



Banca di San Marino®

Economia mondiale e mercati finanziari

San Marino, 30 novembre 2022

Novembre è, tra le altre cose, il mese del Black Friday, che cade il quarto venerdì del penultimo mese dell'anno. Tale giornata, nelle usanze americane ed ormai da diversi anni anche in quelle europee, dà il via alla stagione delle compere natalizie ed è caratterizzata da offerte, più o meno allettanti, proposte dai rivenditori, sia quelli con negozio fisico sia quelli online.

Non esiste una versione ufficiale sul perché si usi il termine Black Friday, ma una delle più interessanti è che derivi dal fatto che molte attività economiche, soprattutto quelle retail, arrivino al punto di breakeven all'inizio della stagione natalizia e quindi il Black Friday, venerdì nero, sta ad indicare appunto la linea di demarcazione tra il periodo precedente, durante il quale i negozi operano ancora in "rosso", ed il periodo successivo, che permette invece alle attività di realizzare profitti tornando in "nero".

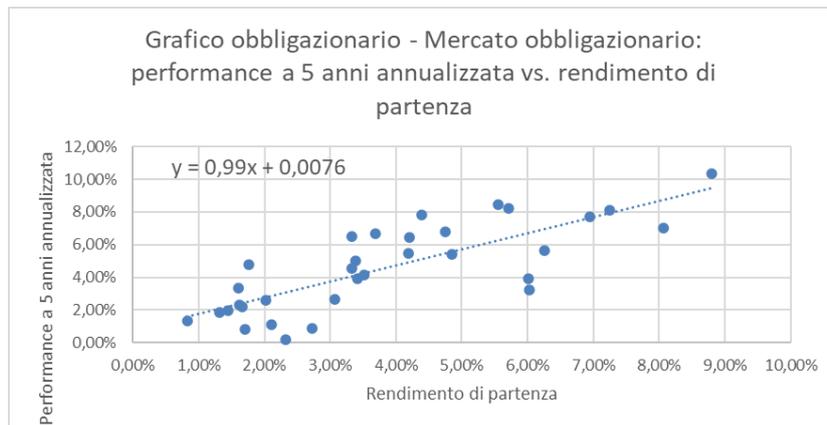
Se durante il periodo del Black Friday molti consumatori cercano, a volte anche in maniera ossessiva, di trovare la migliore offerta per beni più o meno utili, quest'anno si è avuta l'impressione che anche gli investitori abbiano cercato durante l'ultimo periodo di fare incetta delle offerte proposte dai mercati, prolungando la fase relativamente positiva iniziata ad ottobre.

Quando si fa shopping, può spesso capitare di rimanere catturati da allettanti pubblicità o da cartelli luccicanti che mostrano sconti tali da farci credere di essere di fronte ad un'occasione irripetibile e quindi si può essere tentati dall'acquistare prodotti di cui tutto sommato si potrebbe anche fare a meno e che magari non useremo quasi mai, facendocene magari pentire a mente fredda. Molte volte, inoltre, gli sconti presentati risultano semplicemente specchietti per le allodole.

Gli stessi meccanismi possono verificarsi sui mercati finanziari, che possono attirarci in delle trappole, facendoci credere di potere acquistare un'attività finanziaria a prezzi da saldo ma che poi in realtà potrebbe non rivelarsi tale.

Sebbene il contesto generale rimanga caratterizzato da situazioni intricate e di difficile lettura, gli investitori che si sono fatti allettare dalle stelline luccicanti che pubblicizzavano prezzi di saldo sui mercati finanziari, potrebbero in questo caso avere davvero fatto un buon affare, specialmente su alcuni settori che da inizio anno risultano maggiormente penalizzati, come quelli del mercato obbligazionario.

