della situazione critica che stanno vivendo i mercati finanziari, confrontando i primi 97 giorni di trading di ogni anno a partire dal 1928, quello in corso risulta il quarto anno peggiore sul mercato azionario, prendendo come metro di riferimento l'indice S&P500 (tabella 1).

Tabella 1: peggiori 10 performance nei primi 97 giorni di trading per l'S&P500

| Posizione | Anno | Performance primi 97 giorni di trading |
|-----------|------|--|
| 1 | 1932 | -32,5% |
| 2 | 1940 | -21,4% |
| 3 | 1970 | -20,1% |
| 4 | 2022 | -18,2% |
| 5 | 1939 | -15,0% |
| 6 | 1973 | -13,0% |
| 7 | 1962 | -10,8% |
| 8 | 1974 | -9,9% |
| 9 | 1941 | -9,6% |
| 10 | 1947 | -9,6% |

Fonte: elaborazione BSM su dati CompoundAdvisors.com

La negatività continuerà? Possibile. Arriverà un momento in cui i mercati ripartiranno? Sicuro. Quando? Impossibile dirlo, ma di certo le valutazioni attuali lasciano presagire rendimenti futuri migliori di quelli ottenibili solo sino a pochi mesi fa sui mercati azionari ma soprattutto su quelli obbligazionari.

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

Mese volatile quello di maggio, con la prima parte ampiamente negativa, alla quale però è seguita la seconda parte durante la quale si sia cominciato a vedere qualche sprazzo di luce.

I principali temi che hanno influenzato l'andamento dei mercati sono stati sostanzialmente gli stessi che hanno guidato la price action i mesi scorsi, ovvero livelli di inflazione che continuano a destare più di una preoccupazione e che stanno spingendo le principali banche centrali a adottare politiche restrittive che non aiutano di certo gli attivi finanziari.

Tabella 2: performance (aggiornate al 30 maggio '22)

| Asset Class | Performance % mese di maggio in valuta locale | Performance % anno 2022 in valuta locale |
|--|---|--|
| Azionario Americano | +0,64% | -12,76% |
| Azionario Europeo | +1,02% | -10,63% |
| Azionario Mercati Emergenti | -1,03% | -13,55% |
| Obbligazionario Investment Grade Americano | +1,14% | -8,47% |
| Obbligazionario Investment Grade Europeo | -0,95% | -9,51% |
| Obbligazionario globale High Yield | +0,05% | -9,97% |
| Obbligazionari mercati emergenti aggregato | +0,14% | -13,03% |

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

Il rasserenamento visto negli ultimi giorni del mese è confermato inoltre dall'indebolimento del Dollaro Americano, movimento contrario a quanto registrato da inizio anno.

Quali sono stati gli eventi più significativi dell'ultimo periodo?

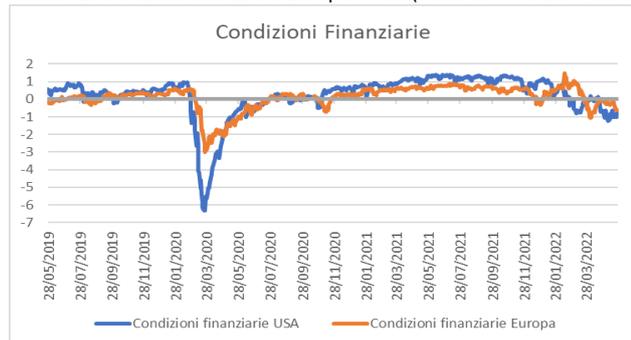
Oltre al proseguimento del conflitto in Ucraina, che purtroppo ancora non sembra essere vicino ad una qualche forma risolutiva, l'ultimo periodo ha visto diversi interventi da parte delle principali banche centrali. L'istituzione americana ha alzato i tassi di interesse di 50 punti base (era dal 2000 che non si vedeva un rialzo di 50 punti base), portandoli nel range 0,75%-1%, oltre ad annunciare il piano per la riduzione di bilancio, che partirà dal 1° giugno, quella inglese ha alzato i tassi di 0,25% portandoli al 1% mentre quella cinese, con il paese che si trova in una situazione completamente diversa da quella delle principali economie occidentali, ha agito in controtendenza annunciando un taglio di 10 punti base del "loan prime rate", il tasso base per

mutui prime, con l'obiettivo di stimolare un'economia zavorrata dalla politica "zero covid" e dalla debolezza del settore immobiliare.

Qual è la condizione di salute dell'economia globale?

