

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

POLITICA, POTERE E SOLDI

Connubio perfetto o grande trappola mentale?

In linea teorica sicuramente sì, sebbene poi, alla prova dei fatti, non sempre tale assunto regge, specialmente nel breve periodo. Effettivamente, da un certo punto di vista, non è di certo peregrino affermare che politica, potere e soldi vadano molto spesso a braccetto e che l'aumento, in capo ad una determinata persona, in una delle tre componenti, sia proporzionale all'aumento delle altre due componenti, sempre in relazione alla stessa persona. Tale assunto, tuttavia, se portato all'estremo, può di certo comportare un cambiamento nella correlazione tra queste variabili, o quantomeno mettere in luce, entrando nel mondo della statistica, caratteristiche di eteroschedasticità, tali da complicare di molto un ipotetico modello di regressione che abbia, per esempio, come variabile dipendente una di dette componenti e come variabili indipendenti le altre due. Si prenda ad esempio il caso di Elon Musk, l'uomo che, con un patrimonio netto di circa 350 miliardi di USD (al 22 marzo 2025), è la persona più ricca del pianeta Terra. Ovviamente la ricchezza di Musk è stata creata grazie alla sua "genialità" imprenditoriale. Di conseguenza, all'aumentare della ricchezza, sono cresciuti proporzionalmente il suo potere, a livello generale, ed il suo "potere" a livello politico, come ben dimostrato dal fatto che Elon Musk sia ora una delle figure maggiormente influenti all'interno dell'amministrazione americana guidata da Donald Trump e dalla sua recente nomina a capo del DOGE, il dipartimento per l'efficienza governativa, che ha come obiettivo quello di tagliare le spese governative e snellire tutto l'apparato amministrativo e burocratico.

Ora, basandosi sul rapporto di correlazione potenzialmente esistente tra politica, potere e soldi, si dovrebbe assumere che l'aumento del potere politico e generale di Musk abbia comportato altresì un aumento della sua ricchezza. Così, almeno per ora, non è stato (grafico ricchezza Musk).



Grafico ricchezza Musk: patrimonio netto di Elon Musk in miliardi di dollari americani

Fonte: elaborazione BSM su dati "Bloomberg Billionaires Index" al 22 marzo 2025.

Questo a conferma di come, se portate agli estremi, anche le relazioni che all'apparenza appaiono forti e sensate, come appunto quella tra politica, potere e soldi, rischiano di indebolirsi e potenzialmente invertirsi se portate all'estremo. Se di sicuro Elon Musk non è nelle condizioni di "piangere miseria" - anche se verosimilmente l'aver perso decine di miliardi di dollari di ricchezza non deve di sicuro avergli fatto piacere - il discorso è ben diverso per quegli investitori che, magari nella speranza di potere cavalcare in qualche modo il connubio politica, potere e soldi, avessero deciso di investire nell'azienda più iconica di Elon Musk, ovvero Tesla.

In effetti, i risultati, sebbene parliamo ovviamente di un lasso di tempo breve e quindi non particolarmente significativo, non sono di certo stati brillanti (grafico azione Tesla) e le auto Tesla (e di conseguenza anche le azioni Tesla), come era lecito attendersi, sono iniziate ad essere un prodotto altamente politicizzato, con tutto quello che ne consegue.