Infatti, avendo un corretto orizzonte temporale, è statisticamente provato come i rendimenti prospettici sui mercati siano fortemente dipendenti dalle valutazioni di partenza, che per quanto riguarda i mercati obbligazionari possiamo semplificare con il rendimento (grafico obbligazionario). Chi ha comprato nell'ultimo periodo lo ha fatto a rendimenti nominali prospettici che, analizzati storicamente, appaiono interessanti e sicuramente migliori di quelli ottenibili sino a soli pochi mesi fa. Infatti, prendendo a titolo di esempio il mercato investment grade globale, caratterizzato da un rendimento medio durante il mese di novembre del 3,75% circa, ci si può tranquillamente attendere di ottenere un rendimento annuo non lontano da tale valore nel medio periodo, quando invece lo stesso livello, a fine 2021, era di poco superiore all'1%. Non male!



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, indice global aggregate con dati dal 1990.

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

Novembre ha visto il proseguimento della fase di rasserenamento sui mercati iniziata durante il mese di ottobre, con un'inversione di tendenza rispetto a quella principale vissuta durante l'anno. Infatti, nelle ultime settimane abbiamo assistito a rialzi dei mercati azionari, tassi di interesse in calo e forte debolezza del dollaro americano, che era stato invece una delle poche ancore di salvezza per portafogli internazionali.

La ragione della ritrovata positività va sicuramente ricercata nella pubblicazione in America del dato di inflazione di ottobre che, sebbene sia rimasto a livelli decisamente alti, ha mostrato un calo, persino superiore alle attese, sia sulla componente generale che su quella che esclude i prezzi più volatili come cibo fresco ed energia ("grafico prezzi al consumo").



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg

I mercati finanziari, ovviamente, hanno subito iniziato a prezzare atteggiamenti meno restrittivi della banca centrale americana, mettendo il vento in poppa alle attività finanziarie dipendenti dall'andamento dei tassi di interesse (tabella performance).

Tabella performance

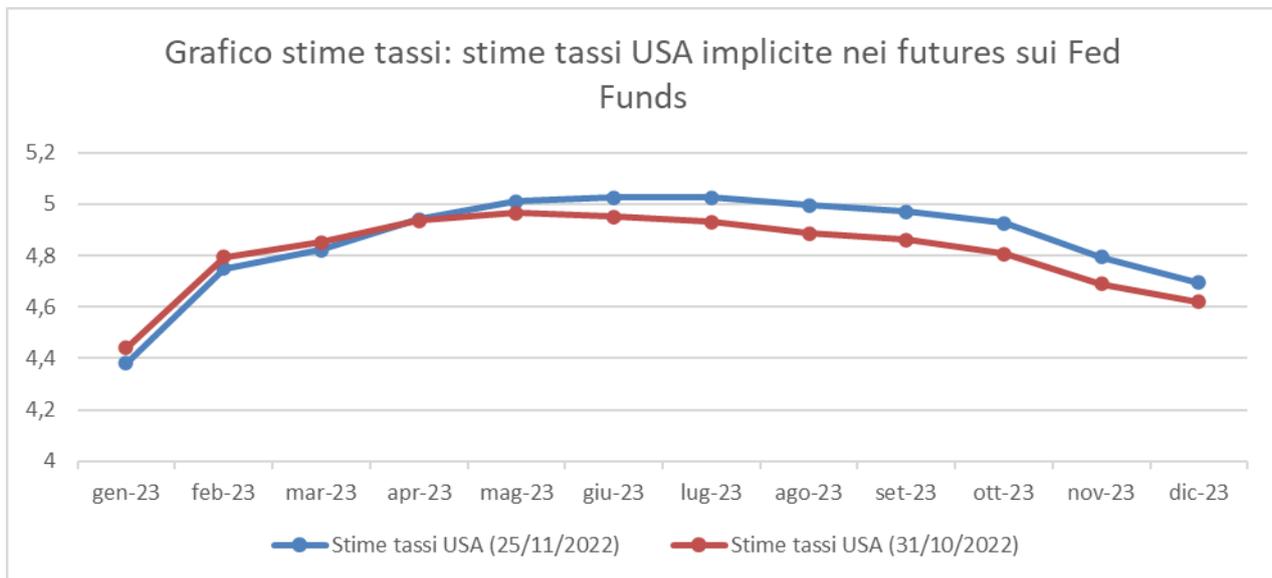
Asset Class	Performance % mese di novembre in valuta locale	Performance % anno 2022 in valuta locale
Azionario Americano	+2,21%	-16,96%
Azionario Europeo	+8,76%	-8,47%
Azionario Mercati Emergenti	+12,35%	-22,65%
Obbligazionario Investment Grade Americano	+3,05%	-13,14%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	+2,63%	-13,87%
Obbligazionario globale High Yield	+4,67%	-13,56%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	+6,08%	-16,41%

