



Banca di San Marino®

Economia mondiale e mercati finanziari

San Marino, 1° novembre 2022

Il mondo va sempre più veloce e di conseguenza anche i cicli economici e finanziari, non solo per fattori congiunturali e strutturali ma anche e soprattutto per eventi esogeni, risultano sempre più soggetti a repentini e profondi cambi di marcia.

Senza il bisogno di scomodare il ventesimo secolo e ragionando invece solamente sul nuovo millennio, la prima crisi la troviamo ad inizio 2000, con lo scoppio della bolla tecnologica. Da allora, dovettero passare 7-8 anni per vedere la successiva crisi, la grande recessione del 2007-2008 innescata questa volta dallo scoppio della bolla immobiliare sviluppatasi negli Stati Uniti d'America con il conseguente fallimento di Lehman Brothers ed il cataclisma sul settore finanziario. Non passò invece così tanto tempo prima della crisi successiva, quella del 2010-2011 che coinvolse il debito sovrano dei paesi periferici europei, con il paventato rischio di rottura dell'area euro e pochi anni ancora passarono sino al 2015, con la crisi cinese e di molti mercati emergenti. Da allora, solamente due anni passarono sino alla successiva minicrisi, quella del 2018, con il repentino aumento della volatilità di mercato provocato dal tentativo di inasprimento della politica monetaria in America che costrinse poi la banca centrale a fare dietro-front verso fine anno per evitare una crisi finanziaria. Dopo appena un anno di tranquillità, il 2019, nel 2020 lo scoppio della pandemia da COVID-19 ha rappresentato un evento epocale con enormi ripercussioni economiche e sociali che hanno richiesto massicci interventi monetari ma soprattutto fiscali che, Ça va sans dire, hanno risvegliato da fine 2021 il problema dell'inflazione, che sembrava ormai morto e sepolto. Contrasto al nemico inflazione che, ovviamente, ha richiesto interventi restrittivi soprattutto sul fronte monetario, con il conseguente impatto negativo sulle attività finanziarie che stiamo vivendo.

E' parere di chi scrive che, tra i principali fattori che hanno contribuito alla maggiore frequenza delle crisi, vi sia la finanziarizzazione dell'economia, processo che, sebbene possa di certo subire dei momenti di rallentamento, appare irreversibile. Pertanto, come investitori, dobbiamo essere preparati ad andare incontro molto più spesso rispetto al passato a crisi improvvise e guidate da fattori a cui, nella maggior parte dei casi, non avevamo neppure pensato.

Finanziariamente, quindi, si assisterà sempre di più ad una polarizzazione delle strategie di investimento. Escludendo gli "approcci da casinò" tipici di alcuni investitori fai-da-te, si concretizzerà una polarizzazione delle strategie di investimento, con da un lato quegli investitori che ragioneranno in ottica di brevissimo periodo con il supporto della tecnologia (in questo gruppo rientra ad esempio il trading ad alta frequenza ad appannaggio di pochi attori specializzati e presenti prevalentemente oltre oceano) e dall'altro lato coloro che invece ragioneranno sempre più in ottica di medio-lungo periodo tramite analisi basate sull'utilizzo della finanza per il "soddisfacimento dei bisogni". Rientra in questo secondo gruppo la maggior parte degli investitori istituzionali che, per essere in grado di ottenere risultati interessanti per sé stessi e per i loro clienti, dovranno ingegnarsi utilizzando comunque strategie relativamente semplici e soprattutto evitare di inseguire quelle tendenze che, come scritto in precedenza, potrebbero poi rivelarsi evanescenti e di troppo breve periodo al fine di essere sfruttate con successo.

In tal senso, almeno statisticamente, l'acquisto di attività finanziarie con rischio azionario dopo cali importanti come quello che si sta registrando in questo difficile 2022 appare sensato, come ben illustrato dalla tabella "performance future", sebbene sia sempre impossibile centrare i minimi e consapevoli di come le performance passate non siano garanzia di quelle future.