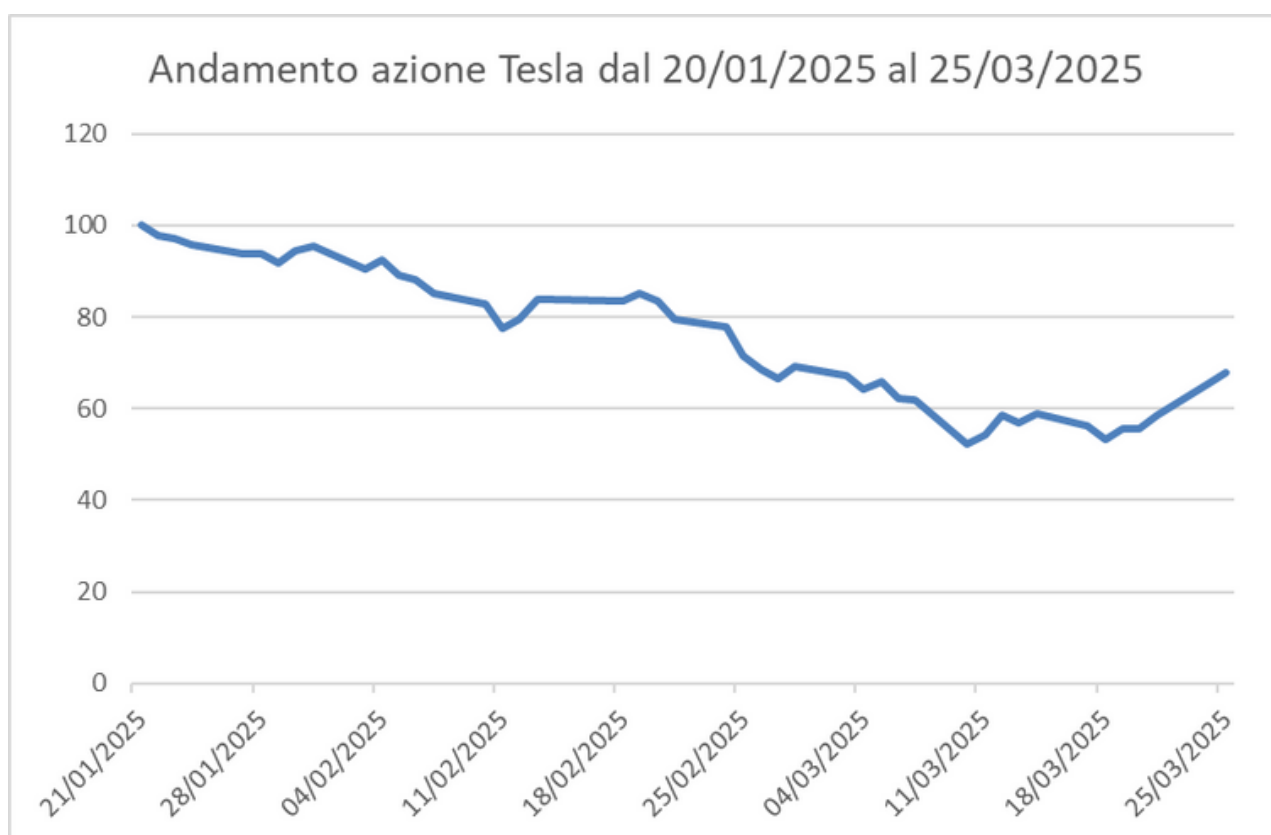


Grafico azione Tesla: andamento, su base 100, dell'andamento dell'azione Tesla dalla data di istituzione del dipartimento governativo con a guida Musk

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, dal 20 gennaio 2025 al 25 marzo 2025.

Quanto sopra, se ancora ve ne fosse stato il bisogno, ci fa capire molto bene come nel campo degli investimenti finanziari ragionare di pancia, per affiliazione politica o comunque sia su basi non scientifiche, ci esponga a risultati completamente diversi da quelli attesi, a volte può andare molto bene, a volte può andare molto male.

Quando parliamo di investimenti finanziari, infatti, sebbene nel breve periodo possa succedere tutto ed il contrario di tutto, nel medio-lungo periodo vi è una forza maestra, quella dei fondamentali, che è assimilabile alla forza di gravità e che tende a riportare i valori degli attivi finanziari in linea appunto al proprio valore intrinseco (grafico PIL vs. mercati azionari).

