

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

VERSO LA FINE DELL'ANNO

Attesa più volatilità ma niente drammi

“Passa il tempo ed è già sera, tutta passerà. Passa il tempo ed è già giorno, tutto passerà” cantavano i Nomadi nel 1994, in “Tutto passerà”, uno dei loro brani più iconici. “Passa il tempo ed è già il 5 novembre, tutto passerà” potrebbe invece essere il leitmotiv dei mercati finanziari in questo periodo. Infatti, ormai già da qualche mese e soprattutto nelle ultime settimane, capita sempre più spesso di imbattersi in articoli ed analisi che cercano di estrapolare quello che potrebbe essere l'andamento futuro dei mercati finanziari a seconda di chi prevarrà il 5 novembre nella tornata elettorale per l'elezione del Presidente e del Congresso americano. Sebbene le politiche proposte dai democratici e dai repubblicani siano ovviamente diverse ed in taluni casi agli antipodi, sappiamo ormai molto bene, se non altro per esperienza, come, soprattutto le proposte più “estremiste”, verranno alla prova dei fatti annacquate. In effetti, anche da analisi empiriche su quanto accaduto in passato, appare alquanto complicato, se non impossibile, identificare delle tendenze di mercato statisticamente significative utilizzando come variabile indipendente il colore della presidenza americana. Effettivamente, le variabili che influenzano l'andamento dei mercati finanziari sono estremamente complesse ed eterogenee e sebbene il Presidente americano sia molto spesso considerato come l'uomo (o la donna) più potente del mondo, non sortisce, quantomeno nel medio periodo, un effetto così preponderante sull'andamento sia economico che dei mercati finanziari. Prendendo ad esempio l'andamento del mercato azionario S&P500 come variabile dipendente, notiamo come, paradossalmente, lo scenario migliore sia quello in cui la presidenza di un colore è controbilanciata dal congresso guidato dal partito opposto, a testimonianza di

come i mercati finanziari preferiscano approcci più liberali e meno dirigisti (grafico azionario e politica).

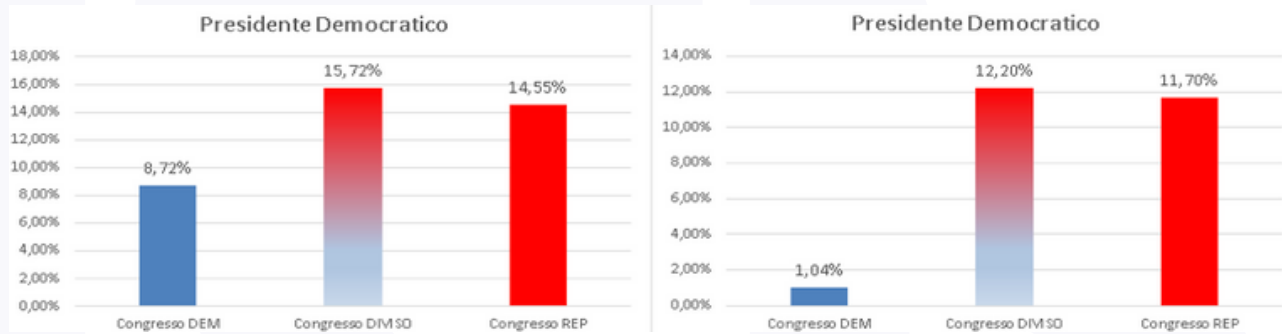


Grafico azionario e politica: performance media annualizzata dell'indice azionario S&P500 dal 1950 al 2023 a seconda del colore politico negli USA. Fonte: elaborazione BSM su dati Ychart

Anche guardando al mercato obbligazionario non si notano empiricamente dei pattern che mostrano una evidente dipendenza della performance dal colore politico al comando (grafico obbligazionario e politica).