Tabella performance future: rendimento di un investimento sul mercato azionario S&P500 acquistando ad un -25% dai massimi di periodo.

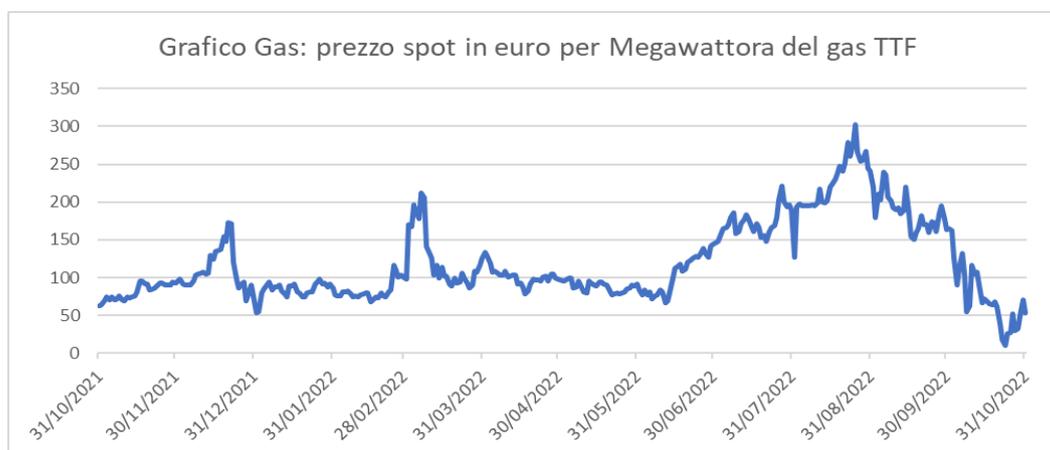
Giorno del massimo di mercato	Giorno del minimo di mercato	% calo totale	Performance 1 anno dopo calo del 25%	Performance 3 anni dopo calo del 25%	Performance 5 anni dopo calo del 25%
12/12/1961	26/06/1962	-28,00%	31,20%	69,20%	94,80%
29/11/1968	26/05/1970	-36,10%	32,20%	44,30%	27,90%
11/01/1973	03/10/1974	-48,20%	1,40%	23,80%	42,00%
28/11/1980	12/08/1982	-27,10%	43,90%	81,20%	238,60%
25/08/1987	04/12/1987	-33,50%	14,70%	34,10%	96,80%
24/03/2000	09/10/2002	-49,10%	0,20%	1,90%	21,50%
09/10/2007	09/03/2009	-56,80%	-6,90%	3,70%	61,20%
	MEDIA	-39,80%	16,70%	36,90%	83,30%

Fonte: elaborazione BSM su dati Fortune

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

Dopo un mese di settembre che si era rivelato disastroso un po' su tutte le classi di investimento, ottobre ha lasciato un po' di respiro e, come in parte da noi previsto (si veda il commento dello scorso mese), i mercati finanziari hanno registrato performance generalmente positive, sebbene in un contesto di volatilità non comune.

La ragione del parziale rasserenamento va ricercata, un po' come successo nella prima parte della stagione estiva, nella sensazione che l'atteggiamento delle banche centrali potrebbe divenire nel prossimo periodo meno aggressivo rispetto all'attuale e che il contesto economico, sebbene destinato ad un peggioramento, non andrà incontro ad una recessione severa. Positivo, in effetti, anche il recente calo del prezzo del gas (grafico gas) che, complice una stagione autunnale decisamente calda dal punto di vista climatico e stoccaggi a livelli elevati nei principali paesi europei, lascia ben sperare sulle tendenze inflazionistiche.



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg al 31/10/2022)

Tabella performance

Asset Class	Performance % mese di ottobre in valuta locale	Performance % anno 2022 in valuta locale
Azionario Americano	+7,99%	-18,76%
Azionario Europeo	+9,02%	-15,84%
Azionario Mercati Emergenti	-3,15%	-31,16%
Obbligazionario Investment Grade Americano	-1,30%	-16,07%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	+0,11%	-15,72%
Obbligazionario globale High Yield	+2,14%	-17,41%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	-0,88%	-21,20%

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?

