

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

OCCHIO NON VEDE, PORTAFOGLIO NON DUOLE

Aumento della volatilità rientrato, durerà?

Occhio non vede, cuore (o ancora meglio portafoglio) non duole. Si potrebbe riassumere tranquillamente con questo famoso proverbio quanto successo sui mercati finanziari durante il mese di agosto, che ha registrato una price action alquanto insolita ma che, ancora una volta, ha reso molto chiaro come nel breve periodo l'andamento dei mercati sia veramente assimilabile ad una random walk (passeggiata aleatoria). In effetti, chi fosse rimasto davanti ai monitor ad osservare l'andamento giornaliero avrebbe sicuramente avuto la sensazione di trovarsi sulle montagne russe, vista la pesante negatività dei primi 10 giorni del mese sui mercati azionari, che ha visto registrare su alcuni di essi, come ad esempio il Nikkey giapponese, perdite di quasi il 20% (grafico giornaliero), mentre invece chi si fosse distratto o avesse semplicemente deciso di prendersi un bel periodo di vacanza decidendo di guardare solamente la performance mensile, potrebbe tranquillamente pensare che sui mercati si sia vissuta una situazione di calma piatta dato che larghissima parte della negatività è immediatamente rientrata, con alcuni indici che sono addirittura tornati vicino ai massimi (grafico mensile). Ogni volta che la volatilità sui mercati aumenta e le performance dei portafogli iniziano a zoppicare, è uso comune sia dei professionisti del settore ma anche delle persone che per vivere fanno tutt'altro, cercare delle spiegazioni a quanto sta succedendo ma la realtà dei fatti è che, molto spesso, sebbene gli scossoni di mercato vengano certamente scaturiti e/o amplificati da una qualche miccia che si accende, la reale ragione risiede nella mente umana, che difficilmente riesce a ragionare a 360° leggendo uno scenario di insieme,

ma si fa più facilmente trasportare da due emozioni: l'avidità e la paura, che sono due dei peggiori nemici dell'investitore vincente.