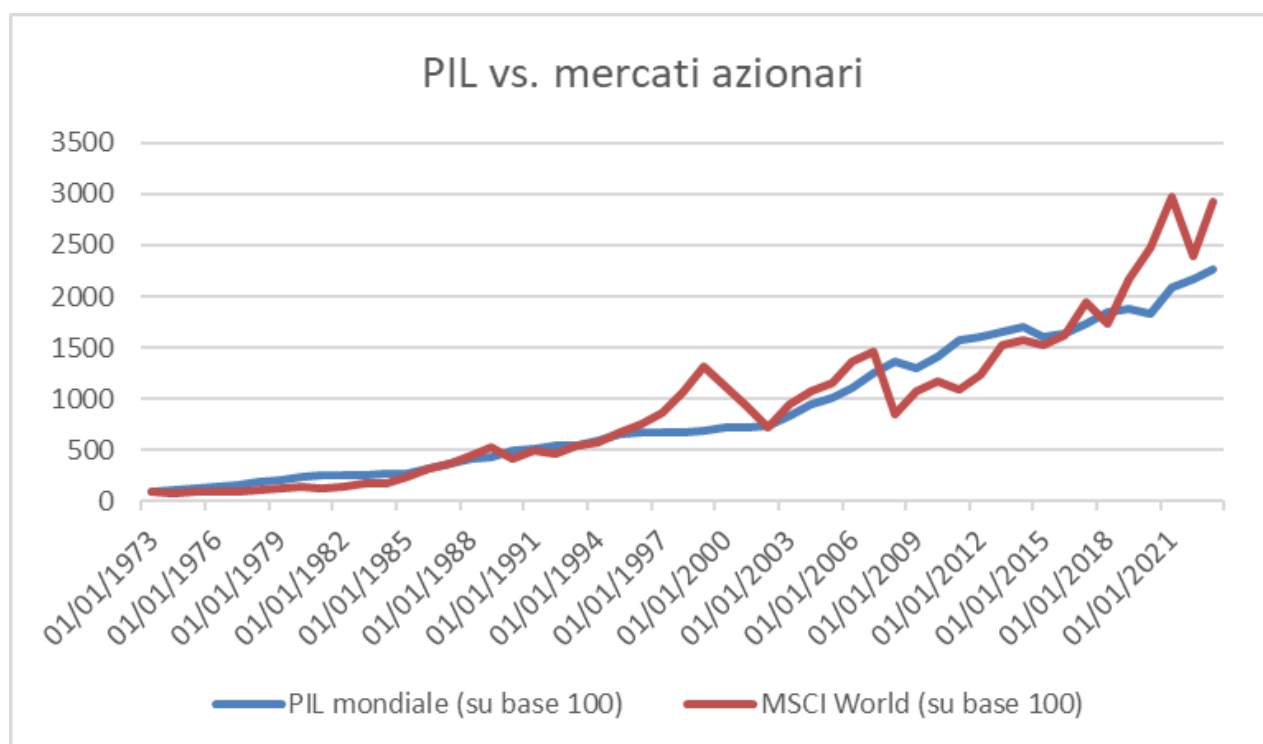


Grafico PIL vs. mercati azionari: andamento degli ultimi 50 anni del PIL mondiale nominale e dell'indice azionario mondiale MSCI World

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg. Dati annuali, ribasati a 100, da fine 1973 a fine 2023

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

Tanto tuonò che piovve. Si potrebbe riassumere con queste poche parole l'andamento dei mercati finanziari durante l'ultimo mese (tabella performance).

Asset Class	Performance % mese di marzo in valuta locale	Performance % anno 2025 in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale
Azionario Americano	-5,75%	-4,59%	23,31%
Azionario Europeo	-3,94%	7,20%	8,28%
Azionario Mercati Emergenti	0,38%	2,41%	5,05%
Obbligazionario Investment Grade Americano	0,04%	2,78%	1,25%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	-1,54%	-0,90%	2,63%
Obbligazionario globale High Yield	-0,32%	1,85%	9,19%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	-0,36%	2,34%	6,58%

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

Infatti, dopo avere toccato i massimi attorno al 20 febbraio, i mercati, specialmente l'azionario americano, hanno imboccato, anche con una certa velocità, una china discendente, principalmente a causa delle politiche economiche e protezionistiche annunciate (anche se implementate solo in parte per il momento) dall'amministrazione americana che, con lo slogan di "Make America Great Again", intende da un lato togliere "protezione" militare e di sicurezza ai paesi considerati "approfittatori" e dall'altro riportare all'interno dei confini nazionali buona parte della produzione industriale tramite l'applicazione di dazi penalizzanti a carico dei paesi esportatori.

