

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

CALANO I TASSI!

Quali saranno gli effetti sui mercati?

Cosa succede quando le banche centrali tagliano i tassi di interesse? Come spesso accade in economia ed in finanza, che non si possono fregiare di essere scienze perfette, anche per questa apparente innocua domanda non esiste una risposta certa ed univoca. Infatti, che ci concentriamo sia sugli effetti economici sia su quelli dei mercati finanziari, l'unica risposta seria che si potrebbe dare all'ipotetico interlocutore che ponesse tale domanda, sarebbe semplicemente "dipende". Dopo i recenti tagli dei tassi di interesse decisi dalle principali banche centrali, con quella americana che ha addirittura dato il via al ciclo di ribasso con una sforbiciata di 50 punti base, è tuttavia dovere di ogni professionista della finanza cercare quantomeno di farsi un'idea di quello che potrebbe accadere nel prossimo futuro sia sul fronte economico che su quello finanziario, pur sempre con la consapevolezza e l'umiltà di riconoscere che del futuro non v'è certezza e che tutt'al più si può assegnare un certo grado di attendibilità a ciascuna delle previsioni che si possono fare. La risposta "dipende" potrebbe essere maggiormente articolata specificando che dipende dal motivo per il quale le banche centrali hanno tagliato i tassi. Le principali banche centrali, infatti, hanno tutte come obiettivo quello di mantenere i livelli di inflazione attorno ad un livello predeterminato, ad esempio in area 2% e, chi esplicitamente (come la banca centrale americana), chi implicitamente (come quella europea) anche quello di garantire il massimo livello di occupazione possibile e di conseguenza garantire altresì livelli positivi di crescita economica reale. Pertanto, la prima cosa da capire è se i tagli vengono effettuati per contrastare oppure per prevenire una situazione di deterioramento economico/finanziario.

Ciò che appare abbastanza ovvio, viste le condizioni attuali, con una crescita economica che continua a non mostrare particolari segnali di deterioramento, livelli di inflazione che stanno gradualmente rientrando all'interno dei range ottimali cercati dalle banche centrali e mercati finanziari tonici, è che l'allentamento delle politiche monetarie vada visto come mossa di prevenzione, visto che come accade anche in tanti altri ambiti della vita, prevenire è meglio che curare. L'opera di prevenzione sortirà gli effetti sperati? Empiricamente, se guardassimo a cosa è successo le ultime volte che la banca centrale americana ha iniziato un ciclo di ribasso dei tassi di interesse con un taglio di 50 punti base (3 gennaio 2001 e 18 settembre 2007) le speranze non sarebbero molte, visto che nei mesi successivi a tali mosse, i mercati finanziari crollarono (nel 2001 l'indice azionario S&P500 crollò di un 39% nei successivi 448 giorni e nel 2007 del 54% nei successivi 372 giorni) e l'economia si deteriorò notevolmente ed entrò in recessione in entrambe le circostanze (la disoccupazione salì del 2,1% nel 2001 e del 5,3% nel 2007). Anche guardando alla conformazione della curva dei tassi di interesse, prendendo come riferimento le scadenze a 2 e 10 anni, notiamo come successivamente ad ogni movimento di disinversione della curva, l'economia è entrata in recessione (grafico curva USA).