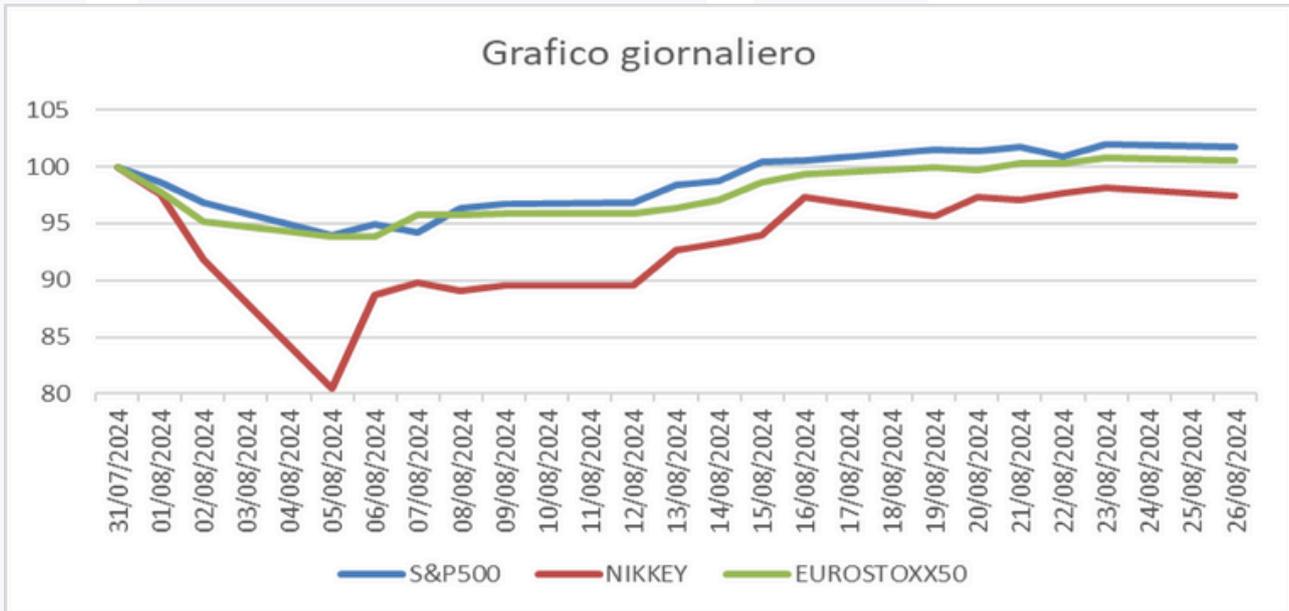


Grafico giornaliero: performance su base giornaliera di alcuni indici azionari, ribasati a 100 ad inizio agosto
Fonte: elaborazione BSM. Dati dal 1 agosto al 26 agosto 2024

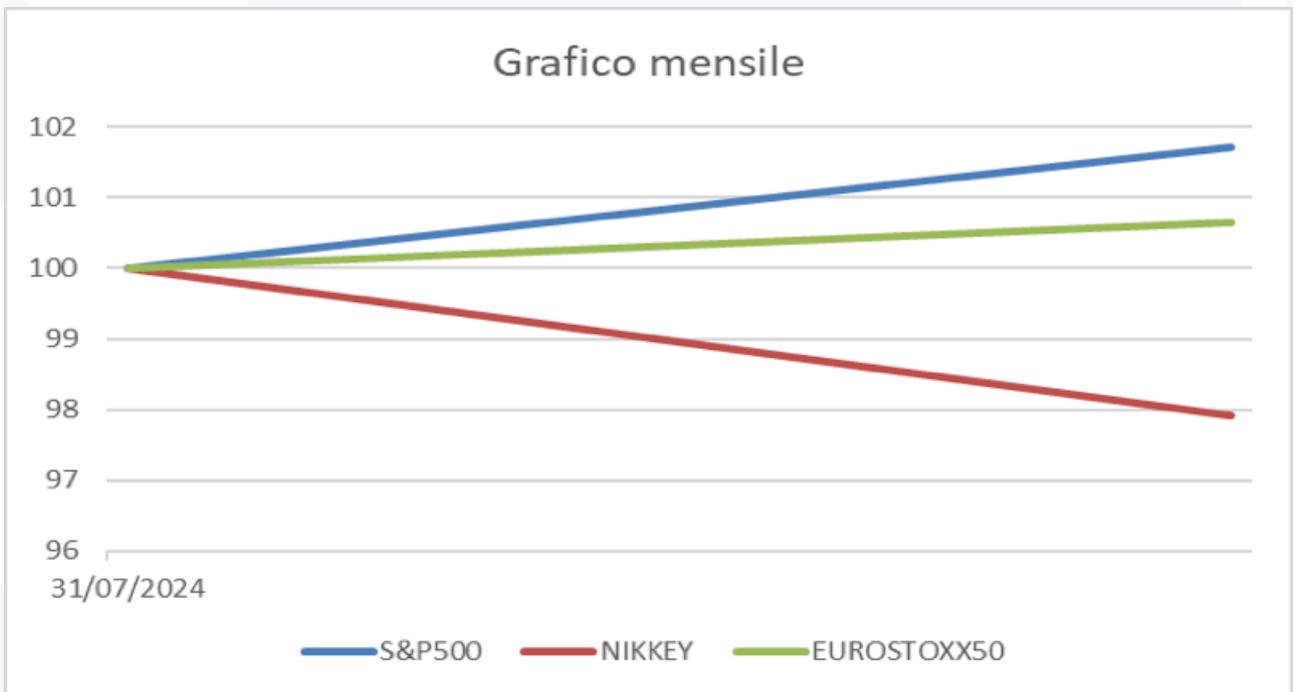
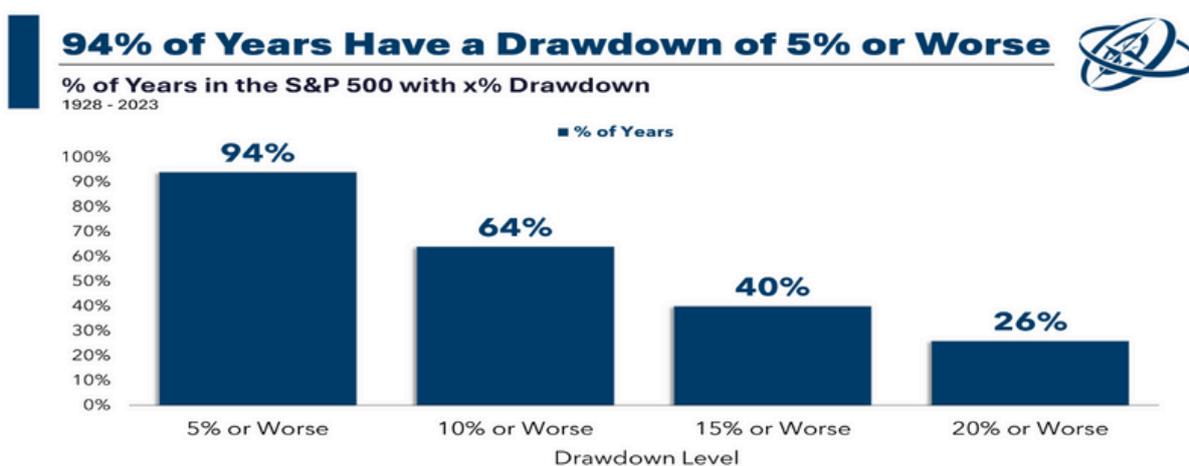