In tale contesto, condizionato altresì da annunci di importanti stanziamenti fiscali (per massicce spese militari ma non solo) in Germania ed in Europa, si è registrato un ulteriore ampliamento nel divario di performance tra Europa ed America, con la prima che, dopo anni di pesante sottoperformance, è ora decisamente sugli scudi (grafico Europa vs. America).

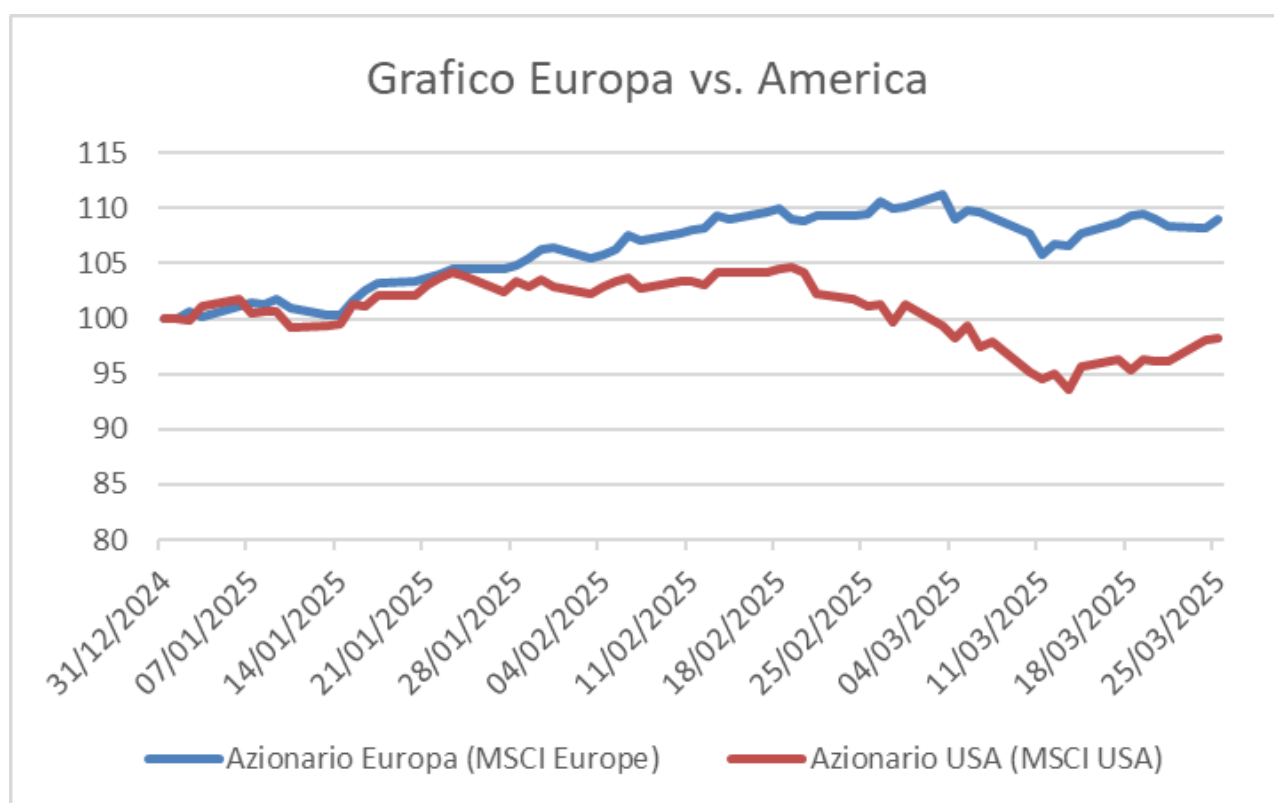


Grafico Europa vs. America: andamento da inizio anno, ribasato a 100, degli indici azionari MSCI Europe ed MSCI USA

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg al 25 marzo '25

Una politica - quella della tensione commerciale - potenzialmente inflazionistica, unita a possibili nuovi stimoli fiscali per contrastare l'ipotetica debolezza economica, anch'essa potenzialmente inflazionistica, ha contribuito negativamente anche all'andamento dei mercati obbligazionari, che hanno visto salire, sebbene in misura piuttosto ordinata, sia i rendimenti cosiddetti risk-free (grafico risk-free) sia gli spreads di credito (grafico spread), mettendo quindi pressione anche ai portafogli ben bilanciati che tuttavia, rispetto all'ultimo vero periodo di negatività sui mercati finanziari, avvenuto sull'anno 2022, possono ora giovare di livelli di carry sulla componente obbligazionaria tali da potere attutire in buona parte movimenti avversi.