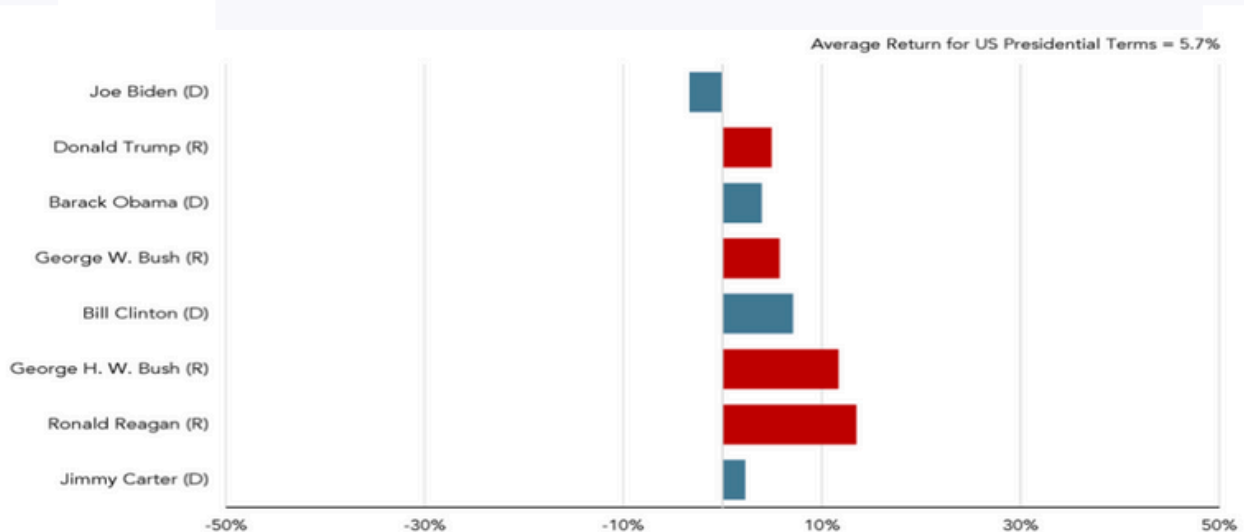


Grafico obbligazionario e politica: performance media annualizzata dell'indice obbl. US Aggregate dal 1977 al 2023 a seconda del colore politico negli USA. Fonte: Dimensional

Ovviamente, soprattutto durante i primi mesi successivi a delle elezioni che, dal punto di vista politico e geopolitico sono comunque molto importanti, si potrà mettere in moto qualche tendenza direzionale su talune classi di investimento o cross valutari

che però poi, con il passare del tempo, sarà assorbita ed inglobata all'interno della big picture complessiva. Sempre da un punto di vista empirico, tuttavia, appare abbastanza elevata la probabilità che la price action dei prossimi mesi sarà più volatile di quella a cui ormai ci siamo da tempo (forse troppo) abituati (grafico volatilità ed elezioni presidenziali USA).



Grafico volatilità ed elezioni presidenziali USA: livello medio dell'indicatore VIX durante gli anni elettorali negli USA. Fonte: Ycharts

Ovviamente chi vivrà vedrà ma la sensazione di chi scrive è che risulta difficilmente pensabile, dopo ormai due anni di tranquillità e bassa volatilità sui mercati finanziari, che lo status quo duri ancora per molto. Di sicuro, visti i livelli a cui trattano molte asset class, appare abbastanza scontato che partendo dai livelli attuali le performance future difficilmente potranno essere particolarmente interessanti (grafico: valutazioni e performance future).