In apertura si diceva come il mondo sia sempre più veloce. Ebbene, il mese appena conclusosi ne è l'ennesima riprova, come testimoniato dal più breve mandato per un primo ministro Inglese. Infatti, il 20 ottobre Liz Truss ha rassegnato le proprie dimissioni dopo appena 44 giorni dall'insediamento, a seguito del caos creato sui mercati dopo l'avventato annuncio del taglio di tasse senza coperture ed il successore sarà l'ex ministro dell'economia Sunak, di origini indiane.

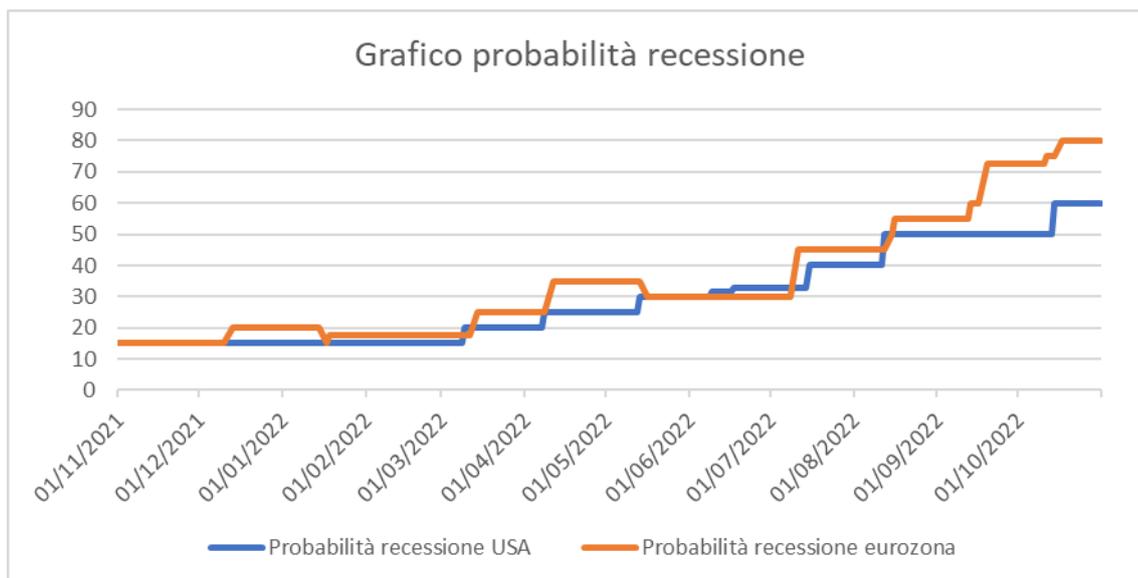
Il mese di ottobre ha visto inoltre: le revisioni in negativo delle stime di crescita per il 2022 e per il 2023 da parte del Fondo Monetario Internazionale, che prevede che l'anno prossimo oltre un terzo dell'economia globale andrà in recessione, la riconferma di Xi Jinping a capo della Cina per il terzo mandato, l'elezione di Lula come Presidente del Brasile, il secondo rialzo consecutivo di 75 punti base dei tassi da parte della BCE (ora il tasso sui depositi è al 1,5% e quello sulle aste principali di rifinanziamento al 2%) che ha anche deciso di peggiorare le condizioni delle aste di rifinanziamento a lungo termine e di abbassare la remunerazione sulla riserva obbligatoria e, ultimo ma non da ultimo, la prima stima sulla crescita del PIL del terzo trimestre in America (+1,8% rispetto al terzo trimestre 2021) ed in area euro (+2,1%).