Grafico mensile: performance su base mensile di alcuni indici azionari, ribasati a 100 ad inizio agosto
Fonte: elaborazione BSM. Dati dal 1 agosto al 26 agosto 2024

Se infatti ci concentriamo sui numeri di analisi empiriche, che alla fine in finanza sono l'unica cosa che conta realmente, possiamo tranquillamente osservare come non sia stata la negatività di inizio agosto ad essere un'anomalia, visto che, prendendo come metro di riferimento l'indice azionario S&P500, risulta come addirittura nel 94% degli anni venga registrata una perdita dai massimi ai minimi superiore al 5% (grafico drawdown) La vera anomalia, in effetti, era la calma piatta vissuta sui mercati finanziari dall'inizio dal secondo trimestre 2023 in avanti, periodo in cui non si era mai registrata una perdita superiore al 2% per l'indice S&P500, cosa alquanto rara per un periodo così prolungato (grafico calma piatta)! Quindi, cosa ci insegna quanto successo in agosto sui mercati? A dire il vero non ci insegna nulla di nuovo, ma conferma bensì che il cercare di anticipare come si muoveranno i mercati nel brevissimo periodo è una materia che si addice meglio a maghi e stregoni (se qualcuno ci crede) piuttosto che a professionisti del settore o a persone normali, che invece non dovrebbero fare altro che impostare piani di investimento robusti, fatti di pesi e contrappesi con l'obiettivo quello di massimizzare le probabilità di raggiungere i propri obiettivi di investimento (che sono ovviamente diversi a seconda dell'investitore e/o del prodotto finanziario gestito), minimizzando al contempo la probabilità di fallimento!