La situazione macroeconomica continua a mostrare segnali di debolezza, che potrebbero diventare ancora più acuti quando il peggioramento delle condizioni finanziarie attualmente in corso (grafico 1) filtrerà sull'economia reale. In tal senso, è il recente rialzo dei tassi di interesse che potrebbe creare particolari problemi ad un'economia globale che è altamente indebitata, anche se obiettivamente la solidità del settore privato e di quello finanziario non è al momento in discussione, sebbene qualche crepa potrebbe presto palesarsi.

Grafico 1: condizioni finanziarie Europa e USA (valori sotto lo zero=condizioni restrittive)



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

Quali saranno gli eventi da monitorare nel prossimo periodo?

Ovviamente anche durante il prossimo periodo lo sguardo continuerà ad essere rivolto ad est, per capire quali ulteriori pieghe prenderà il conflitto in corso in Ucraina, dove la sensazione è che qualcosa potrebbe lentamente iniziare a muoversi nel verso giusto.

Di vitale importanza, inoltre, il monitoraggio dell'andamento degli indicatori di fiducia e dell'inflazione. Atteso infine per il 15 giugno un ulteriore rialzo dei tassi di 50 punti base da parte della banca centrale americana mentre quella europea, il 9 giugno, aprirà probabilmente la strada per il primo rialzo dei tassi dal 2011, che potrebbe arrivare già a luglio.

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 valutazioni

| Mercato | Metrica utilizzata | Percentile |
|--------------------------------------|--|------------------------|
| MSCI World (Azionario mondiale) | Prezzo/Utili prospettico | 29 (47 lo scorso mese) |
| Obbligazionario EUR Investment Grade | Option Adjusted Spread vs. governativo | 18 (30 lo scorso mese) |
| Obbligazionario Global High Yield | Option Adjusted Spread vs. governativo | 22 (42 lo scorso mese) |
| Obbligazionario mercati emergenti | Option Adjusted Spread vs. governativo | 21 (32 lo scorso mese) |

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 26 maggio 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 valutazioni ci mostra livelli in sensibile miglioramento su tutte le asset class. I valori attuali potrebbero rivelarsi interessanti nel medio periodo.

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?

La simultanea negatività dei mercati azionari e dei segmenti del mercato obbligazionario con basso rischio di credito, che tanto sta facendo soffrire (tabella 3) non potrà durare ancora per molto e pertanto portafogli ben bilanciati dovrebbero a breve tornare a respirare un po'.

Tabella 3: andamento di azioni (s&p500) ed obbligazioni (bloomberg us aggregate) in anni negativi per l'azionario

| Anno | Performance S&P500 | Performance Bloomberg US Aggregate |
|------|--------------------|------------------------------------|
| 1977 | -7,2% | +3,0% |
| 1981 | -4,9% | +6,2% |
| 1990 | -3,2% | +9,0% |
| 2000 | -9,1% | +11,6% |
| 2001 | -11,9% | +8,4% |
| 2002 | -22,1% | +10,3% |
| 2008 | -37,0% | +5,2% |
| 2018 | -4,4% | +0,01% |
| 2022 | -17,30% | -8,88% |

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg al 24/5/2022

Appare invece abbastanza scontato che la volatilità continuerà a mantenersi elevata anche durante il prossimo periodo, anche in considerazione del fatto che non abbiamo ancora assistito alla fase di "capitulation" degli investitori, che invece appaiono tutto sommato ancora resilienti nonostante le performance negative registrate da inizio anno.

La situazione attuale, condita da diversi fattori di incertezza, lascia presagire che eventuali rimbalzi sui mercati azionari potrebbero rivelarsi effimeri, soprattutto a causa dell'atteggiamento delle banche centrali, che hanno ora come obiettivo primario quello di fare scendere i livelli di inflazione, in parte anche raffreddando le condizioni finanziarie e pertanto, al fine di potere assistere ad una fase di recupero robusto, crediamo sia necessaria almeno una delle seguenti condizioni: 1) i livelli di inflazione, specialmente sui servizi, che raggiungono un picco ed iniziano una seppure lenta discesa; 2) il conflitto tra Russia e Ucraina entra in una fase più distensiva.

Per quanto riguarda i movimenti tattici di portafoglio, per il prossimo periodo i segnali provenienti dai nostri modelli quantitativi ci suggeriscono di:

- Continuare a ridurre gradualmente – ma solamente durante giornate caratterizzate da andamento positivo – l'esposizione azionaria, ponendo comunque attenzione a non discostarsi troppo dai pesi stabiliti in sede di *asset allocation* strategica.
- Mantenere l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito leggermente al di sotto del peso stabilito in sede di *asset allocation* strategica.
- Aumentare gradualmente – ma solamente in giornate caratterizzate da andamento negativo - l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio portandola a livelli leggermente superiori a quelli stabiliti in sede di *asset allocation* strategica.

Denis Manzi, CFA, CIPM
Asset Manager