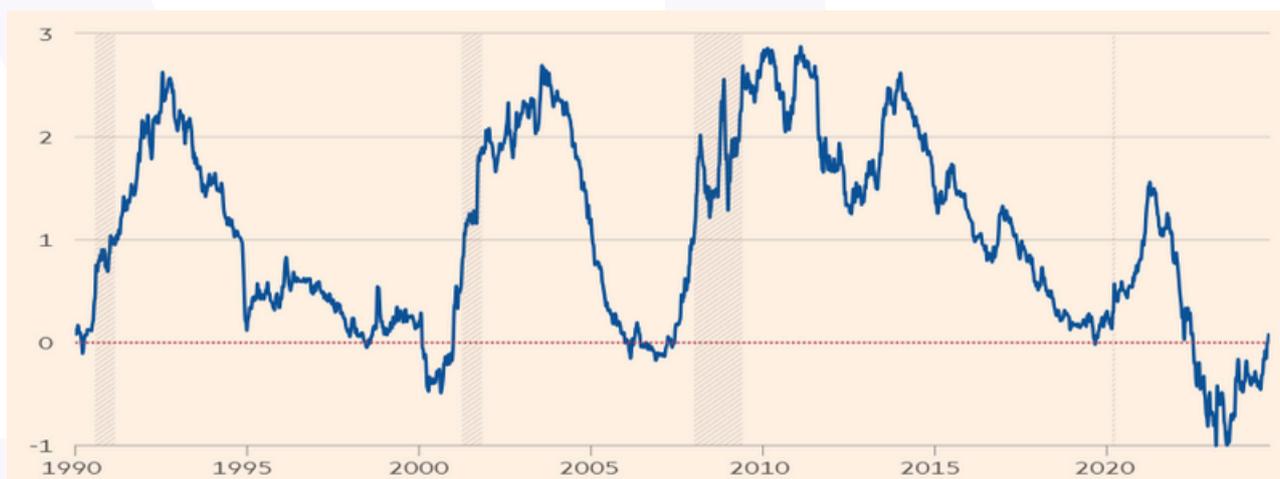


Grafico curva USA: differenziale tratto curva a 10 anni meno tratto curva a 2 anni negli USA. Recessione economica segnalata da tratti ombreggiati. Fonte: Financial Times.

Tuttavia, allargando un po' il campo e concentrandoci sui mercati finanziari, se escludiamo periodi particolari e contraddistinti da eventi caratterizzabili come di coda (il periodo successivo al 2001 fu ad esempio segnato dallo scoppio della bolla internet ed il periodo successivo al 2007 vide la grande recessione a seguito dello scoppio della bolla sui mutui) possiamo notare come la probabilità di assistere a ritorni positivi nel periodo successivo al primo taglio dei tassi - quantomeno sui mercati azionari - appaia non disdicevole (tabella forward return).

Anno del primo taglio dei tassi	Performance dopo 3 mesi dal primo taglio	Performance dopo 6 mesi dal primo taglio	Performance dopo 12 mesi dal primo taglio
1973	-10,20%	-6,20%	36,00%
1974	-14,70%	-15,30%	7,50%
1980	15,00%	28,90%	30,30%
1981	-11,00%	-7,90%	-17,80%
1982	-4,80%	17,40%	36,50%
1984	-1,20%	7,20%	10,50%
1987	0,10%	1,70%	7,50%
1989	7,40%	7,50%	11,90%
1995	5,10%	8,00%	13,40%
1998	17,20%	26,50%	27,30%
2001	-16,30%	-12,40%	-14,90%
2007	-4,40%	-11,80%	-27,20%
2019	3,80%	13,30%	14,50%
Media	-1,08%	4,38%	10,42%
Mediana	-1,20%	7,20%	11,90%

Tabella forward return: performance dell'indice azionario S&P500 dopo il primo taglio dei tassi della banca centrale americana. Fonte: elaborazione BSM su dati PinPoint Macro Analytics.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, invece, l'andamento dei tassi sulla parte a brevissimo ed a breve termine della curva è ovviamente influenzato da quanto viene

scontato dai mercati rispetto a quelle che sono le previsioni della banca centrale, mentre la parte a medio e lungo termine viene invece influenzata anche da molti altri fattori, come ad esempio le prospettive di inflazione ed il "term premium". Concentrandoci sulla parte a breve della curva, possiamo tranquillamente estrapolare cosa il mercato si attende e cosa invece prevedono i governatori della banca centrale americana (grafico mercato vs. FED) e notiamo come per il prossimo periodo le attese di mercato siano per tagli più repentini rispetto a quanto previsto dai membri della banca centrale, con la conseguenza che non è da escludere la possibilità di assistere ad un riprezzamento al rialzo della curva dei tassi nel prossimo periodo. In effetti, le stime del mercato potrebbero realizzarsi con maggiore probabilità solamente in caso di un sensibile peggioramento sul fronte economico o nelle condizioni finanziarie.