Source: Ritholtz Wealth Management, NYU Data Library

 RITHOLTZ
wealth management

Grafico drawdown: percentuale degli anni in cui l'indice S&P500 registra una perdita uguale o maggiore di determinati livelli. Fonte: Ritholtz Wealth Management. Dati dal 1928 al 2023

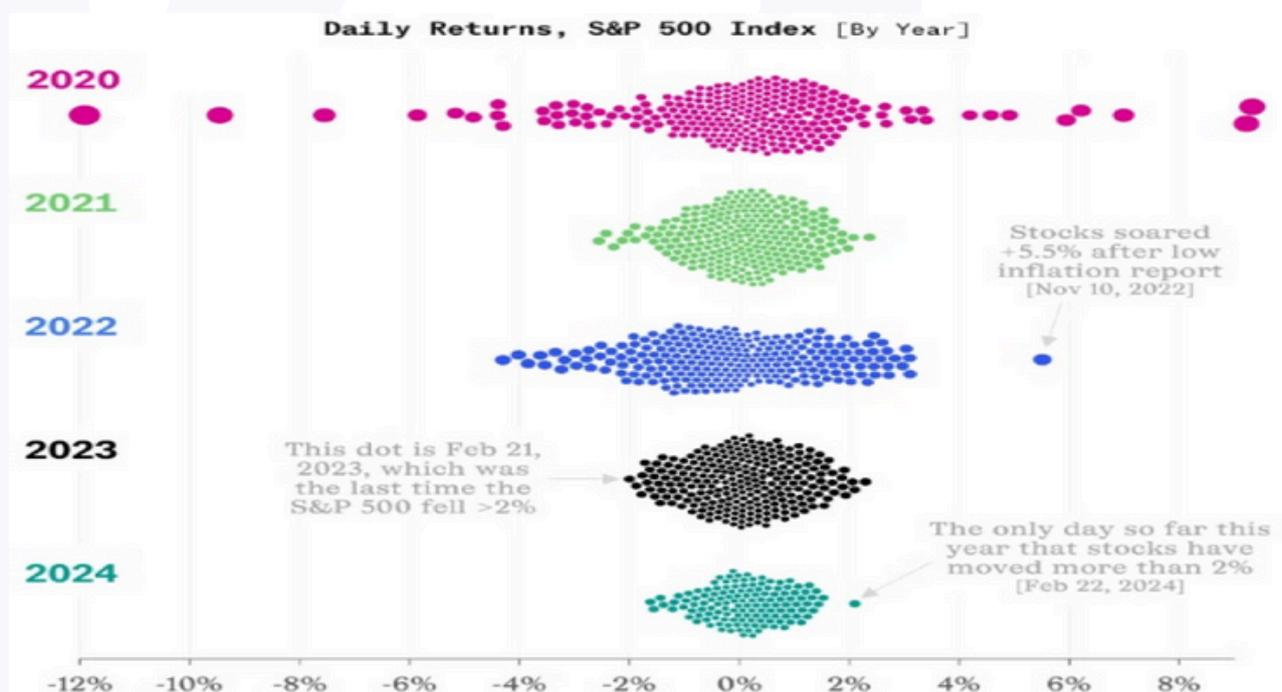


Grafico calma piatta: performance giornaliera dell'indice S&P500 dal 2020 a fine luglio 2024 (ogni pallino mostra la performance di 1 giorno). Fonte: awealthofcommonsense.com

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

Come anticipato in apertura, il mese di agosto ha registrato un andamento alquanto particolare, con i primi 10 giorni del mese che hanno visto una importante negatività sui mercati azionari ed un repentino aumento della volatilità, movimenti poi entrambi rientrati come se nulla fosse successo (grafico indicatore VIX). In effetti, forse non era veramente successo nulla di particolarmente impattante e tale da giustificare detti ampi movimenti. Analizzando infatti le ragioni a cui ci si è aggrappati per spiegare un movimento di questa portata, tra cui una situazione macroeconomica in deterioramento, ma soprattutto lo smontaggio – a seguito del rialzo di appena 25 punti base deciso dalla banca centrale – di posizioni di carry trade sullo Yen, la moneta giapponese, che visti i tassi molto più bassi di quelli disponibili sulla maggior parte delle altre valute (il tasso di riferimento in Giappone è al momento di appena 0,25%) viene presa a prestito per aprire posizioni su mercati ed asset class più redditizie, risulta

piuttosto complicato crederci, se non per un semplice atto di fede. Seppure sia sicuramente vero che tali variabili abbiano influito e forse messo benzina sul fuoco (grafico posizionamento sullo Yen), riteniamo che il movimento sia stato dettato da una molteplicità di altri fattori, come ad esempio il posizionamento eccessivo sugli attivi rischiosi da parte degli investitori.