APOLLO

Forward P/E ratio 21.8 implies 2.9% 3-year subsequent annualized return

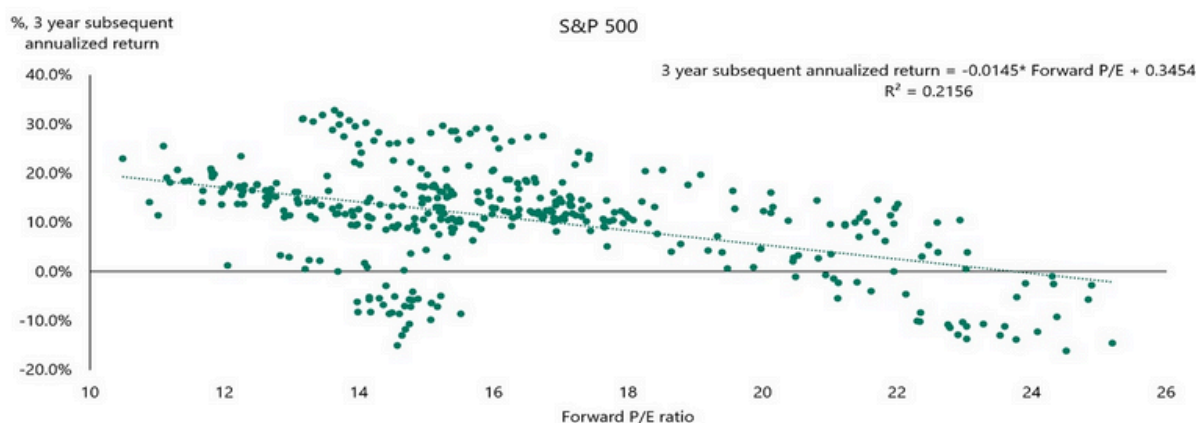


Grafico valutazioni e performance future: analisi di regressione con variabile dipendente l'andamento dell'indice azionario S&P500 a 3 anni e variabile indipendente il rapporto prezzi/utigli ad un determinato momento. Fonte: Apollo-Torsten Slok

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

Il mese di ottobre ha visto un andamento debole un po' su tutte le principali classi di investimento, anche se a dire il vero la negatività, sulle asset class più volatili come azionario e obbligazionario corporate, è subentrata solamente negli ultimi giorni del mese, con la prima parte che invece aveva registrato performance toniche, grazie ad un contesto di crescita tutto sommato positiva, livelli di inflazione che continuano a registrare segnali incoraggianti, banche centrali docili e condizioni finanziarie espansive (tabella performance). Da segnalare come, nonostante l'atteggiamento delle banche centrali, il mercato obbligazionario governativo abbia visto un incremento dei tassi di interesse, soprattutto sulla parte a medio-lungo delle curve, sintomo questo di come i mercati stiano ricominciando a prezzare maggiori probabilità di incrementi futuri dei tassi di inflazione o comunque maggiore volatilità. Rimane comunque egregia la performance degli ultimi due anni registrata dal classico portafoglio 60/40, investito cioè al 60% sul mercato azionario ed al 40% su quello obbligazionario

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

4

Analisi Ottobre 2024

governativo abbia visto un incremento dei tassi di interesse, soprattutto sulla parte a medio-lungo delle curve, sintomo questo di come i mercati stiano ricominciando a prezzare maggiori probabilità di incrementi futuri dei tassi di inflazione o comunque maggiore volatilità.

Asset Class	Performance % mese di ottobre in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	-0,99%	19,62%	24,23%
Azionario Europeo	-3,46%	6,77%	19,19%
Azionario Mercati Emergenti	-4,38%	9,36%	7,04%
Obbligazionario Investment Grade Americano	-2,48%	1,86%	5,53%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	-0,75%	1,73%	7,19%
Obbligazionario globale High Yield	-0,63%	8,90%	14,04%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	-1,37%	6,68%	9,09%

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

Anno	Performance	Anno	Performance	Anno	Performance	Anno	Performance	Anno	Performance	Anno	Performance
1928	26,60%	1947	3,50%	1966	-4,80%	1985	29,00%	2004	8,20%	2023	16,95%
1929	-33,00%	1948	4,20%	1967	13,60%	1986	20,80%	2005	4,00%	2024	12,73%
1930	-13,30%	1949	12,80%	1968	7,80%	1987	1,50%	2006	10,20%		
1931	-27,30%	1950	18,70%	1969	-7,00%	1988	13,20%	2007	7,40%		
1932	-1,70%	1951	14,10%	1970	8,80%	1989	26,00%	2008	-13,90%		
1933	30,70%	1952	11,80%	1971	12,40%	1990	0,70%	2009	11,10%		
1934	2,50%	1953	0,90%	1972	12,40%	1991	24,10%	2010	12,30%		
1935	29,80%	1954	32,90%	1973	-7,10%	1992	8,20%	2011	7,70%		
1936	21,20%	1955	19,00%	1974	-14,70%	1993	11,70%	2012	10,70%		
1937	-20,70%	1956	3,60%	1975	23,60%	1994	-2,40%	2013	15,60%		
1938	19,30%	1957	-3,60%	1976	20,70%	1995	31,70%	2014	12,40%		
1939	1,10%	1958	25,40%	1977	-3,70%	1996	14,20%	2015	1,30%		
1940	-4,20%	1959	6,20%	1978	3,60%	1997	23,80%	2016	7,30%		
1941	-8,50%	1960	4,90%	1979	11,40%	1998	23,00%	2017	14,10%		
1942	12,40%	1961	16,80%	1980	17,80%	1999	9,20%	2018	-2,50%		
1943	16,00%	1962	-3,00%	1981	0,50%	2000	1,20%	2019	22,60%		
1944	12,40%	1963	14,20%	1982	25,40%	2001	-4,90%	2020	15,30%		
1945	23,00%	1964	11,30%	1983	14,70%	2002	-7,10%	2021	15,30%		
1946	-3,80%	1965	7,70%	1984	9,20%	2003	17,20%	2022	-17,37%		