Grafico risk-free: andamento del tasso di interesse pagato dal decennale tedesco e dal decennale americano

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, dal 1 al 25 marzo 2025

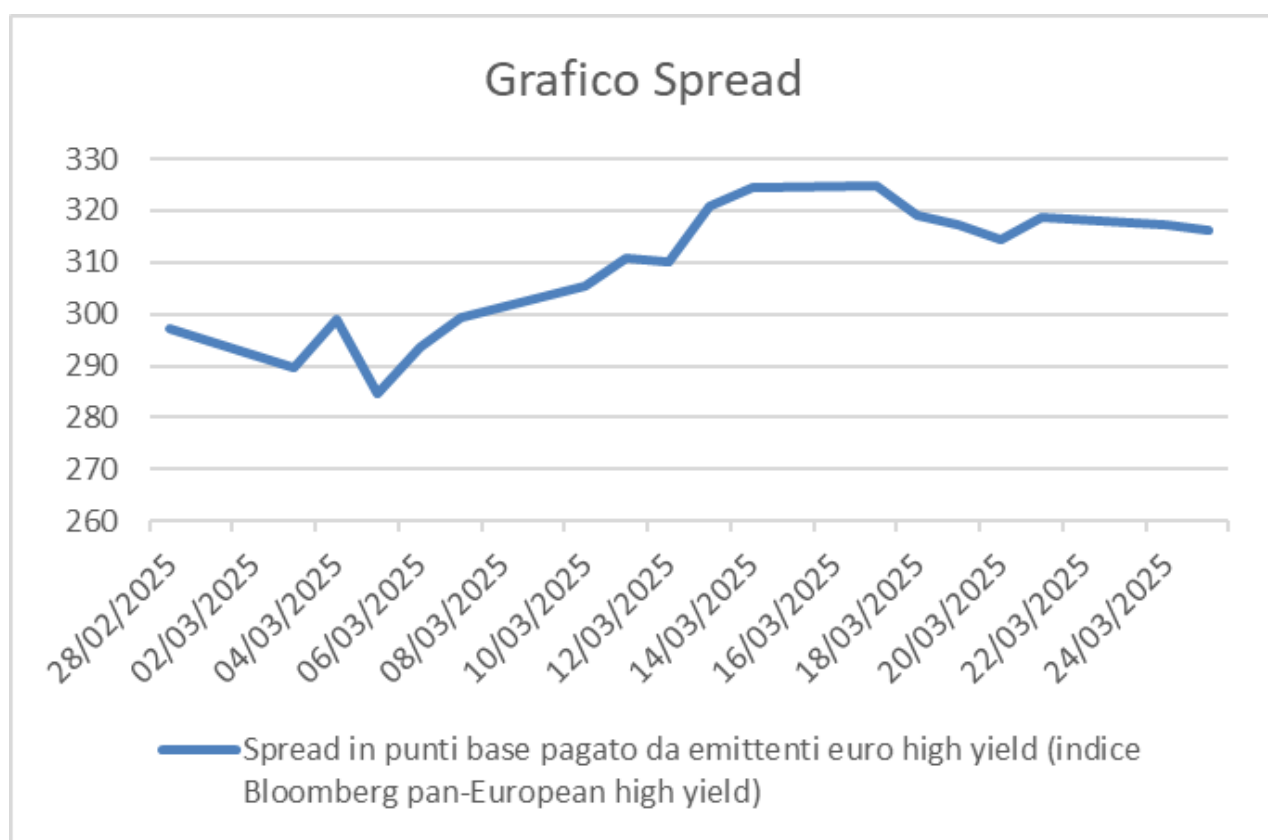


Grafico spread: andamento del differenziale di rendimento rispetto al risk-free pagato dal mondo euro high yield