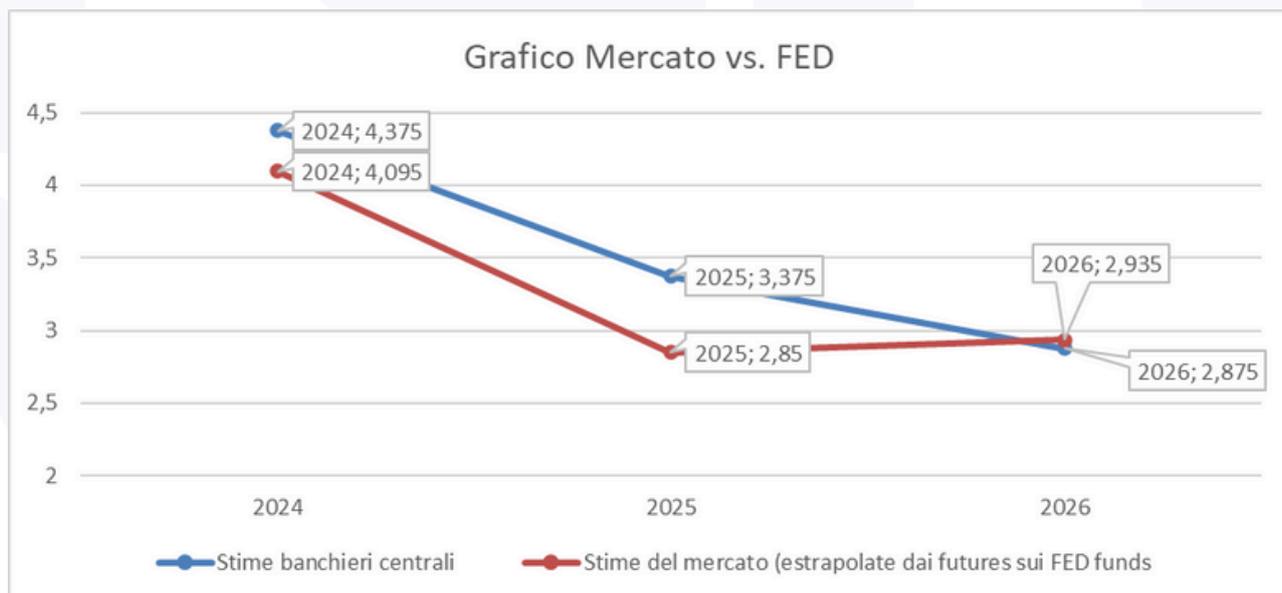


Grafico mercato vs. FED: stime dei banchieri centrali della FED sui tassi di politica monetaria nel 2024, 2025 e 2026 raffrontate con le stime di mercato, estrapolate dai futures sui FED funds
Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg al 19 settembre 2024.

Quello che è certo, è che i mercati finanziari, in tendenza ascendente da ormai due anni, non stanno prendendo molto in considerazione la possibilità di andare incontro a qualche vuoto d'aria e stanno scommettendo su uno scenario di "soft landing" immacolato. Solo il tempo ci potrà dire se la visione sarà stata quella corretta oppure

no ma di sicuro, in un mondo sempre più complesso e che va sempre più veloce, crediamo che momenti come l'attuale vadano utilizzati per inserire in portafoglio soluzioni di investimento con elevata convessità, che in sostanza offrono un andamento asimmetrico positivo per l'investitore rispetto ai movimenti di mercato. Solo a titolo di esempio, reputiamo che due soluzioni che rispecchiano bene questa definizione nell'attuale fase di mercato siano le opzioni put deep out of the money e le obbligazioni convertibili.

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

Dopo il movimento repentino sulla volatilità vissuto durante il mese di agosto, settembre si è rivelato un mese tutto sommato abbastanza calmo (tabella performance), con i mercati finanziari che hanno continuato a marciare verso l'alto in un contesto poco volatile (grafico VIX e VVIX).

Asset Class	Performance % mese di settembre in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	2,02%	20,81%	24,23%
Azionario Europeo	0,86%	10,59%	19,19%
Azionario Mercati Emergenti	6,45%	14,37%	7,04%
Obbligazionario Investment Grade Americano	1,34%	4,45%	5,53%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	1,23%	2,49%	7,19%
Obbligazionario globale High Yield	1,95%	9,59%	14,04%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	1,76%	8,17%	9,09%

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

Da segnalare quindi sui mercati azionari una price action che ha portato i principali indici vicini ai massimi storici, mentre su quelli obbligazionari, complici i tagli dei tassi di interesse decisi dalle principali banche centrali, un netto movimento di bull steepening, con la parte a breve della curva che ha performato meglio di quella a

lungo sia in America che in Europa, in un contesto generale di calo dei tassi di rendimento, se si escludono le scadenze ultra-lunghe (grafico bull steepening america e grafico bull steepening europa).