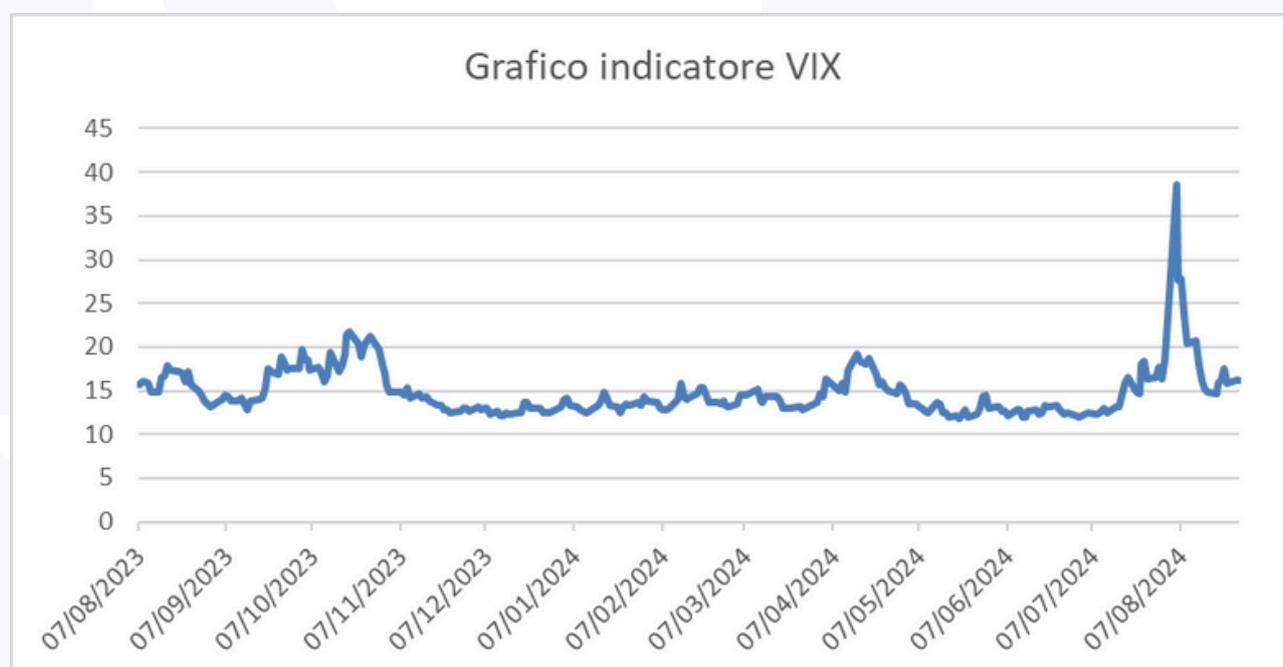


Grafico indicatore VIX: andamento dell'indicatore VIX, che mostra la volatilità implicita nelle opzioni a 30 giorni sull'indice S&P500, nell'ultimo anno. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg. Dati di chiusura giornalieri sino al 26/8/2024

Infine, da segnalare come durante la negatività di inizio mese – a dispetto di quanto accaduto durante l'anno 2022, quando sia azioni che obbligazioni prive di rischio di credito scendevano all'unisono – le obbligazioni abbiano svolto il loro dovere, ovvero quello di offrire decorrelazione dall'andamento dell'azionario (grafico correlazione azionario/obbligazionario). Concludendo, tutto sommato, si può sicuramente dire che, un mese che era iniziato creando non pochi grattacapi, ha alla fine registrato performance non sicuramente da disdegnare (tabella performance).