Inoltre, ad inizio novembre, anche la banca centrale americana ritoccherà i tassi all'insù, con una mossa di 50 o 75 punti base che li porterà vicini al 4%, un livello che potrebbe essere non troppo distante dai massimi che saranno raggiunti in questo ciclo di rialzi.

Qual è la condizione di salute dell'economia globale?

L'economia, guardando i dati coincidenti (esempio: produzione industriale, mercato del lavoro) e ritardati (esempio: PIL) sta mostrando segnali di buona resilienza. Anche la stagione degli utili aziendali del terzo trimestre, con circa la metà delle aziende americane che hanno già riportato i risultati non mostra segnali preoccupanti a livello aggregato, sebbene qualche crepa, specialmente sui settori più dipendenti dal ciclo economico, inizi a farsi vedere. Emblematici in tal senso i dati negativi provenienti dal mondo tecnologico, fortemente dipendente dalla pubblicità online.

Negatività prospettica confermata da un'analisi sulle stime di probabilità che l'economia dei principali paesi entri in recessione nel giro di un anno, con percentuali superiori al 50% sia per gli USA che per l'Europa (grafico probabilità recessione).



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg al 31 ottobre 2022.

Quali saranno gli eventi da monitorare nel prossimo periodo?

Elezioni di medio-termine in America l'8 novembre e riunione del G20 il 15 e 16 novembre: saranno questi i principali eventi da monitorare durante il prossimo periodo.

Per quanto riguarda le elezioni del Congresso americano, attualmente controllato dai Democratici, tutti i 435 seggi alla Camera saranno di nuova nomina, mentre al Senato solamente 35 sui 100 seggi saranno rinnovati. La vittoria dei Repubblicani anche in un solo ramo del Congresso (che i sondaggi danno come probabile), potrebbe essere vista positivamente dai mercati finanziari.

Il G20 è invece molto atteso in quanto potrebbe essere un buon momento per un primo approccio tra America e Russia volto ad una risoluzione, sebbene parziale, del conflitto in corso in Ucraina.

Chiaramente, elevata importanza continueranno a rivestirla i dati macroeconomici cosiddetti anticipatori, come ad esempio gli indici dei direttori degli acquisti, il proseguimento della pubblicazione dei risultati aziendali trimestrali e gli atteggiamenti, soprattutto verbali, delle banche centrali, che potrebbero iniziare gradualmente a fare percepire come un periodo di pausa delle politiche monetarie restrittive non sia da escludere.

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	18 (9 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	12 (8 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	10 (8 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	6 (14 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 27 settembre 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 valori che rimangono su percentili estremamente bassi, sinonimo quindi di valutazioni non malvagie.

Interessante anche un'analisi – tarata sui mercati azionari – che mostra una certa divergenza tra aree geografiche (tabella speranza e sogni). Il “rapporto speranza e sogni”, sviluppato da Cameron Crise, editorialista di bloomberg ed ex gestore degli investimenti, ci dice quale percentuale del valore di un mercato azionario non sia ascrivibile alla somma del patrimonio netto e del valore attualizzato degli utili stimati per i successivi 3 anni. Più il valore è elevato, e più significa che i prezzi scontano elevati tassi di crescita futura (mercati cari) Notiamo come vi siano alcuni mercati (america in primis) con valori abbastanza elevati, mentre altri (Giappone e mercati emergenti su tutti) con livelli decisamente bassi ed addirittura negativi.

Tabella speranza e sogni

Mercato	Valore Speranza/Sogni	Percentile (dal 2005)
S&P500 (America)	55,80%	85,90%
STOXX600 (Europa)	37,30%	26,70%
TOPIX (Giappone)	-15,20%	22,90%
MSCI Emerging	-5,20%	10,00%