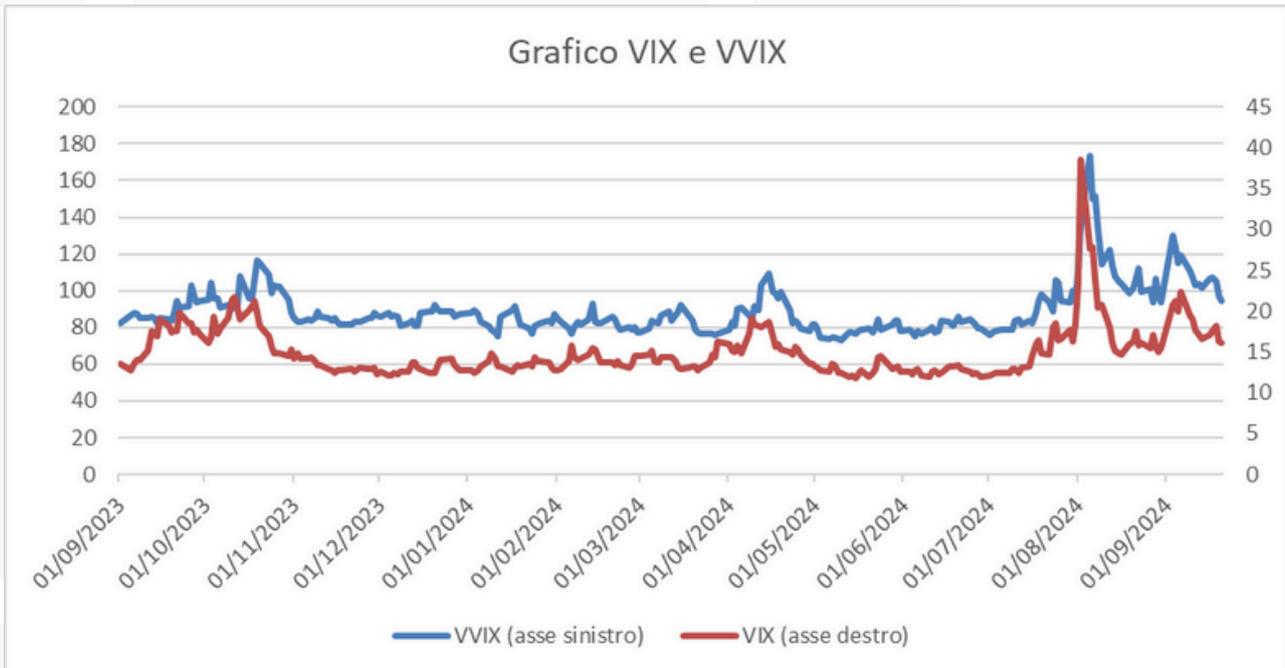
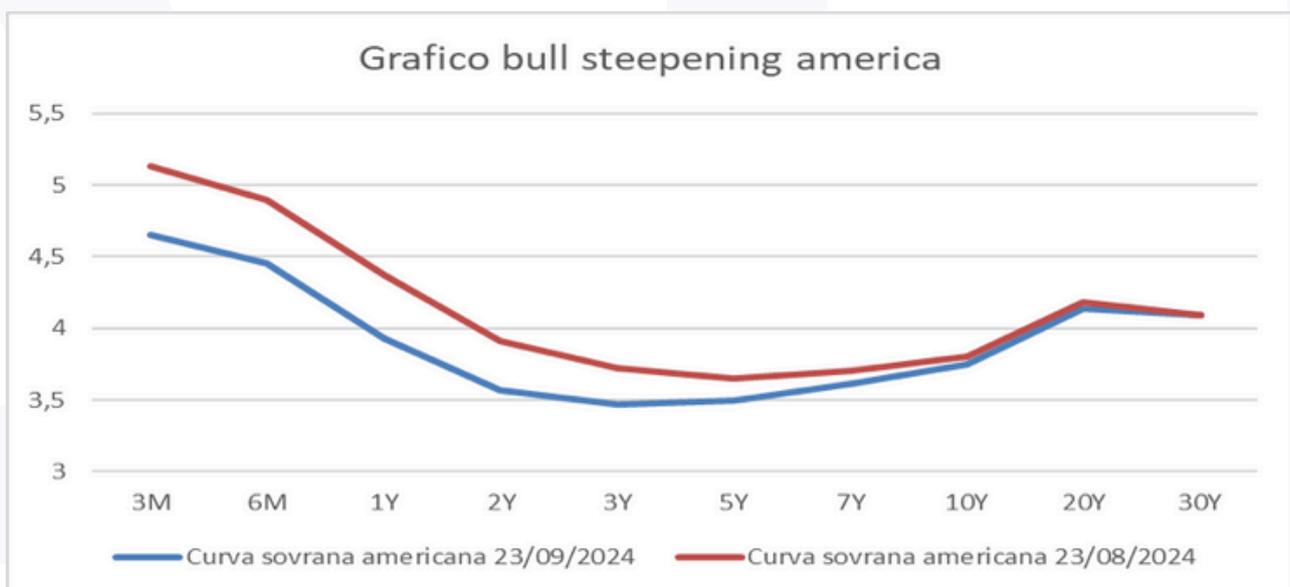
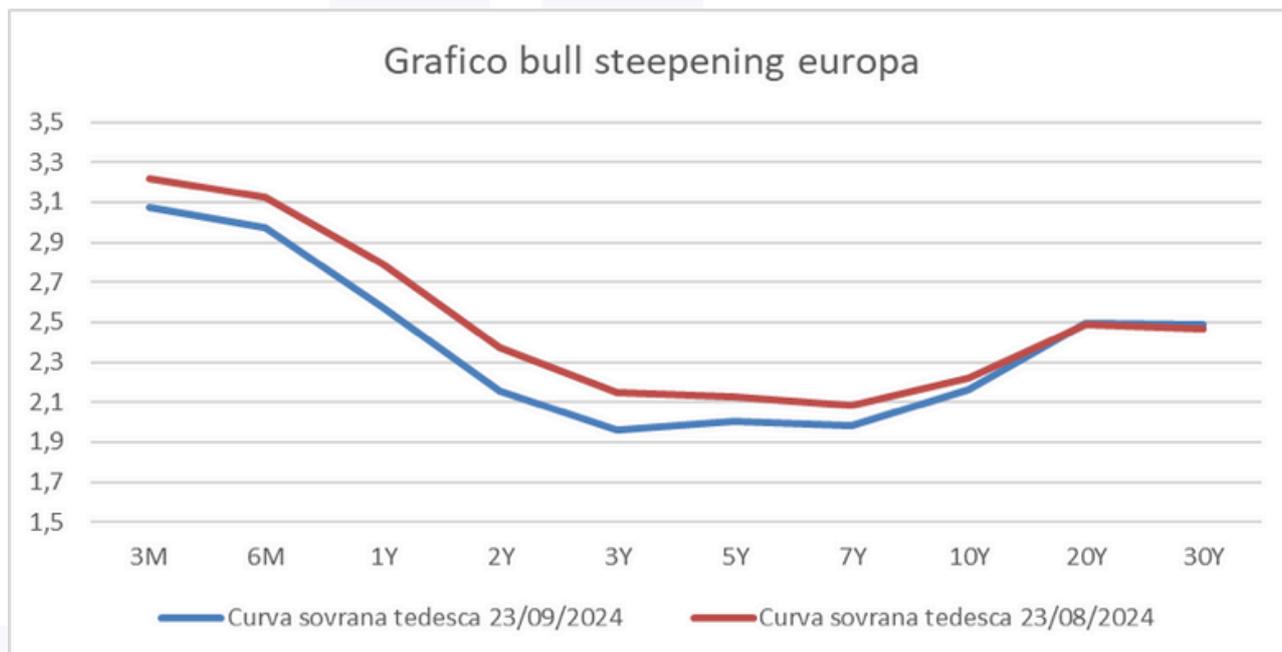