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg. Price return per indici azionari, total return per indici obbligazionari. Dati al 29 novembre 2022.

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

Come scritto nel paragrafo precedente, l'evento che più ha mosso i mercati finanziari è stata la pubblicazione sul dato di inflazione in America, che ha dato linfa alla price action.

Sul fronte banche centrali, quella inglese ha portato i tassi di interesse al 3%, con un rialzo di 75 punti base e come previsto anche la Federal Reserve ha alzato i tassi di interesse di 75 punti base per la terza volta consecutiva, portandoli nel range 3,75% - 4%. Dal comunicato stampa pubblicato a seguito della riunione monetaria si apprende come al fine di adottare una politica monetaria consistente con il ritorno dell'inflazione al 2%, i futuri rialzi dei tassi prenderanno in considerazione i rialzi cumulati già effettuati, il ritardo con il quale la politica monetaria ha effetto sull'attività economica e sull'inflazione e gli sviluppi economici e finanziari. In tal senso, le aspettative di mercato sul picco massimo che raggiungeranno i tassi di interesse di politica monetaria si sono leggermente alzate e spostate in avanti rispetto a quanto era previsto a fine ottobre, come si osserva dal "grafico stime tassi" (picco massimo passato dal 4,96% al 5,02% e data del picco da maggio 2023 a luglio 2023).



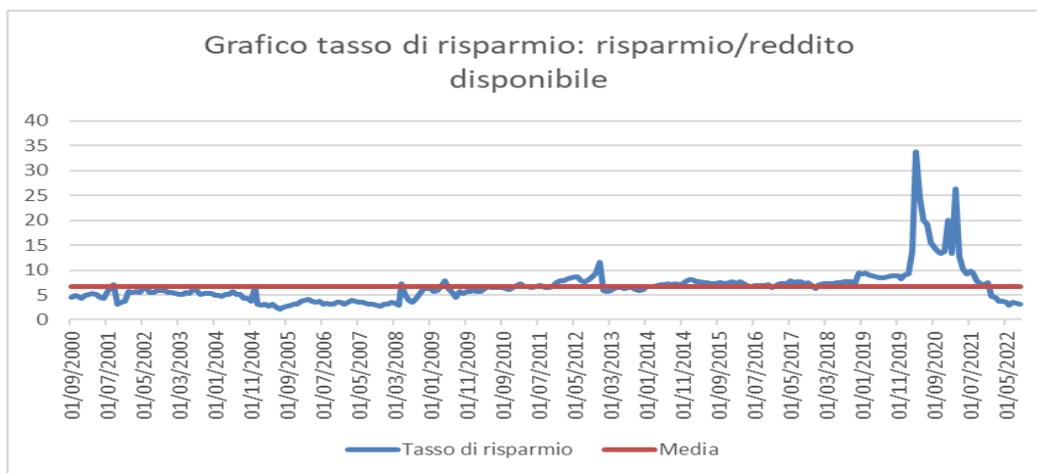
Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg

Lato politica, infine, le elezioni di medio termine americane hanno visto i Repubblicani prendere la Camera, mentre per quanto riguarda il Senato, i Democratici sono riusciti a mantenerne il controllo.

Qual è la condizione di salute dell'economia globale?