Tabella 60/40: andamento annuale total return di un portafoglio allocato al 60% sul mercato azionario mondiale ed al 40% sul mercato obbligazionario globale investment grade. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg, utilizzando come indici l'MSCI world per l'azionario ed il bloomberg global aggregate per l'obbligazionario. Dati al 18 ottobre 2024.

Rimane comunque egregia la performance degli ultimi due anni registrata dal classico portafoglio 60/40, investito cioè al 60% sul mercato azionario ed al 40% su quello obbligazionario con minore rischio di credito, che invece molti commentatori e sedicenti esperti di mercato davano per morto dopo un anno difficile come fu il 2022 (tabella 60/40). Da segnalare altresì, sui mercati obbligazionari, come gli spread di credito, ovvero il differenziale di rendimento a cui trattano titoli di debito emessi da entità con rischio di credito (quindi in sostanza tutti gli emittenti eccezion fatta per quei debitori sovrani considerati "privi di rischio", come il governo degli USA in area dollaro ed il governo tedesco in area euro) si siano compressi tantissimo e trattino ora a livelli vicini a quelli raggiunti in concomitanza con periodi a seguito dei, in passato, si sono registrati degli spike (grafico spreads di credito).



Grafico spreads di credito: differenziale % tra il tasso di rendimento pagato da emittenti con rischio di credito ed emittenti privi di rischio di credito Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg (indice global aggregate credit). Dati dal 31/10/2000 al 18/10/2024

Ad ogni modo, se consideriamo che nonostante il rialzo dei tassi degli ultimi anni le spese nette per interessi in rapporto al margine operativo secondo alcune stime sono calate (grafico spese nette per interessi), tale dinamica di contrazione degli spreads non appare così insensata.

APOLLO

Nonfinancial corporate business net interest payments near record low levels

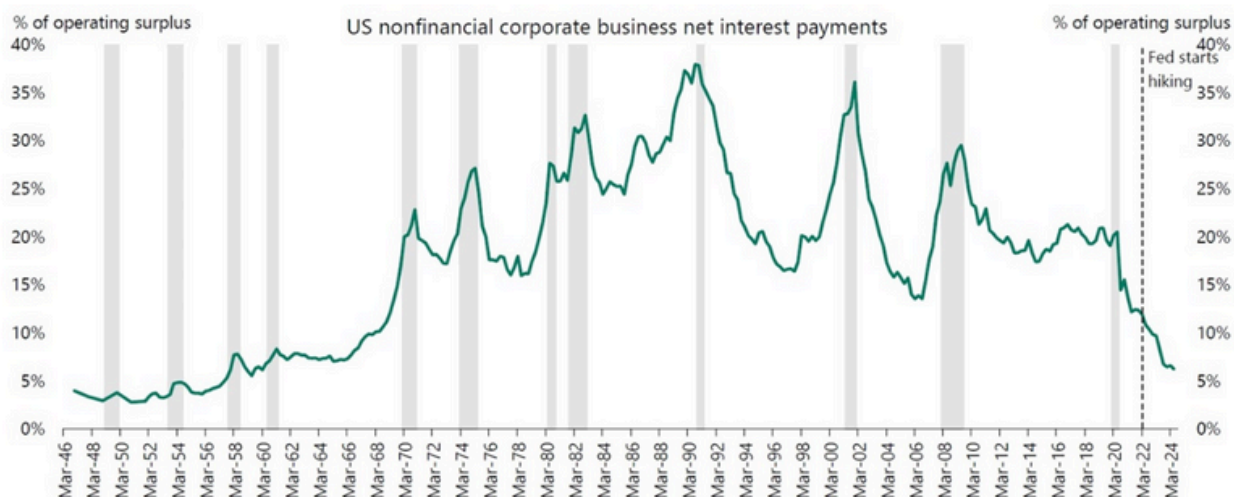


Grafico spese nette per interessi: rapporto tra spesa netta per interessi e margine operativo per le imprese americane Fonte: Apollo – Torsten Slok