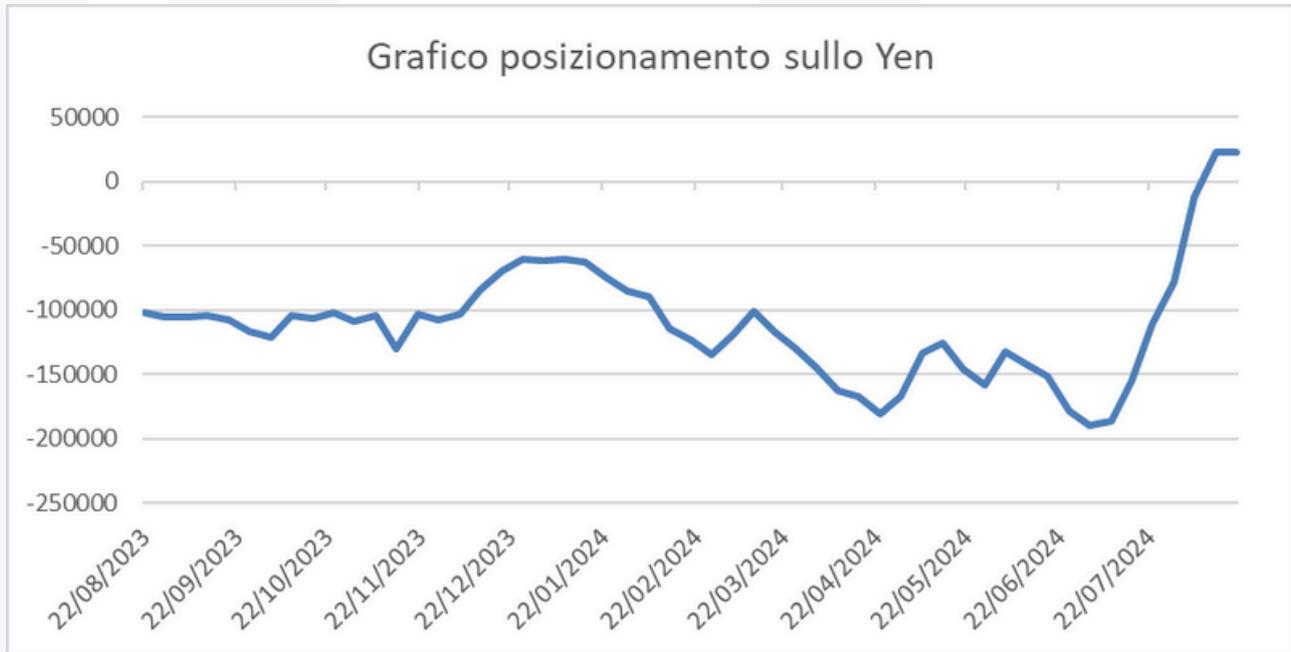


Grafico posizionamento sullo Yen: numero di contratti derivati utilizzati per ragioni non commerciali sullo Yen (valori negativi indicano un posizionamento netto ribassista). Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg e CME, aggiornati al 20/8/2024



Grafico correlazione azionario/obbligazionario: correlazione a 30 giorni tra l'indice azionario S&P500 e l'indice obbligazionario governativo americano. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg.

Asset Class	Performance % mese di agosto in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	2,28%	18,42%	24,23%
Azionario Europeo	1,75%	9,65%	19,19%
Azionario Mercati Emergenti	1,40%	7,44%	7,04%
Obbligazionario Investment Grade Americano	1,44%	3,07%	5,53%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	0,44%	1,24%	7,19%
Obbligazionario globale High Yield	2,17%	7,49%	14,04%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	2,10%	6,29%	9,09%

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?