L'economia continua a mostrare segnali ambigui. Infatti, se da un lato non si può di certo dire che i dati coincidenti destino evidenti segni di preoccupazione, dall'altro si può notare come vi siano alcuni indicatori che potrebbero presagire un futuro andamento macro non così positivo, sebbene più passi il tempo più si faccia strada l'ipotesi che la debolezza economica a cui andremo incontro non raggiungerà livelli particolarmente imponenti e potrebbe rivelarsi di breve respiro. Uno dei fattori che inciderà sia sull'ampiezza sia sulla durata della fase negativa del ciclo è sicuramente quello delle pressioni inflazionistiche che è vero stiano scendendo, grazie principalmente alla riduzione delle tensioni sulle catene di approvvigionamento e a prezzi dell'energia che sono al momento abbastanza lontani dai picchi registrati durante gli scorsi mesi, ma per il momento rimangono a livelli decisamente non salutari.

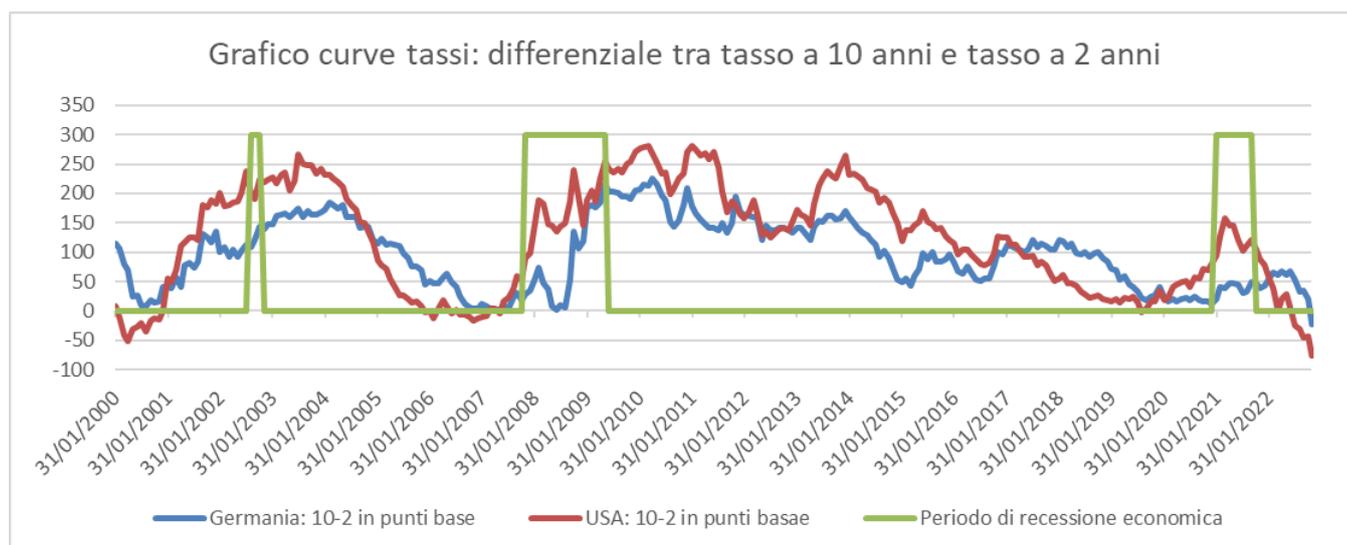
In tal senso, un primo indicatore che ci mostra come il motore economico potrebbe subire un rallentamento è il tasso di risparmio delle famiglie americane che dopo le distorsioni causate dal periodo dei lockdown è ora vicino ai minimi degli ultimi venti anni (grafico tasso di risparmio) a testimonianza di come le famiglie americane stiano sì continuando a spendere sostenendo la crescita, ma che potrebbero presto trovarsi in una situazione di difficoltà. Il consumo privato non va mai dimenticato, con il 70% circa di incidenza è in effetti la componente predominante del PIL.



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg

Il secondo indicatore interessante è quello delle richieste di sussidi di disoccupazione, che stanno mostrando un graduale aumento. In passato gli aumenti nelle richieste di sussidi si sono solitamente risolti in fasi di debolezza economica.

Che la probabilità di una prossima recessione economica sia elevata, è confermato anche dalla conformazione delle curve dei tassi di interesse, che si sono invertite sia in America che in Europa (grafico curve tassi). L'inversione della curva dei tassi è sicuramente uno degli indicatori più precisi di futura recessione economica, in quanto generalmente va a ridurre la disponibilità di credito all'economia.



Quali saranno gli eventi da monitorare nel prossimo periodo?

Il dato sull'inflazione americana di novembre, in uscita il 13 dicembre, sarà fondamentale per capire quale sarà il percorso dei mercati durante l'ultimo mese del 2022: solamente una conferma di prezzi in decelerazione permetterà il cosiddetto rally di fine anno.

Altri eventi importanti saranno le riunioni delle principali banche centrali. Sebbene siano attesi tassi in rialzo in un range di 50-75 punti base sia in America (il 14 dicembre) che in Europa (il 15 dicembre), saranno le parole dei banchieri centrali sulle mosse future a fornire punti di ancoraggio ai mercati. Eventuali atteggiamenti verbali che lasciassero intendere una forte volontà di portare i tassi di politica monetaria a livelli nettamente superiori a quelli naturali (ovvero il livello tassi che non è né restrittivo né espansivo) potrebbero provocare un sensibile aumento della volatilità.

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).

Tabella valutazioni

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	37 (18 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	17 (12 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	22 (10 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	18 (6 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 25 novembre 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, complice l'andamento generalmente positivo di mercato registrato nell'ultimo mese, ci mostra valori in peggioramento, sebbene, specialmente sui mercati obbligazionari, rimangano su percentili estremamente bassi, sinonimo quindi di valutazioni non malvagie.

Come andranno quindi gestiti i portafogli nel prossimo periodo?

Siamo in mezzo al guado. Infatti, il recente miglioramento delle condizioni finanziarie, frutto principalmente della flessione dei tassi di interesse sulla parte medio-lunga della curva, ha portato i valori dei mercati a livelli che non sembrano lasciare troppo spazio ad ulteriori rialzi se non perverranno segnali tali da dare il via libera ad una continuazione della tendenza. In tal senso, come già specificato in precedenza, sarà la rilevazione del dato sull'inflazione di novembre in America a fornire tale indicazione. Se la lettura confermerà una fase di ridimensionamento dei prezzi al consumo, allora sarà elevata la probabilità di assistere a performance positive durante le ultime settimane dell'anno, mentre invece, qualora il dato dovesse segnalare una inversione di tendenza rispetto a quanto registrato ad ottobre, la sensazione è che i mercati finanziari potrebbero velocemente perdere terreno.

Tatticamente, quindi, il consiglio è quello di mantenere le posizioni in essere, evitando di farsi prendere dall'euforia anche in giornate che dovessero rivelarsi particolarmente positive ma, anzi, cercare di operare in maniera contrarian rispetto alla price action. In dettaglio, si consiglia di:

Mantenere invariata la componente azionaria di portafoglio, movimentandola eventualmente solamente con approccio contrarian rispetto all'andamento dei mercati e rimanendo comunque leggermente sotto al peso 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;

Mantenere stabile l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito a livelli leggermente superiori a quelli stabiliti in sede di asset allocation strategica, riducendola eventualmente in misura graduale solamente in giornate caratterizzate da andamento positivo.

Infine, vale la pena ricordare che nei mesi scorsi avevamo segnalato come probabile l'indebolimento del dollaro americano ed in effetti il movimento è stato abbastanza brusco da fine settembre (l'euro si è apprezzato dai minimi di oltre l'8% nei confronti del biglietto verde alla data in cui si scrive questo articolo). Ora, invece, potrebbe risultare interessante considerare un incremento dell'esposizione al dollaro, seppure solo in chiave tattica ed in ottica di decorrelazione dall'andamento degli attivi più volatili di portafoglio visto che dal punto di vista fondamentale appare ancora sopravvalutato.

Denis Manzi, CFA, CIPM