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

Come previsto, la Banca Centrale Europea ha nuovamente tagliato i tassi di interesse di 25 punti base, portando quelli sui depositi al 3,25% e quello sulle aste principali di rifinanziamento al 3,40%, segnalando altresì come la probabilità di un ulteriore taglio di 25 punti base durante la riunione di dicembre sia alquanto elevata. In effetti, anche i tassi impliciti nei contratti futures sull'Euribor danno come ormai cosa fatta un taglio di 25 punti base per la riunione di novembre e vedono tassi in calo anche per tutto il 2025 (grafico tassi impliciti). Durante il mese, da segnalare anche l'annuncio di nuovi stimoli economici da parte della Cina, volti a stimolare una situazione economica abbastanza precaria ed ancora gravata dagli effetti dello scoppio della bolla immobiliare. Tuttavia, il fatto che non siano stati illustrati numeri precisi, è testimonianza di come il paese del drago continui a navigare a vista senza avere un reale piano organico per rilanciare l'economia.

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

7

Analisi Ottobre 2024

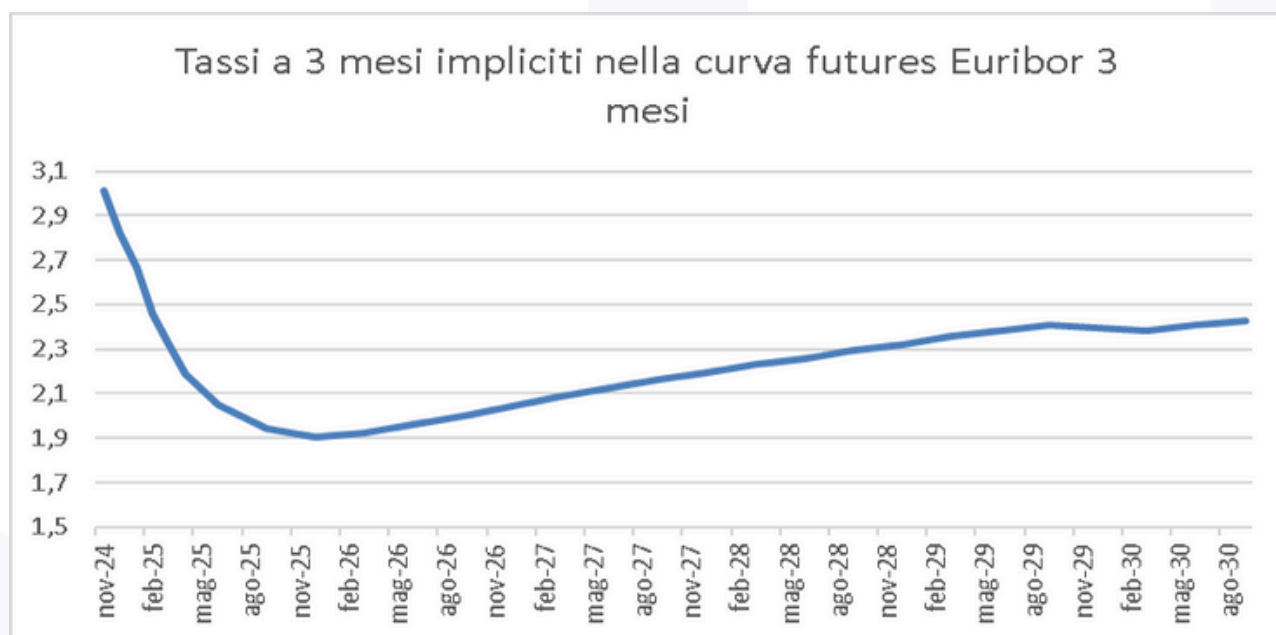


Grafico tassi impliciti: tassi impliciti estrapolati dalla curva futures sull'Euribor a 3 mesi
Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg (dati al 21/10/2024)