Se si escludono il taglio dei tassi da parte della Banca Centrale Inglese, che li ha portati dal 5,25% al 5% e la pubblicazione di alcuni dati macroeconomici che hanno mostrato come il trend di diminuzione dei livelli inflativi sia ancora in corso, non vi risulta molto altro da segnalare. Anche il simposio annuale di Jackson Hole, la conferenza annuale organizzata dalla Federal Reserve di Kansas City che spesso viene utilizzata dai banchieri centrali per annunciare in via preventiva sviluppi sulle politiche monetarie, ha visto in sostanza solamente le conferme che ci si attendevano, con un Jerome Powell, il Presidente della Banca Centrale Americana (FED), che ha confermato come sia giunto il momento di iniziare con un ciclo di ribasso dei tassi di interesse, a testimonianza questo del fatto che ora il focus si stia spostando 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).

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

7

Analisi Agosto 2024

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

Il contesto macroeconomico, sul fronte della crescita, come scriviamo ormai da un po', sta continuando a mostrare segnali di una certa stabilità, sebbene il contesto, sotto certi aspetti, continui ad apparire leggermente in peggioramento, soprattutto per quanto riguarda il mondo del lavoro, che sta rientrando ai valori che erano più comuni nella fase precedente alla pandemia da Covid (grafico lavori per disoccupati).



Grafico lavori per disoccupati: rapporto tra numero di lavori aperti e numero di disoccupati negli USA e viceversa). Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

Da un punto di vista macro, il settore dei servizi continua a mostrare miglior salute del manifatturiero mentre, per quanto riguarda il contesto inflativo, si nota il proseguimento del trend di discesa dei livelli, unitamente alla diminuzione graduale delle aspettative inflazionistiche per il prossimo periodo, che attualmente si attestano in area 2%, il livello perseguito dalle principali banche centrali (grafico aspettative inflazione) che fornirà il via libera per procedere gradualmente nel processo di riduzione dei saggi di interesse.

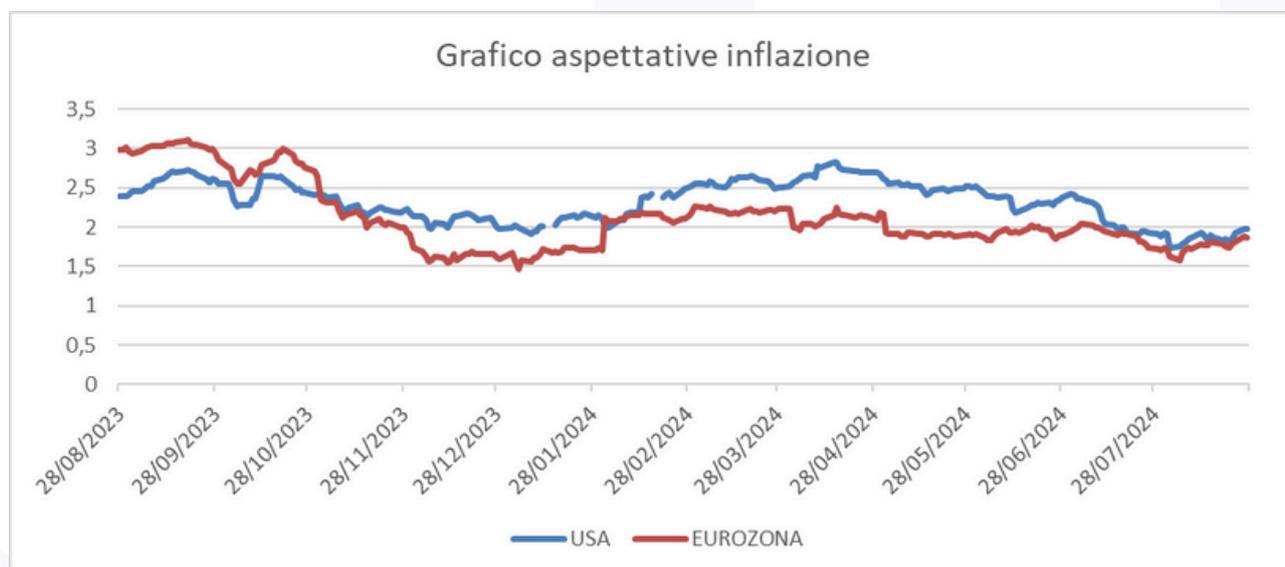


Grafico aspettative inflazione: andamento nell'ultimo anno degli inflation swap zero coupon ad un anno per gli USA e per la EU. Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

Rimane tuttavia il problema degli ampi deficit di bilancio governativo, cosa mai vista in periodi di espansione economica, condizione questa che potrebbe rendere difficile per le banche centrali avere le mani libere nell'adottare una politica monetaria espansiva quando ve ne sarà bisogno, in quanto poi il rischio di entrare in una fase di stagflazione sarebbe davvero elevato.

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

12 e 18 settembre. Saranno queste le date in cui BCE e FED si riuniranno rispettivamente per decidere come muovere le leve dei tassi visto che da entrambe le parti è attesa una riduzione. Se per quanto riguarda la BCE le attese sono tutte per un ribasso di 25 punti base dei tre tassi di riferimento, che scenderebbero quindi al 3,5% sui depositi, al 4% sulle aste principali ed al 4,25% su quelle marginali, per quanto riguarda la FED la probabilità più elevata va assegnata ad un ribasso di 25 punti base, che porterebbe i tassi nel corridoio 5% -5,25% ed alla quale il mercato assegna una probabilità di circa l'80%, sebbene non vada esclusa totalmente l'ipotesi di un taglio di 50 punti base, alla quale il mercato assegna attualmente una probabilità di poco superiore al 20%.

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

9

Analisi Agosto 2024

Con un occhio sempre attento alle evoluzioni del contesto geopolitico, entrerà infine sempre più nel vivo la campagna per le presidenziali americane di novembre con il primo dibattito televisivo tra Donald Trump e Kamala Harris che si terrà il 10 settembre. Attualmente i sondaggi danno in testa la Harris con circa il 52%, dopo il buon recupero dell'ultimo mese, da quando è stata ufficialmente nominata come candidato democratico.

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	88 (84 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	46 (47 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	75 (75 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	82 (86 lo scorso mese)

Tabella valutazioni. Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 27 agosto 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 non troppo distanti da quelli dello scorso mese, con l'azionario ed il mercato obbligazionario con maggiore rischio di credito che continuano a non apparire particolarmente interessanti e l'obbligazionario investment grade che mostra ancora un po' di valore. Di sicuro, ad ogni modo, non ci troviamo in un contesto di valutazioni palesemente interessanti.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

Dopo un mese dove sui mercati è successo un po' di tutto, ci troviamo però con una situazione non particolarmente distante da quella presente alla fine dello scorso mese. Statisticamente, non è raro che i movimenti di volatilità "clusterizzino", ovvero che a momenti di elevata volatilità succedano altri momenti di elevata volatilità e viceversa pertanto, anche in considerazione delle riunioni delle banche centrali del prossimo periodo e dell'entrata nel vivo della campagna elettorale americana, non è da escludersi che potremmo assistere ad una price action sensibilmente più volatile rispetto a quella a cui eravamo ormai abituati sino a fine luglio. Ad ogni modo, rispetto alla strategia tattica di portafoglio, non ci sembra ancora il momento di variare l'approccio rispetto a quanto segnalato ormai da tempo. 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.

Concludendo, vale la pena spendere qualche parola sull'andamento del Dollaro Americano, che nell'ultimo periodo, contro la moneta unica, ha perso valore arrivando a testare il livello di 1,12 sulle aspettative di una politica monetaria americana maggiormente espansiva di quella europea. Sebbene i valori del cambio ai livelli attuali siano coerenti con quanto giustificato dal differenziale reale dei tassi di interesse tra le due aree, qualora la FED si dimostrasse, anche solo verbalmente, meno espansiva di quanto attualmente scontato, il biglietto verde potrebbe registrare nel breve periodo anche un recupero.



Banca di San Marino®
Futuro da una vita