Grafico VIX e VVIX: andamento dell'indicatore VIX, che mostra la volatilità implicita nelle opzioni a 30 giorni sull'indice S&P500, nell'ultimo anno e dell'indicatore VVIX, in sostanza la volatilità del VIX o volatilità della volatilità. Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg. Dati di chiusura giornalieri sino al 20/09/2024.



*Nella pagina precedente: Grafico bull steepening America: curva sovrana americana nell'ultimo mese
.Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg.*



*Grafico bull steepening europa: curva sovrana tedesca nell'ultimo mese
.Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg.*

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

Tutta l'attenzione è stata rivolta alle decisioni della banca centrale europea e di quella americana, con la prima che ha tagliato i tassi di 25 punti base e la seconda che invece li ha tagliati di 50, confermando come ora il focus si sia decisamente spostato da un'attenzione maniacale verso l'inflazione ad un'attenzione sempre più forte sul mercato del lavoro (la FED ha infatti un duplice mandato, quello del mantenimento della stabilità dei prezzi e quello del raggiungimento del massimo livello sostenibile di occupazione). Sul fronte politico, da segnalare il primo confronto televisivo tra i candidati alla presidenza americana Donald Trump e Kamala Harris, con la candidata democratica che si è ben comportata ed ha recuperato il terreno che era stato perso dal suo partito dopo il primo confronto durante il quale il Presidente Biden aveva lasciato molto a desiderare.

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

7

Analisi Settembre 2024

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

Condizioni finanziarie benevole, livelli inflativi che stanno convergendo gradualmente verso i target e che danno spazio alle banche centrali per ridurre la pressione sui tassi di interesse e mercato del lavoro che mostra solo una lieve debolezza, sono alcuni dei fattori che stanno contribuendo a rendere lo scenario di "soft landing" come quello più probabile, sebbene taluni indicatori anticipatori, specialmente in Europa, continuino a segnalare una situazione di salute abbastanza precaria. Effettivamente, guardando allo status quo e concentrandoci sull'America, che rimane l'area geografica di riferimento per il mondo, ci troviamo in una situazione benevola, fatta di crescita positiva (grafico stima crescita PIL), inflazione in rallentamento aiutata anche dal rallentamento dei costi per l'energia (grafico prezzo petrolio e gas) ed occupazione in buona salute.



*Grafico crescita PIL: stima della crescita del PIL negli USA per il terzo trimestre.
.Fonte: elaborazione BSM su dati GDPNow della FED di Atlanta.*

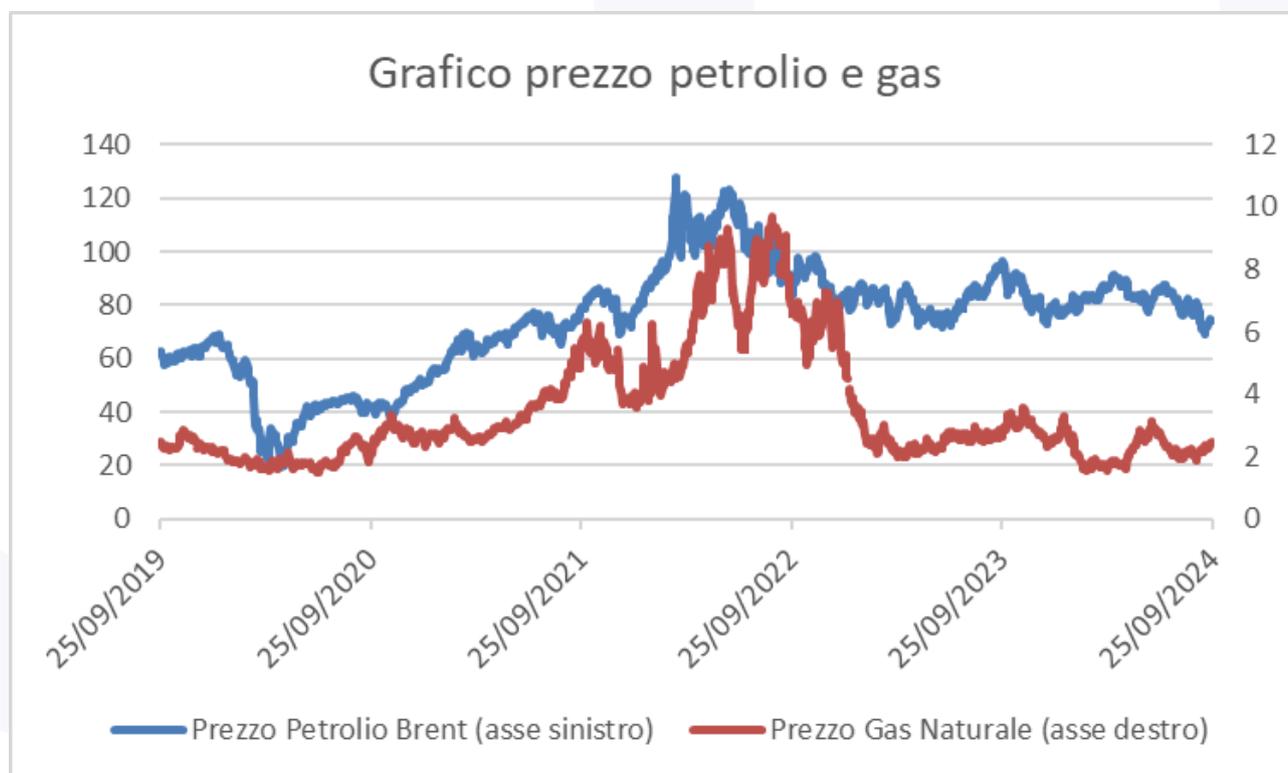


Grafico prezzo petrolio e gas.

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg.

Verosimilmente, allo stato attuale sembrerebbe che solamente un qualche fattore esogeno – per natura imprevedibile – o un restringimento importante delle condizioni finanziarie potrebbe porre seri problemi all'economia. Su questo ultimo fattore, interessante notare come le riserve bancarie negli USA, durante il periodo di rialzo dei tassi di interesse e della riduzione della dimensione del bilancio della banca centrale americana, non siano calate (un buon livello di riserve bancarie risulta imprescindibile per un contesto di tranquillità sui mercati) e che invece la “valvola di sfogo” sia stata la facility di Reverse Repo (visto che per lungo periodo il differenziale tra il titolo di stato ad 1 mese e quello pagato dalla facility è stato positivo). Ora però il trend è in una fase di inversione (grafico differenziale tassi) e pertanto questo potrebbe portare ad un drenaggio della liquidità dalle riserve bancarie, che non sarebbe positivo per le condizioni finanziarie e di conseguenza per l'andamento dei mercati.

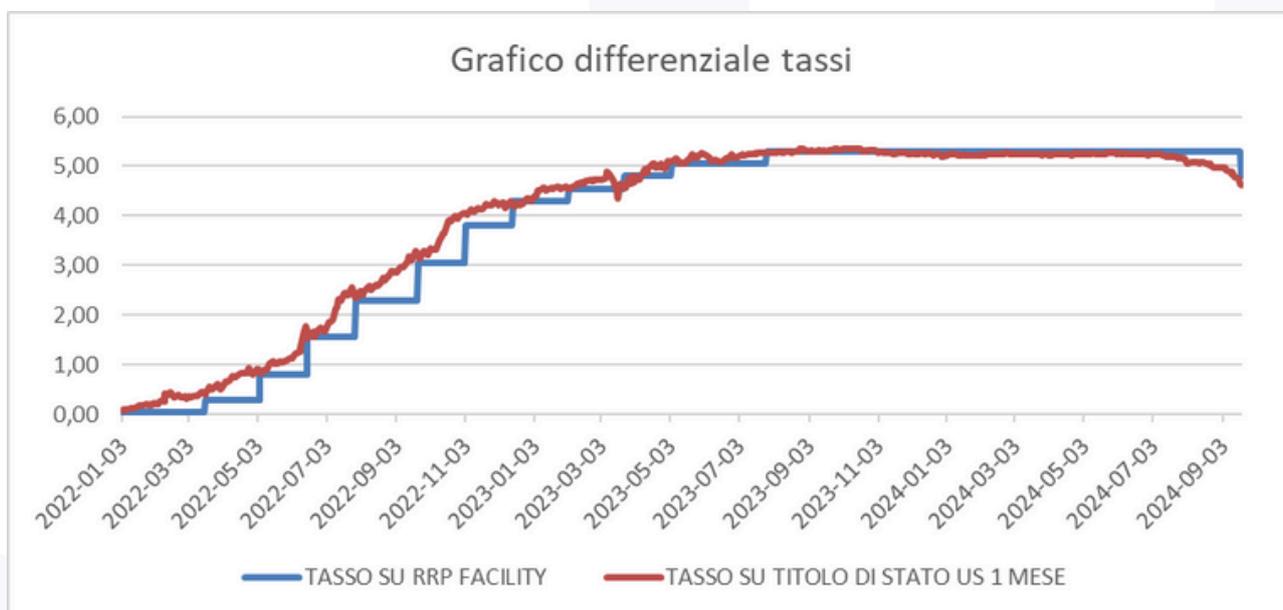


Grafico differenziale tassi: tasso pagato dalla Reverse Repo Facility e tasso pagato dal titolo di stato americano con scadenza ad 1 mese. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg.

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

La banca centrale europea, nella riunione del 17 ottobre, potrebbe tagliare nuovamente i tassi di ulteriori 25 punti base, mentre la FED si riunirà solamente a novembre, dopo le elezioni americane del 5, che saranno invece il tema caldo del mese di ottobre. In tal senso, gli ultimi sondaggi vedono in testa la democratica Kamala Harris, sebbene il divario con Donald Trump sia molto sottile e pertanto appare impossibile fare previsioni sensate. Visto l'intensificarsi della tensione in medio-oriente delle ultime settimane, un occhio sempre attento andrà rivolto al contesto geopolitico decisamente caldo e che potrebbe tranquillamente causare dei picchi di volatilità.

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

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

10

Analisi Settembre 2024

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	89 (88 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	42 (46 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	85 (75 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	92 (82 lo scorso mese)

Tabella valutazioni. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg con dati rilevati in data 25 settembre 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 sulle asset class più volatili, con l'azionario ed il mercato obbligazionario con maggiore rischio di credito in un'area ormai rarefatta, mentre l'obbligazionario investment grade mostra ancora un po' di valore.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

Ci troviamo in una situazione di area rarefatta sui mercati finanziari e, sebbene tutto sia possibile, riteniamo indispensabile muoverci con estrema prudenza e ragionare in termini di probabilità. Con la fine del terzo trimestre, molti investitori potrebbero decidere di ribilanciare i portafogli, andando quindi a vendere le asset class che hanno corso di più per acquistare quelle rimaste indietro ed in tal senso potrebbe quindi registrarsi una fase di avversione al rischio, anche in vista delle elezioni americane del 5 novembre. 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;

- mantenere l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito nella parte alta del range stabilito in sede di asset allocation strategica.

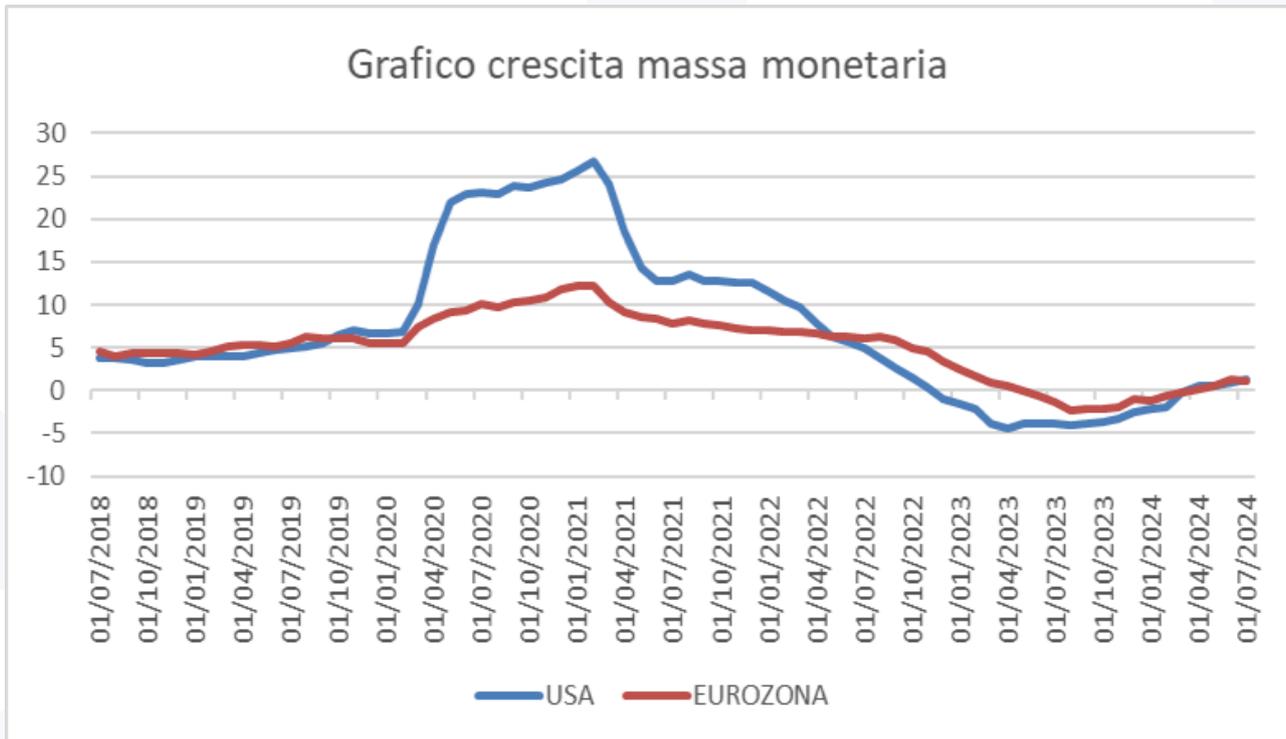


Grafico crescita massa monetaria: crescita percentuale anno su anno dell'aggregato monetario M2 in Eurozona e negli USA. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg.



Banca di San Marino®
Futuro da una vita