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

Soft landing, no landing, hard landing? Negli ultimi mesi si sta tanto parlando del tipo di atterraggio (o di non atterraggio) che attenderà l'economia globale, dopo gli ultimi trimestri di crescita positiva. Se allo stato attuale sembra scongiurato, almeno per i prossimi mesi, uno scenario di hard landing, ovvero un atterraggio duro caratterizzato da un rallentamento importante ed improvviso dell'economia, rimangono in piedi le ipotesi di soft o no landing. Nel primo caso si avrebbe un rallentamento dolce, con un'economia che continua a crescere ed un'inflazione che si stabilizza leggermente al di sotto dei livelli a cui le banche centrali ambiscono, mentre nel secondo si avrebbe un proseguimento ininterrotto degli attuali livelli di crescita, con però a fare da contraltare livelli di inflazione in rialzo. Sebbene entrambi gli scenari farebbero propendere per una continuazione della price action positiva sull'azionario, quello di no landing comporterebbe un riprezzamento del settore obbligazionario, soprattutto quello governativo o comunque "non a spread". Osservando i dati anticipatori del ciclo (grafico leading

indicators), si nota come la situazione degli USA sia nettamente più favorevole a quella della zona euro e della Cina, con quest'ultima che sta comunque lentamente risalendo, rendendo quindi maggiormente probabile un'ipotesi di no landing negli USA (ipotesi confermata anche dalla pubblicazione degli utili del terzo trimestre, che stanno mostrando ottima resilienza da parte dei consumatori) ed una di soft landing in eurozona. Per quanto riguarda la Cina, invece, tutto dipenderà dall'entità degli stimoli che piano piano le autorità centrali stanno implementando.

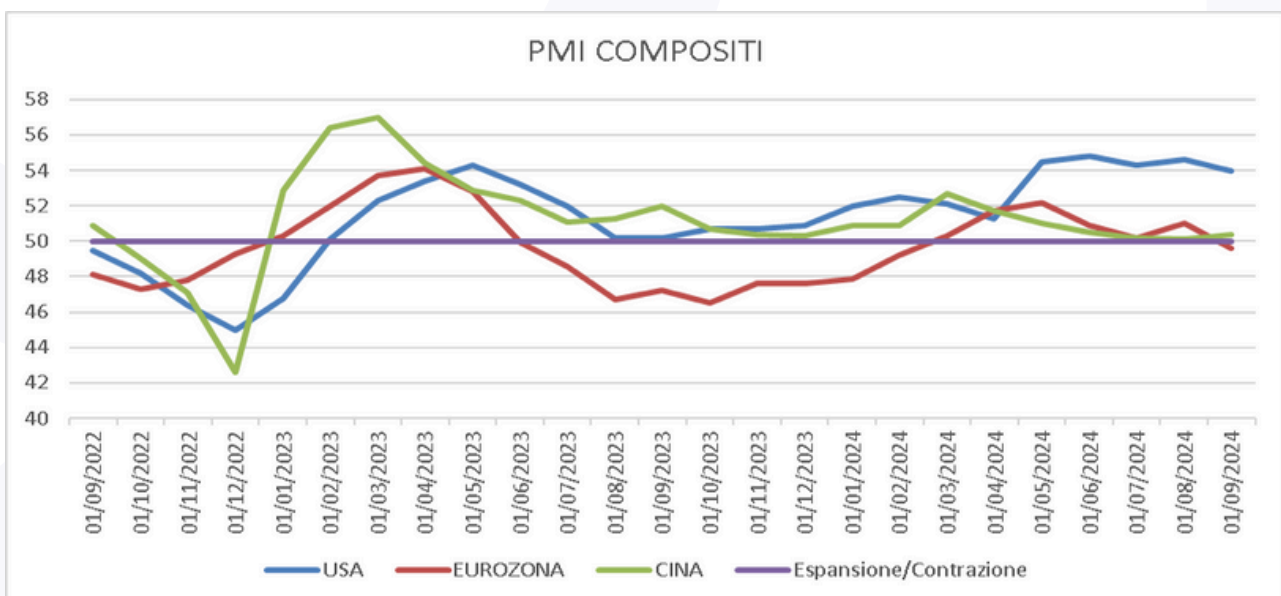


Grafico leading indicators: indicatori PMI compositi per USA, eurozona e Cina (valori superiori ai 50 punti indicano una situazione di espansione economica, e viceversa)
Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg.