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, dal 1 al 25 marzo 2025

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

Mese piuttosto intenso quello di marzo, un po' su tutti i fronti. Partendo dalla politica monetaria, che nel contesto attuale è la variabile che paradossalmente ha un impatto minore sull'andamento dei mercati finanziari, abbiamo visto la BCE tagliare nuovamente i tassi di interesse di 25 punti base, portando quello sui depositi al 2,5% mentre la FED, come previsto, ha deciso di rimanere in stand-by. Per quanto riguarda il contesto geopolitico, sembrano ora discreti i presupposti per addivenire ad una sorta di congelamento del conflitto russo-ucraino, grazie all'intervento americano che però sembra lasciare l'Unione Europea – nonostante i recenti annunci su piano di riarmo ed espansione fiscale – completamente fuori dai giochi, con tutto quello che ne consegue.

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

8

Analisi Marzo 2025

I cittadini dell'Unione Europea, infatti, dopo avere subito pesantemente gli effetti economici derivanti dal conflitto, rischiano seriamente, se non vi sarà un deciso cambio di rotta, di pagare nuovamente dazio, sia in termini economici che di sicurezza. Dazio che invece, e questo è ormai da un po' di tempo il vero argomento market-mover che, nonostante la consueta incertezza ed imprevedibilità che caratterizza l'attuale amministrazione americana (in sostanza, ciò che viene annunciato oggi potrebbe essere smentito o stravolto domani) dovranno pagare un po' tutte le principali zone economiche che esportano negli USA.

QUAL È LA CONDIZIONE DI SALUTE DELL'ECONOMIA GLOBALE?

La situazione continua a rimanere decisamente incerta, principalmente a causa della variabilità nelle decisioni prese dall'amministrazione americana. Guardando sia ad indicatori "soft" (sondaggi, ecc.) sia ad indicatori "hard" (pubblicazione di dati macro, ecc.) la situazione di incertezza è ben visibile. Infatti, ci troviamo in una zona grigia, di mezzo, con un'economia che tutto sommato continua a girare bene, ma che dall'altro lato è ostaggio di tante, forse troppe, variabili, che potrebbero scompigliare le carte in tavola in men che non si dica (grafico andamento economico – hard and soft data).

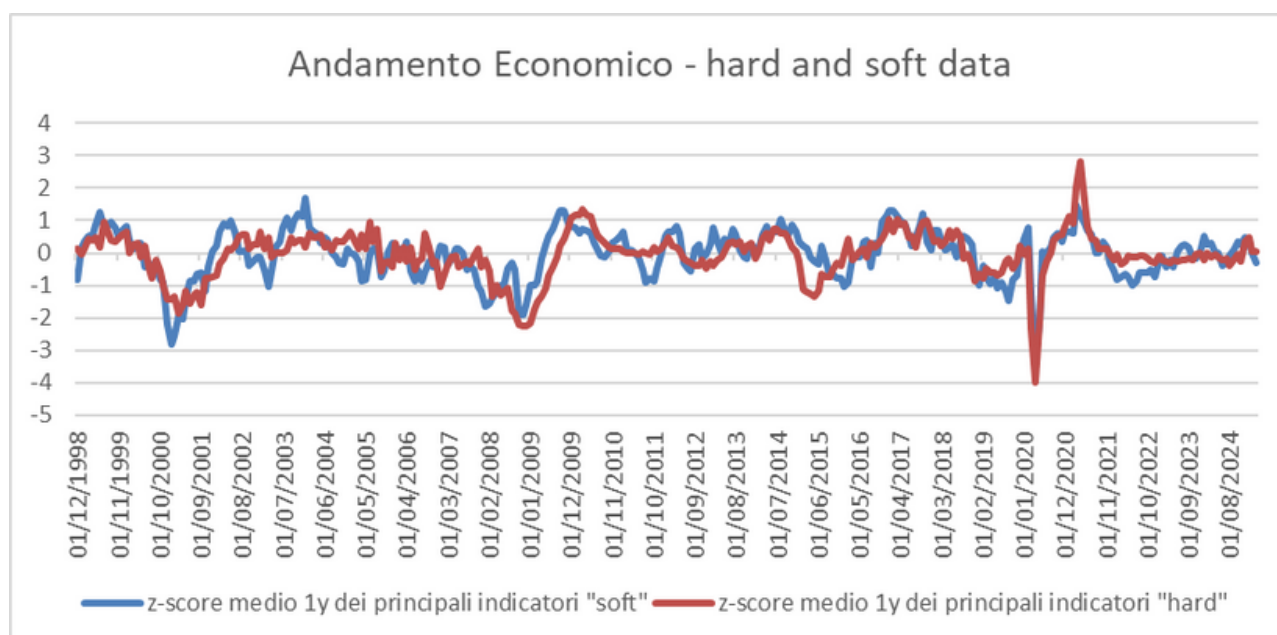


Grafico andamento economico – hard and soft data USA: andamento dello z-score ad 1 anno (distribuzione con media zero e varianza 1) dei principali indicatori economici soft e hard. Esempio: un valore di zero indica che si è allineati alla media, un valore di +1 indica che si è una deviazione standard sopra alla media.

Fonte: elaborazione su dati Bloomberg (Cameron Crise), a fine marzo 2025

Costante attenzione, inoltre, ai valori di inflazione che ancora non sono rientrati ai livelli desiderati dalle principali banche centrali e che potrebbero inoltre subire pressione al rialzo visto l'attuale contesto di forte incertezza e possibile adozione di politiche economiche potenzialmente inflazionistiche.

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Durante il mese di aprile, con l'inizio della pubblicazione dei dati macroeconomici e degli utili aziendali per il terzo trimestre, si inizierà ad avere meglio il polso della situazione relativamente agli effetti che le politiche attuate dall'amministrazione americana avranno avuto sull'economia reale. L'impressione è che si paleserà una situazione di forte incertezza, che verosimilmente vedrà vinti e vincitori, in un contesto complessivo che però sembra volto ad un graduale peggioramento, sebbene non

drammatico. Per quanto concerne le decisioni di politica monetaria, è attesa quella della BCE per il 17 aprile. Dopo aver tagliato i tassi di 1,5 punti percentuali da giugno 2024, ora la politica monetaria non appare più restrittiva e pertanto non sarebbe forse sbagliato prendersi un po' di pausa, come sta facendo la FED americana. Tuttavia, i mercati finanziari stanno al momento scontando un nuovo taglio dei tassi di 25 punti base (grafico tasso implicito BCE).

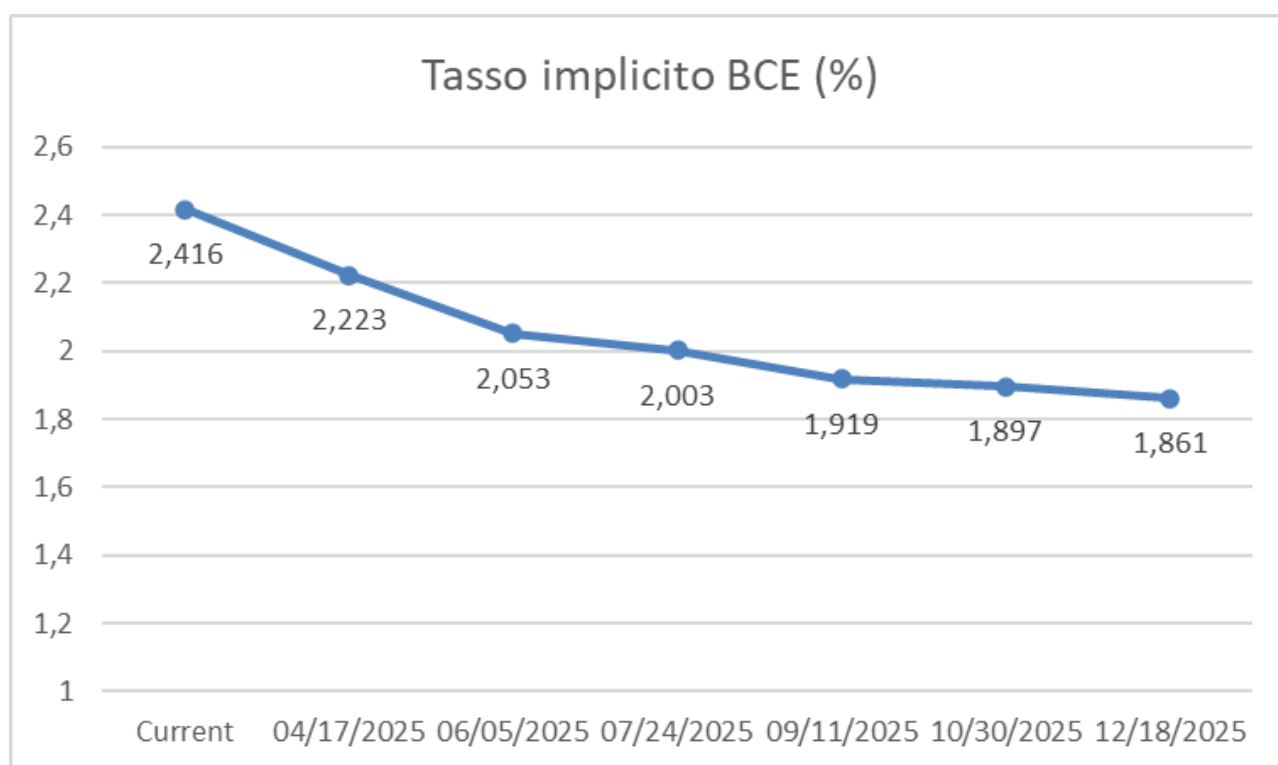


Grafico tasso implicito BCE: tassi overnight (proxy per i tassi di politica monetaria) impliciti nella curva

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg al 26 marzo 2025

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).

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	73 (92 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	85 (81 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	91 (99 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	97 (99 lo scorso mese)

Tabella valutazioni

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 27 marzo 2025. 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 ancora livelli elevati, sebbene in calo rispetto al mese scorso, sulle classi di investimento più volatili, mentre valori elevati ed in lieve peggioramento su quelle meno volatili. È abbastanza indubbio che i rendimenti attesi per il futuro, soprattutto sull'azionario e sul mercato obbligazionario con maggiore rischio di credito, difficilmente potranno essere entusiasmanti. Tuttavia, siamo ancora ad una distanza di sicurezza da livelli dove l'aria si fa solitamente rarefatta.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

Valutazioni non a livelli così interessanti, unitamente alla marcata incertezza che si respira su tanti fronti, ci impongono di adottare un approccio prudente, pur sempre con la consapevolezza di come una eccessiva prudenza, nel medio-periodo, spesso non paghi. L'aumento della volatilità registrato durante il mese di marzo è già parzialmente rientrato (grafico volatilità), ma il movimento a cui abbiamo assistito, deve suonare come un campanello di allarme e farci acquisire sempre maggiore consapevolezza di come nei prossimi mesi potremmo assistere molto spesso a movimenti erratici, veloci ed anche profondi.



Grafico volatilità: andamento dell'indicatore VIX, che misura la volatilità implicita nelle opzioni a 30 giorni sull'indice azionario S&P500

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg, dati da inizio anno al 27 marzo 2025

Nel contesto attuale, sono due le strategie che funzionano meglio, la prima consistente in un'operatività di trading veloce, con rigidi stop-loss e take-profits, mentre la seconda consistente nell'adozione di un approccio contrarian, sovrappesando (sottopesando), rispetto ai pesi stabiliti in sede di asset allocation strategica, gli asset che hanno peggio (meglio) performato nel recente periodo.

Considerato il tutto a 360 gradi, per il prossimo periodo in dettaglio si consiglia quindi di:

- Aumentare l'esposizione all'azionario durante giornate particolarmente negative, con l'obiettivo di portarla gradualmente vicino al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Mantenere l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito sotto al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Diminuire l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito durante giornate particolarmente positive, con l'obiettivo di portarla gradualmente in linea a quanto stabilito in sede di asset allocation strategica.