fonte: elaborazione BSM su dati Cameron Crise di Bloomberg al 26/10/2022

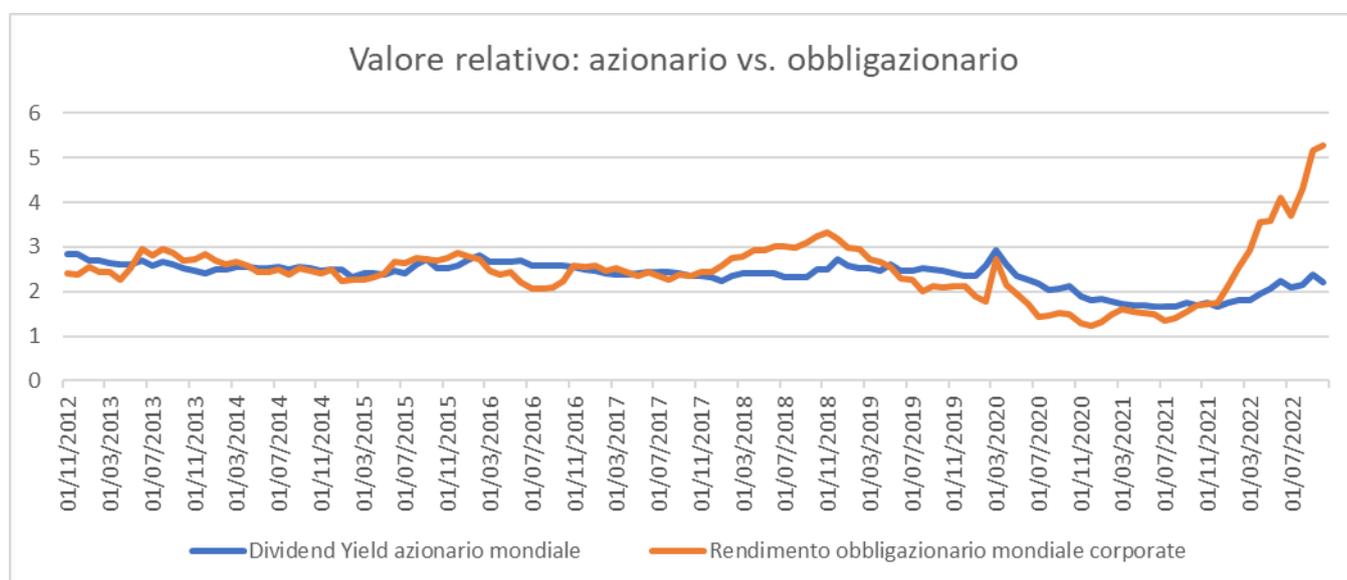
Come andranno quindi gestiti i portafogli nel prossimo periodo?

Con l'umiltà e la consapevolezza di potere essere smentiti nel giro di poco, vista la volatilità a cui ormai siamo abituati, appare tuttavia sensato affermare che potremmo essere vicini ad una fase, sebbene temporanea,

di stabilizzazione dei prezzi, specialmente quelli degli attivi più rischiosi sebbene, dopo la positività di ottobre, la probabilità di movimenti ribassisti appaia leggermente superiore rispetto a quella di movimenti rialzisti. Per agosto e settembre avevamo consigliato di ridurre i rischi di portafoglio, contrariamente al suggerimento di aumentarli per il mese di ottobre. Entrambi i pareri, aiutati da condizioni di mercato che apparivano troppo ottimistiche nel primo caso e troppo pessimistiche nel secondo, si sono rivelati prescienti. Allo stato attuale, invece, ci troviamo in una situazione mediana e pertanto, tatticamente, per il prossimo periodo suggeriamo di:

- Mantenere invariata la componente azionaria di portafoglio, movimentandola eventualmente solamente in maniera contrarian rispetto all'andamento dei mercati e rimanendo 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 credito a livelli leggermente superiori a quelli stabiliti in sede di asset allocation strategica.

In ottica di valore relativo azionario/obbligazionario, il reddito fisso sembra offrire buone prospettive, anche e soprattutto in ottica di decorrelazione rispetto all'andamento dell'azionario (grafico valore relativo).



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg (31/10/2022)

Denis Manzi, CFA, CIPM