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Con la fine della prima settimana di novembre, due dei principali eventi di rischio per i mercati, le elezioni presidenziali americane e la penultima decisione sui tassi di interesse della banca centrale americana, saranno passate ed i mercati potranno quindi concentrarsi su altro. Dopo le (normali) promesse elettorali, il focus sarà pertanto sulle dichiarazioni e sui progetti del nuovo Presidente degli Stati Uniti, che da gennaio 2025 guiderà il paese oltre che sull'attenta evoluzione del contesto macroeconomico, di politica monetaria e fiscale, tematiche queste

tutte interconnesse tra loro. Visto inoltre il proseguimento della fase di elevata tensione in medio-oriente, un occhio sempre attento andrà rivolto al contesto geopolitico decisamente caldo e che potrebbe contribuire ad un aumento dei livelli di volatilità in vista della fase conclusiva dell'anno.

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	93 (89 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	56 (42 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	97 (85 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	97 (92 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 28 ottobre 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 in peggioramento su tutte le asset class, a testimonianza di come i rendimenti attesi per il futuro, soprattutto sull'azionario e sul mercato obbligazionario con maggiore rischio di credito, difficilmente potranno essere entusiasmanti.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

Statisticamente, dopo andamenti positivi di mercato come quello visto sino ad ora (dal 1928, solo durante 12 anni la performance dell'indice azionario S&P500 è stata migliore di quella del 2024), le prospettive per la parte rimanente dell'anno appaiono positive (tabella performance fine anno).

S&P 500: Best Performance through First 202 Trading Days (1928 - 2024)				
Rank	Year	Price Return: First 202 Trading Days	Price Return: Day 203 to Year-End	Price Return: Full Calendar Year
1	1975	29.6%	1.0%	30.9%
2	1933	29.5%	11.3%	44.1%
3	1954	28.3%	12.3%	44.1%
4	1995	27.9%	4.8%	34.1%
5	1997	27.5%	2.8%	31.1%
6	1958	26.5%	8.6%	37.4%
7	1936	25.5%	2.5%	28.6%
8	1945	24.8%	4.7%	30.7%
9	1928	24.3%	10.9%	37.9%
10	1935	24.3%	13.7%	41.4%
11	1938	23.3%	1.0%	24.5%
12	1989	23.1%	3.4%	27.3%
13	2024	23.0%		
14	1980	22.5%	2.4%	25.4%
15	2013	22.3%	6.0%	29.6%
16	1943	21.2%	-1.4%	19.4%
17	2009	20.8%	2.2%	23.5%
18	2021	20.8%	5.1%	26.9%
19	1983	19.3%	-1.8%	17.2%
20	2019	19.1%	8.2%	28.9%


 @CharlieBilello (As of 10/18/24)

Tabella performance fine anno: performance dei primi 202 giorni e della parte rimanente dell'anno
Fonte: Charlie Bilello. Dati aggiornati al 18 ottobre 2024.

Tuttavia, il periodo successivo alle elezioni americane potrebbe dimostrarsi più volatile rispetto agli ultimi trimestri. Tendendo altresì conto che ci troviamo in una situazione di area rarefatta sui mercati finanziari riteniamo indispensabile continuare a muoverci con estrema prudenza e ragionare in termini di probabilità. Considerato il tutto a 360 gradi, per il prossimo periodo in dettaglio si consiglia quindi 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 portandola leggermente sotto al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Aumentare l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito ponendola sulla parte alta del range stabilito in sede di asset allocation strategica.

Concludendo, vale la pena spendere qualche parola sull'andamento del tasso di cambio EUR/USD che, dopo il recente rally a favore della moneta americana, si trova in una situazione di possibile ritracciamento, almeno guardando al differenziale reale dei tassi nelle due aree geografiche (grafico EUR/USD).



Grafico EUR/USD: linea rossa asse destro: andamento del cambio EUR/USD. Linea gialla asse sinistro: differenziale tra il tasso reale governativo a 2 anni degli USA ed il tasso reale governativo a 2 anni della Germania, utilizzata come proxy dell'area euro). Il differenziale attuale mostra un valore "fair" in area 1,10.

Fonte: bloomberg (dati al 28/10/2024).



Banca di San Marino®
Futuro da una vita

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM